



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Företagsekonomiska institutionen

IT-bubblan

– varför blev fokuseringen
på tillväxt så stor?

Magisteruppsats i företagsekonomi
Externredovisning och företagsanalys
Höstterminen 2003

Handledare: Stefan Schiller
Författare: Annika Krus 790119
Maria Jonsson 800808
Kashif Pirmohamed 810603

Sammanfattning

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, Externredovisning och Företagsanalys, Magisteruppsats, Ht 2003

Författare: Annika Krus, Maria Jonsson och Kashif Pirmohamed

Titel: IT-bubblan – varför blev fokuseringen på tillväxt så stor?

Bakgrund och problem: Tillväxtfokuseringen ändrades under IT-eran, aktieägarna, företagen och analytikerna gick från resultattillväxt till storleksmässig tillväxt. Den stora tillväxtfokuseringen gynnade både aktieägare och företagsledning, aktieägarna i form av höga aktiekurser och företagsledningen i form av nytt kapital till bolaget. Den höga förväntade tillväxten ställde till problem när analytikerna skulle värdera bolagen.

Syfte: Vårt syfte är att undersöka vad det var som gick fel för aktieägarna, företagsledarna och analytikerna som gjorde den stora tillväxtfokuseringen ohållbar.

Avgränsningar: Vi kommer bara att undersöka de tre gruppernas roller och påverkan på den stora tillväxtfokuseringen. Vi avgränsar oss även till att undersöka de svenska företagens situation under IT-bubblan.

Metod: Vi har genomfört en deskriptiv tvärsnittsstudie där sex intervjuer har genomförts. Vi har gjort intervjuer med de grupper som varit av intresse för vår studie, det vill säga, med tre analytiker, en företagsledare och en ekonomijournalist. Samtliga våra respondenter har i sin tur fått vara representanter för aktieägarna.

Resultat och slutsatser: Såväl aktieägarna, företagsledningen och analytikerna hade en stor roll avseende fokuseringen på tillväxt under IT-bubblan. Aktieägarna påverkade tillväxten genom att kasta sig in på börsen med förhoppningen om att aktiekurserna skulle stiga. Företagen och företagsledningen var tvungna att växa för att överleva och för att ledningen skulle få behålla sin position inom företaget. Analytikerna hade en stor del i att bubblan inte stoppades då de började använda sig av nya värderingsmetoder för att anpassa sig till den rådande situationen. När tre så stora drivkrafter som mobiltelefoni, Internet och millennieskiftet kom samtidigt var bubblan omöjlig att förhindra.

Människan är allt för rädd för att tappa ansiktet och förlorar hellre pengar på en investering än att förlora sitt jobb på grund av åsikter som sticker ut ifrån den stora massans.

Förslag till vidare forskning: Hur drabbades övriga världen av IT-bubblan? Vilken påverkan har fondekonomin haft på hela världsekonomin? Det hade även varit intressant med en undersökning om vilken nästa bubbla blir och även en kompletterande undersökning om hur bubbler undviks. Kan aktiemarknadens psykologi påverkas så att gruppmentaliteten och masshysterin försvinner?

1. INLEDNING	1
1.1 IT-BUBBLAN.....	1
1.2 WALL STREET, BLACK MONDAY OCH IT-BUBBLAN.....	2
1.3 PROBLEMFÖRMULERING.....	3
1.3.1 Forskningsfrågor.....	3
1.4 SYFTE.....	3
1.5 AVGRÄNSNING	3
1.6 UPPSATSENS DISPOSITION	3
2. METOD	4
2.1 DESKRIPTIV STUDIE	4
2.2 RETROSPEKTIV TVÅRSNITTSSTUDIE.....	4
2.3 FALLSTUDIE.....	4
2.4 KVALITATIV METOD	5
2.5 PRIMÄR- OCH SEKUNDÄRKÄLLA	5
2.6 INTERVJUTEKNIK	6
2.6.1 Urval.....	7
2.7 LITTERATUR	7
2.8 KÄLLKRITIK	8
2.9 RELIABILITET OCH VALIDITET	8
3. TEORI	10
3.1 BUBBLOR	10
3.1.1 Informationsteknologi.....	10
3.2 JÄMFÖRELSE - AKTIEÄGARNA , FÖRETAGSLEDNINGEN OCH ANALYTIKERNAS	10
3.3 AKTIEÄGARNA	11
3.3.1 Attityd till tillväxt.....	11
3.3.2 Mål i allmänhet	11
3.3.3 Mottot.....	11
3.3.4 Attityd till risk	12
3.4 FÖRETAGSLEDNINGEN.....	12
3.4.1 Attityd till tillväxt.....	12
3.4.2 Mål i allmänhet	13
3.4.3 Mottot.....	13
3.4.4 Attityd till risk	14
3.5 ANALYTIKERNAS	14
3.5.1 Attityd till tillväxt.....	14
3.5.2 Mål i allmänhet	15
3.5.3 Mottot.....	15
3.5.4 Attityd till risk	16
3.6 MARKNADEN	16
3.6.1 Effektiva marknadshypotesen.....	16
3.6.2 Aktiemarknadens psykologi.....	17
3.6.3 Marknaden under IT-eran	17
3.7 SAMMANFATTNING	18
4. EMPIRI	19
4.1 IT-BUBBLAN.....	19
4.2 AKTIEÄGARNA	19
4.2.1 Attityd till tillväxt.....	19
4.2.2 Mål i allmänhet	20
4.2.3 Mottot.....	20
4.2.4 Attityd till risk	20
4.3 FÖRETAGSLEDNINGEN.....	21
4.3.1 Attityd till tillväxt.....	21
4.3.2 Mål i allmänhet	21
4.3.3 Mottot.....	22
4.3.4 Attityd till risk	22

4.4 ANALYTIKER	23
4.4.1 Attityd till tillväxt	23
4.4.2 Mål i allmänhet	24
4.4.3 Mottot	24
4.4.4 Attityd till risk	25
4.5 JÄMFÖRELSE - AKTIEÄGARNA , FÖRETAGSLEDNINGEN OCH ANALYTIKERNAS	25
4.6 MARKNADEN	26
4.6.1 Effektiva marknadshypotesen	26
4.6.2 Aktiemarknadens psykologi	27
4.6.3 Marknaden under IT-eran	27
4.7 SAMMANFATTNING	28
5. ANALYS	29
5.1 IT-BUBBLAN	29
5.2 AKTIEÄGARNA	29
5.2.1 Attityd till tillväxt	29
5.2.2 Mål i allmänhet	30
5.2.3 Mottot	30
5.2.4 Attityd till risk	30
5.3 FÖRETAGSLEDNINGEN	31
5.3.1 Attityd till tillväxt	31
5.3.2 Mål i allmänhet	31
5.3.3 Mottot	32
5.3.4 Attityd till risk	32
5.4 ANALYTIKERNAS	33
5.4.1 Attityd till tillväxt	33
5.4.2 Mål i allmänhet	33
5.4.3 Mottot	33
5.4.4 Attityd till risk	34
5.5 MARKNADEN	34
5.5.1 Effektiva marknadshypotesen	34
5.5.2 Aktiemarknadens psykologi	34
5.5.3 Marknaden under IT-eran	34
5.6 SAMMANFATTNING	35
6. SLUTSATS	36
7. EGNA KOMMENTARER OCH FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING	37
7.1 EGNA KOMMENTARER	37
7.2 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING	37
8. LITTERATURFÖRTECKNING	38

Figurer

Figur 1:1 <i>Utvecklingen av marknadsvärde, bokfört värde samt EPS på New-York börsen mellan 1989-1998</i>	1
Figur 1:2 <i>Stockholmsbörsens generalindex 1999-2000</i>	2

Bilagor

Bilaga 1 Intervjufrågor
Bilaga 2 "The foreplay"

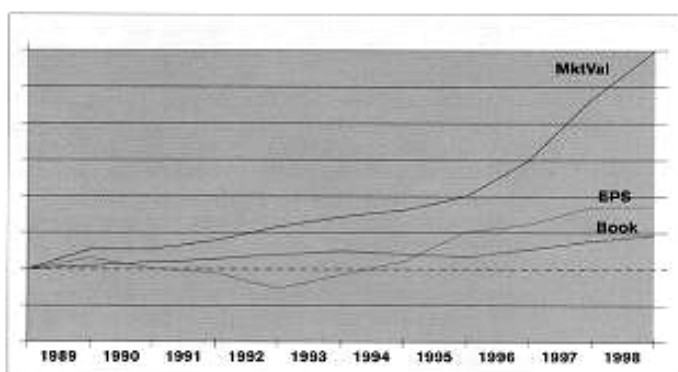
Det är allmänt känt att IT-bubblan sprack, men vad var det egentligen som hände och hur kunde tillväxtfokuseringen bli så stor? I det här inledande kapitlet presenterar vi bakgrunden till vårt forskningsproblem och de frågor som skall undersökas närmare i den här uppsatsen.

1. Inledning

1.1 IT-bubblan

Tidsepoken för IT-bubblan benämns även IT-eran, vilken sträckte sig mellan åren 1996 och 2000. Under den här tiden blev begreppet den nya ekonomin allt vanligare, men någon entydig definition fanns inte. Ursprungligen kom det från USA som under 1990-talet upplevde en av sina längsta högkonjunkturer, och många ekonomer sade då att något grundläggande hade skett i ekonomin (Lyttkens 2001, s.10). Basen i den nya ekonomin är tre sammanlänkade processer som driver varandra och ekonomin framåt. Den första processen är globalisering och avreglering, den andra sund makropolitik inriktad på starka finanser och låg inflation och den tredje är revolutionen inom informationsteknologin (Litan & Rivlin 2002, s.10).

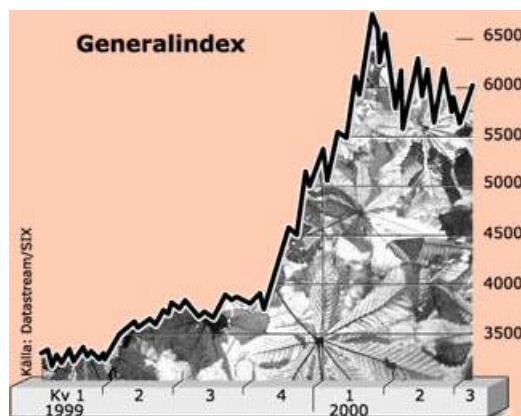
Under IT-eran tjänade mäklarna pengar på transaktioner och investerarna på aktier. I hela världen steg aktiekurserna fastän de redan var mycket höga i förhållande till företagens substansvärde. Av figuren nedan, som visar New York-börsens utveckling under 1990-talet, framgår det att företagens marknadsvärde (MktVal) ökade avsevärt jämfört med bokförda värden (Book) och vinst per aktie (EPS) (Ekström 2000, s.13).



Figur 1:1 Utvecklingen av marknadsvärde, bokfört värde samt EPS på New-York börsen mellan 1989-1998 (Ekström 2000, sida.13).

När marknaden stiger och kurserna är höga invaggas investerarna i en sorts trygghet och tror att riskerna minskar och när marknaden sjunker sprider sig oron snabbt vilket kan innebära att riskerna överdrivs (Stenberg 1998). Det var främst IT-bolag som drev kursrallyt på börsen och i Sverige fanns det IT-bolag med börsvärden i klass med stora svenska industribolag. Till exempel Framfabs aktiekurs pekade, sedan introduktionen i juni 1999, spikrakt uppåt och kunde i november samma år matcha industrijätten Trelleborgs börsvärde. Det här trots att Framfabs verksamhet bara var en bråkdel av Trelleborgs (Pettersen & Leigard 2002, s.10).

Det var en kapplöpning i ett vansinnigt tempo mot ett diffust mål, kurserna fortsatte uppåt varje dag (Pettersson & Leigard 2002, s.10). Börsens vinnarlista för 1999 visade enbart IT-bolag i toppen, vilka hade ett aktievärde som steg med närmare 300 % på 20 dagar i augusti till september (Haskel 1999a). Stockholmsbörsen var väldigt högt värderad under IT-eran och börsens P/e-talet låg, 2000-02-14, på 39,5. Det här innebar att Stockholmsbörsen var högst värderad utav börserna i hela Europa (www.international.se, 2004). Från oktober 1999 till och med våren 2000, som var börshaussens topp, steg Stockholms generalindex med 72 procent (se figur 1:2) (Pettersson & Leigard 2002, s.7).



Figur 1:2 Stockholmsbörsens generalindex 1999-2000 (www.international.se, 2004-01-06).

Aktieägarna kunde ha frågat sig vad som egentligen krävdes av företagen för att i framtiden leva upp till värderingarna de utlovade under IT-eran. Om exempelvis Nokia skulle uppnå de utlovade vinsterna skulle alla jordens invånare, i genomsnitt, behöva köpa Nokia produkter för 138 kr/år (Haskel 1999b).

1.2 Wall Street, Black Monday och IT-bubblan

Tre stora bubblor under 1900-talet är Wall Street¹, Black Monday² och IT-bubblan. Wall Street visade en ökad tillväxt av aktieägare på marknaden, samma mönster kunde följas i de andra bubblorna. En annan faktor som var gemensam i alla bubblorna var kostnadsänkning, det vill säga, etableringskostnaderna, kostnaderna för information och kostnaden för handel på aktiemarknaden sänktes. När marknadsvärdet är större än substansvärdet tenderar företag att göra emissioner. I september 1929 gjordes emissioner om totalt 1,6 miljarder aktier. Rekordet gällande emissioner sattes år 1987 då totalt 500 emissioner gjordes. Mellan andra kvartalet 1999 och första kvartalet 2000 skedde 400 nyemissioner, varav 70 % i IT-bolag. Under IT-eran fanns det även omfattande optionsprogram som hade stor påverkan på bubblan (Björk 2002).

¹ Kraschen på Wall Street 1929, även kallad "the great depression".

² 19 oktober, 1987 är den största och snabbaste nedgången av börsen på en dag. På bara ett par timmar föll den amerikanska börsen till drygt tre fjärdedelar av sitt värde. Återhämtningen från Black-Monday gick dock oväntat fort. Bara dryga året efter raset var skadan reparerad (Arnold 2003).

1.3 Problemformulering

Under IT-eran handlade det inte om resultattillväxt utan om storleksmässig tillväxt. Den stora tillväxtfokuseringen gynnade både aktieägare och företagsledning. Aktieägarna i form av höga aktiekurser och företagsledningen i form av nytt kapital till bolaget. Aktieägarnas primära mål och motto var att tjäna så mycket pengar som möjligt och riskmedvetenheten bland aktieägarna var inte stor. Företagsledningens primära mål var att överleva och det räckte för dem att aktieägarna var nöjda så att de stannade kvar i företaget. Den enorma fokuseringen på expansion och global tillväxt innebar stora risker för företaget och ledningen. Den höga tillväxten gjorde det svårt för analytikerna att värdera bolagen och även att ge sina kunder rekommendationer om köp av IT-aktier. Analytikerna byggde därför sina prognoser utifrån extremt höga tillväxttal och framtida förväntade vinster. Problemet med värderingen av IT-bolagen ledde till att det blev allt vanligare med så kallade relativa värderingsmetoder.

1.3.1 Forskningsfrågor

För att kunna besvara vårt syfte har vi konstruerat två forskningsfrågor. Huvudfrågan är:

- Varför blev fokuseringen på tillväxt så stor?

För att komma fram till vår huvudfråga ställde vi oss delfrågan:

- Vilken påverkan på IT-bubblan hade aktieägarna, företagsledarna och analytikerna?

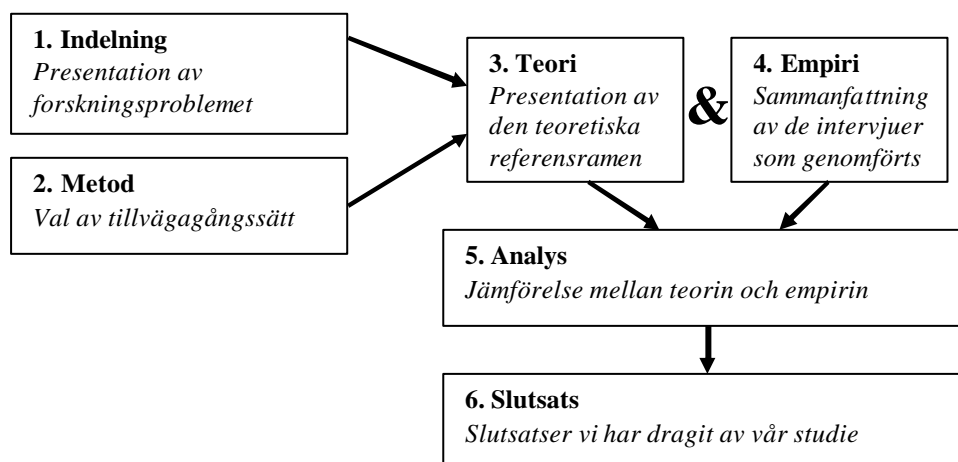
1.4 Syfte

Vårt syfte är att undersöka vad det var som gick fel för aktieägarna, företagsledarna och analytikerna som gjorde den stora tillväxtfokuseringen ohållbar.

1.5 Avgränsning

Vi kommer bara att undersöka de tre gruppernas roller och påverkan på den stora tillväxtfokuseringen. Vi avgränsar oss även till att undersöka de svenska företagens situation under IT-bubblan.

1.6 Uppsatsens disposition



I slutet av uppsatsen visas författarnas egna kommentarer och förslag till vidare forskning.

I metoden visar vi hur vi gått till väga när vi skrivit uppsatsen. Kapitlet tar upp vilka vetenskapliga inriktningar och tekniker vi använt oss av. Vi avslutar kapitlet med att diskutera uppsatsens tillförlitlighet och relevans.

2. Metod

2.1 Deskriptiv studie

En deskriptiv studie är som det låter på namnet beskrivande. Studien begränsas till att undersöka några aspekter av det fenomen forskaren är intresserad av (Patel & Davidsson 1994, s.11-12). När en deskriptiv studie genomförs är det viktigt att all data systematiseras och att den används för att visa någonting. En deskriptiv studie är empirisk till sin art (Ejvegård 1993, s.30-31).

Vår studie är deskriptivt inriktad då vi har som syfte att undersöka vad det var som hände under IT-bubblan. Vi valde ut vissa aspekter av IT-bubblan som vi sedan fokuserade oss på i uppsatsen. Genom att använda oss av samma rubriker i teorin, empirin och analysen har vi försökt att väva samman den data som har insamlats.

2.2 Retrospektiv tvärsnittsstudie

För att kunna säga något om en förändring över tiden i en tvärsnittsstudie kan forskaren ta hjälp av den så kallade retrospektiva utformningen. Den innebär att forskaren frågar olika individer om vad som har hänt. De tillfrågade beskriver ett tillstånd vid en tidigare tidpunkt så att forskaren kan få fram ett tillstånd nu och då. Det finns en risk för att personer minns saker ur en annan vinkel idag vilket kan bero på att de vill verka mer rationella än vad de verkligen var under tiden som undersöks. Retrospektiva undersökningar är ett mycket utbrett och vanligt tillvägagångssätt (Jacobsen 2002, s.114-116).

Vi har gjort en retrospektiv tvärsnittsstudie då vi studerar IT-bubblan som representerar verkligheten mellan åren 1996 – 2000. Vi ville se vad det var som fick ”alla” att plötsligt ändra fokus under de åren.

2.3 Fallstudie

Vid fallstudier finns inget bestämt tillvägagångssätt när det gäller informationsinsamlingen eller analys av informationen. Ett sätt är att samla in vetenskaplig information genom intervjuer (Merriam 1994, s.124). Metoden ger en tydlig bild av ett förlopp då allt material samlas kring ett eller ett fåtal specifika fall (Svenning 2000, s.130). Den koncentrerade studien ger forskaren mycket kunskap om händelseförloppet (Wallén 1996, s.115). Teorins utbredd i fallstudien beror på vilka förkunskaper forskaren har. Målet med forskningen bör vara att utvidga kunskapsbasen inom det aktuella området, vilket kan misslyckas om forskaren inte tar sig tid att leta reda på vad andra forskare redan tänkt på eller kommit fram till (Merriam 1994, s.70, 73).

Vi har genomfört en fallstudie där vi studerat en specifik företeelse, det vill säga hur händelseförloppet under IT-bubblan såg ut och vilken roll aktieägarna, företagsledarna och analytikerna spelade. Vi tyckte det bästa sättet att få svar på våra frågor var att genomföra intervjuer. Det här eftersom det var viktigt för oss att förstå hur de olika grupperna kunde bli så fokuserade på tillväxt att de glömde bort lönsamheten.

2.4 Kvalitativ metod

Metoden innebär en mild form av generalisering. Det centrala är att forskaren genom informationssamling kan få en djupare förståelse av det problem som studeras samtidigt som helheten av problemets sammanhang skall kunna beskrivas (Holme & Solvang 1997, s.14). En kvalitativ studie innehåller nästan aldrig några mätbara variabler, utan det är vanligt att beskrivningar och analyser hänger ihop (Sohlberg & Sohlberg 2002, s.88).

Studien präglas av dess *flexibilitet*, det vill säga, den måste kunna ändras under resans gång. Flexibiliteten avser främst två delar (Kvale 1997, s.80-81):

1. *Undersöknings och informationssamlingsfasen* – Om forskaren märker att han har glömt att fråga någon fråga eller om det är någon fråga som behöver omformuleras finns möjligheten att rätta till det i ett senare skede av uppsatsen.
2. *Upplägget* – Här avses vilken tidpunkt de olika delarna i uppsatsen tas upp. Upplägget styrs av forskarens öppenhet för ny kunskap och förståelse samtidigt som uppfattningen om problemet ändras hela tiden.

De empiriska tillämpningarna utvecklas successivt under forskningsprocessens gång samtidigt som teorin justeras och förfinas (Alvesson & Sköldberg 1994, s.42).

I arbetet med vår uppsats har vi varit mycket flexibla och löpande fått en djupare förståelse för vårt ämne. Uppsatsen har utvecklats och förändrats under arbetets gång samtidigt som intervjufrågorna utvecklats, beroende på de nya kunskaperna som vi fått under intervjuerna. Skillnaden ligger i att vi i början ställde fler frågor varav en del inte fyllde någon funktion för uppsatsen i ett senare skede, men allteftersom uppsatsen började växa fram har vi kunnat inrikta oss enbart på de frågor som är relevanta i förhållande till vårt syfte. De svar som varit oklara har vi fått klarhet i genom att kontakta respondenten en gång till, det samma gäller om vi missat att ställa någon fråga. Även forskningsproblemet och teorin har omarbetats utifrån de nya kunskaperna vi fått under uppsatsens gång.

2.5 Primär- och sekundärkälla

När en undersökning görs kan forskaren använda sig av både primär- och sekundärkällor. En primärkälla är en källa som uppstår under projektets gång, det kan vara allt från en intervju till ett protokoll från ett sammanträde. En sekundärkälla är en redan befintlig källa som baseras på tolkningar som redan ägt rum (Bell 2000, s.94).

Vi har främst använt oss av primärkällor då vi valt att genomföra intervjuer. Vi har totalt genomfört sex intervjuer³ med fyra analytiker, en företagsledare och en ekonomijournalist. Främst ville vi göra personliga intervjuer men fyra av respondenterna hade inte möjlighet till det, så tre intervjuer genomfördes per telefon och en via mail.

³ Två personliga intervjuer, tre telefonintervjuer och en mailintervju

Det var de personliga intervjuerna som var mest givande, dels eftersom de pågick under längre tid men även då vi fick bättre kontakt med respondenterna. Telefonintervjuerna var lite sämre att genomföra, jämfört med de personliga intervjuerna, då vi inte kunde avläsa kroppsspråket på respondenterna och de pågick även under en kortare tid. Mailintervjun gick över förväntan, vi fick bra svar på våra frågor och de missuppfattningar som fanns redades ut via ett nytt mail. Sekundärkällor har givetvis använts av författarna för att öka sin egen förståelse av ämnet.

2.6 Intervjuteknik

Att samla in information via intervjuer går ut på att först avgöra vem som skall intervjuas, det vill säga vem kan ge oss den information vi söker. Avgörande för att intervjuer skall ge väsentlig information är att ställa bra frågor, vilket kräver erfarenhet och övning (Merriam 1994, s.91-94). När en kvalitativ studie genomförs använder sig forskaren oftast av ostrukturerade djupintervjuer, på grund av att strukturerade intervjuer eller enkäter kan avspegla forskarens förutfattade meningar (Wallén 1996, s.76).

Vi har använt oss av olika sorters intervjuer, fyra strukturerade, en halvstrukturerad och en ostrukturerad. Intervjun via e-mail var tvungen att vara strukturerad och även telefonintervjuerna var strukturerade eftersom det var svårt att få igång en riktig diskussion över telefon. De strukturerade intervjuerna var även mindre tidskrävande och då tidsbrist var en av anledningarna till att några respondenter ville att vi skulle göra telefonintervjuer föll sig den strukturerade intervjun naturligt. Intervjun med företagsledaren var vår första personliga intervju och vår andra intervju totalt sett. Vi hade med oss färdiga frågor till intervjun som stöd och utgick från dem, men allt eftersom blev det mer av en diskussion mellan oss fyra och vi släppte frågorna mer och mer.

Till vår sista intervju hade vi återigen med oss våra frågor men den intervjun blev mer som en föreläsning eller frågestund där vi knappt behövde ställa en fråga innan den och några till var besvarade. Det här innebar att det som vi hade tänkt skulle bli en halvstrukturerad intervju blev en helt ostrukturerad, då vi och respondenten förde en vanlig konversation. Om vi skulle få välja hade vi enbart valt att genomföra ostrukturerade intervjuer eftersom vi anser att vi då skulle få ut mest information av våra respondenter, men med facit i hand tror vi inte att det har haft så stor påverkan för oss utan det som har spelat någon roll har varit hur länge intervjuerna har pågått och inte formen på intervjun.

Vi använde oss av bandspelare vid våra tre första intervjuer men när vi sammanställde dem ansåg vi att det inte gav oss något extra eftersom vi ändå var tre personer som antecknade hela tiden. Därför valde vi att inte använda bandspelare vid våra två sista intervjuer. I stället sammanställde vi intervjuerna direkt efter de genomfördes, när vi fortfarande hade dem färska i minnet.

2.6.1 Urval

Genom våra intervjuer ville vi få information om IT-bubblan från ett aktieägarperspektiv, ett företagsledarperspektiv och ett analytikerperspektiv. De respondenter vi intervjuat är Anders Haskel⁴, Manni Svensson⁵, Peter Malmqvist⁶, Klas Karlsson⁷, Sven Ström⁸ och Gerhard Stenberg⁹. Två av respondenterna bad om att de själva och företagen de jobbar på skulle behandlas anonymt, Klas Karlsson och Sven Ström är således fiktiva namn.

Vi kom i kontakt med Manni Svensson genom ett förslag från vår handledare. Svensson gav oss i sin tur namn på personer som kunde vara intressanta för oss att intervjua och vi fick då kontakt med Karl Karlsson och en analytiker som hänvisade oss till Sven Ström. En av författarna hade tidigare intervjuat Anders Haskel och Peter Malmqvist med gott resultat, därför ville vi ha med dem i den här uppsatsen. Gerhard Stenbergs namn upptäckte vi i en artikel på Internet där det beskrevs hur han avgått, från Handelsbanken i Göteborg, i protest mot den stora övervärderingen på marknaden. Vi slog upp hans namn i gulasidorna och hittade en Gerhard Stenberg som bodde i Göteborg, vi chansade och skickade ett brev hem till Gerhard Stenberg som i sin tur kontaktade oss.

Frågan som vi måste ställa oss är om vi har fått tag i rätt respondenter för att kunna besvara vårt syfte? Ja det tycker vi att vi har fått. Vi har en bra spridning och många kraftfulla åsikter från alla håll, då respondenterna hade väldigt mycket kunskap. Därför är vi mycket nöjda med våra respondenter. Det är dock svårare att veta om våra respondenter är helt oberoende av varandra. Haskel, Malmqvist, Stenberg, Ström och Svensson har ingen direkt koppling till varandra oss veterligen, men Karlsson har antagligen en koppling till Svensson eftersom det var av honom vi fick hans namn och nummer. Vi tror inte att den här kopplingen mellan de två respondenterna har påverkat vår undersökning dels för att de har fått representera två olika grupper och dels för att deras svar skiljde sig åt.

2.7 Litteratur

Litteratursökningen är en mycket tidskrävande process i många avseenden. Dels för att det tar tid att läsa all litteratur och dels för att kunna plocka ut de delar som är intressanta för uppsatsen. Efter att ha läst in sig på de utvalda delarna hittar forskaren några begrepp som är centrala för uppsatsen. Begreppen underlättar arbetet med litteratursökningen då de kan användas som sökord (Patel & Davidsson 1994, s.33-34).

Vi började tidigt läsa in oss på ämnet och hittade efter ett tag begrepp som blev centrala i vår undersökning. Därför har vi valt att bygga upp huvuddelen av undersökningen runt de begreppen (se ruta på sidan 11). Det här för att uppsatsens upplägg skall bli lätt att följa.

⁴ Börskrönikör på Veckans Affärer, telefonintervju 2003-11-29

⁵ Informationschef på IFS, personlig intervju 2003-12-03

⁶ Börsanalytiker, telefonintervju 2003-12-17

⁷ Analytiker, jobbade på fondkommissionärsfirma till och med årsskiftet 99/00, arbetar även idag med analyser som säljs via abonnemang, telefonintervju 2003-12-16

⁸ Analyschef på ett IT-bolag, mailintervju 2003-12-18

⁹ Före detta fondkommissionärschef på Handelsbanken i Göteborg, personlig intervju 2003-12-18

2.8 Källkritik

Det är viktigt för en forskare att avgöra om en källa är tillförlitlig eller inte. Det görs främst genom att titta på om källan grundas på fakta eller på åsikter och värderingar. Används olika källor är det viktigt att bedöma hur oberoende källorna är i förhållande till varandra. Beskriver flera oberoende källor en företeelse på liknande sätt kan det ses som trovärdigt. Om källorna beskriver olika bilder måste forskaren bedöma vilken källa som är mest trovärdig. Vid bedömningen får forskaren ta hänsyn till källans egenintresse, vem som är mottagare och om det är en primärkälla eller en sekundärkälla (Jacobsen 2002, s.210).

Källgranskningen kan delas in i olika delar där två exempel är (Holme & Solvang 1997, s.130-136);

- *Observation* – Risken finns att göra en felaktig observation av problemet om forskaren bara får information från bara en av parterna.
- *Användbarhet* – Det är viktigt att se hur trovärdig källan är och hur den gynnar vår uppsats.

Företagsledaren, analytikerna och journalisten representerar aktieägarna då de alla hade erfarenheter av att vara aktieägare och stor inblick i hur de agerar. De intervjuar vi fick grundades både på fakta och respondenternas egna åsikter. Det som kan brista i våra intervjuer är att inte alla respondenter svarat på samtliga frågor, dels eftersom vissa av frågorna framkom efter hand och dels på grund av tidsbrist hos respondenterna.

Nackdelar med intervjuer är att vi måste förlita oss på att de intervjuade personerna minns rätt. IT-bubblan ligger dock nära i tiden och påverkar oss fortfarande, därför tror vi inte att det finns någon större risk för att respondenterna har glömt vad det var som hände. Det finns dock en risk för att personer minns saker ur en annan vinkel idag och det kan bero på att de vill verka mer rationella än vad de verkligen var under tiden som undersöktes.

2.9 Reliabilitet och validitet

Empirin i en undersökning kan samlas in på olika sätt men empirin skall uppfylla två krav. Den skall vara tillförlitlig och trovärdig, *reliabel* och den måste även vara relevant och giltig, *valid* (Jacobsen 2002, s.21).

Reliabiliteten visar tillförlitligheten av mätinstrumenten och användbarheten av de mått forskaren får fram. Det finns stor risk för att reliabiliteten blir låg när forskare själva formulerar sina mätinstrument i form av till exempel frågeformulär. En reliabel undersökning skall vara oberoende av undersökare och urvalet (Wiedersheim-Paul & Eriksson 1999, s.40). Tillfälligheter får inte påverka resultatet, därför måste till exempel urvalet av personer vara representativt för hela gruppen som undersöks (Jacobsen 2002 s.22). I tolkande undersökningar där resultatet inte kan mätas i siffror kan reliabiliteten vara ett problem (Wiedersheim-Paul & Eriksson 1999, s.40).

Validitet innebär att forskaren mäter det som är avsett att mätas. Används klara mått och mätmetoder uppstår inga problem och validiteten kan då sättas lika med giltighet (Jacobsen 2002, s.21). En rapport kan ha en hög reliabilitet men ändå sakna validitet. Om forskningsresultatet inte har reliabilitet eller validitet har det inget vetenskapligt värde (Ejve gård 1996, s.72). Även vid kvalitativa metoder är det viktigt med en kritisk bedömning av slutsatsernas giltighet (Jacobsen 2002, s.255).

Frågan som vi har ställt oss är om våra respondenter är representativa för hela gruppen. Vi tror inte att vår studie har hög reliabilitet just eftersom vi inte har gjort ett slumpmässigt urval. Det finns flera anledningar till varför vi inte anser att vårt urval är representativt för alla tre grupperna. En anledning är att vi inte anser att sex personer kan representera alla de tusentals aktiesparare som finns i Sverige, inte heller är en företagsledare representativ för alla företagsledare i Sverige, det samma gäller för analytikerna. När det gäller Stenberg så är han inte alls representativ för analytikerna i Sverige, under den här tiden, då han var en av de få som hoppade av och de andra två analytikerna delade inte alltid varandras åsikter och kan således inte heller vara representativa för analytikerna i Sverige. Det som vi tycker att vi har uppnått genom våra intervjuer är att vi fått mycket olika information och en bra bild av vad det egentligen var som hände under IT-bubblan. Det här har vi genom vår spridning av respondenter fått belyst från flera olika synvinklar. Vi har fått många liknande svar från respondenterna men även många svar som skiljer sig.

När vi tittar på informationen vi fått fram under våra intervjuer märker vi att respondenterna har varit väldigt öppna och berättat mycket om situationen under IT-bubblan. Det är just på grund av öppenheten som två av respondenterna har valt att vara anonyma för de kände att de då kunde förse oss med mer information. Vi anser att vår studie har hög validitet eftersom vi har fått svar på det som vi hade som syfte att undersöka. Vi har även, för att öka trovärdigheten och minska risken för missuppfattningar, låtit de respondenter som önskat läsa igenom de sammanställda intervjuerna och efter det komma med synpunkter på innehållet. Innan intervjuerna aviserade vi problemområde och/eller de frågor vi skulle ställa till respondenterna så att de kunde förbereda sig. Anledningen till att inte samtliga respondenter fick ut frågorna i förväg var att inte alla ville ha det så, utan de tyckte att det räckte med ett problemområde. Det här tror inte vi har påverkat vår validitet eftersom respondenterna verkade vara väldigt insatta i ämnet och kunniga. Vi tror inte att vi fått ”bättre” svar om de sett frågorna i för tid.

I det här kapitlet presenterar vi den teori vi använt oss av för att kunna genomföra våra intervjuer. En jämförelse kommer att genomföras vilken visar några likheter och skillnader mellan aktieägarnas, företagsledningens och analytikernas intressen.

3. Teori

3.1 Bubblor

Varje gång en bubbla uppstår ser den ut att vara annorlunda från tidigare bubblor, men det finns vissa kännetecken. En bubbla baseras ofta på en fundamental del, en finansiell del och en psykologisk del. Den fundamentala delen kan bestå av teknologisk utveckling, den finansiella delen av billiga krediter och den psykologiska delen av värdering från icketraditionella normer. Bubblorna leder till stigande priser på en marknad som lockar till sig fler investerare. Investerarna har övertygelsen att priserna kommer att fortsätta att stiga (The Economist 1999).

3.1.1 Informationsteknologi

Informationsteknologins utveckling har följt samma mönster som flera andra tekniker. Istället för att påverka enbart en enskild sektor har den påverkat ekonomin och hela samhällsstrukturen, som exempelvis ångmaskinen. Andra tekniker som påverkat såväl näringslivet som vardagslivet är bilen och elektriciteten. I dag ser vi att informationsteknologin gradvis påverkar vår ekonomi och troligtvis hela vårt samhälle med tidens gång. De tekniska genombrotts etapper kan ge en närmare förklaring. I första fasen stiger produktiviteten snabbt i den sektor som använder sig av den nya teknologin till exempel datorproducenterna. I fas två visar sig effekterna från fas ett i form av lägre priser för konsumenterna. Den tredje fasen medför lägre kostnader vilket innebär att den nya tekniken sprids till många olika områden och påverkar ekonomin i olika omfattningar. Den gemensamma faktorn vid tekniska genombrott är att investerarna har överskattat den långsiktiga lönsamheten under första fasen (Litan & Rivlin 2002, s.10, 11).

3.2 Jämförelse - aktieägarna, företagsledningen och analytikerna

I rutan på nästa sida, visas några potentiella skillnader mellan aktieägarnas intressen och företagsledningens intressen (Hamberg 2001, s.62). Vi har även själva konstruerat en kolumn för analytikerna för att kunna göra en jämförelse med samtliga av våra tre undersökningsgrupper. Analytiker-kolumnen har vi konstruerat med utgångspunkt från teorin.

	Aktieägarna	Företagsledningen	Analytikerna
<i>Attityd till tillväxt</i>	Växa när gynnsamma investeringsmöjligheter dyker upp.	Vill växa hela tiden.	Marknadens förväntningar styr synen på tillväxt.
<i>Mål i allmänhet</i>	“Shareholder wealth maximisation”.	“Managerial welfare maximisation”.	Förmedling av information mellan företaget och investerare.
<i>Mottot</i>	Lönsamhet går före allt.	Aktieägarnas tillfredsställelse räcker.	Optimering av sina kunders avkastning.
<i>Attityd till risk</i>	Aktieägare har ett portföljtänkande. Det är endast en systematisk risk som spelar roll. Risk är relaterad till avkastning.	Ledningen står inför en osäkerhet. Företaget riskerar att bli insolvent eller uppköpt.	Bedömer risken utifrån olika traditionella värderingsmodeller.

3.3 Aktieägarna

3.3.1 Attityd till tillväxt

Aktieägarnas attityd till tillväxt är att de vill att bolaget skall växa när det finns goda investeringsmöjligheter för att öka sin egen avkastning i form av högre utdelning eller större vinst på försäljning av bolagets aktier (Hamberg 2001, s.62). Den drivande kraften hos aktieägarna var att tjäna så mycket pengar som möjligt, så snabbt som möjligt (Kennedy 2000, s.45). När företag visar höga försäljningssiffror tenderar aktiekursen att stiga och möjligheterna ökar för aktieägarna att göra vinster. I de fallen ökar förväntningarna på fortsatt tillväxt och så länge ”alla” aktieägare tror på tillväxt kommer aktiekurserna fortsätta att stiga (Wärneryd 2001, s.204).

3.3.2 Mål i allmänhet

Aktieägarna använder sig av styrelsen för att sätta press på företagsledningen. De vill öka sin avkastning, det vill säga, aktiens värdetillväxt plus utdelningen över en längre tid (Hasselgren 2000, s.39). Vidare vill de att ledningen i bolaget skall arbeta i aktieägarnas intresse och deras primära mål skall vara att uppfylla ”shareholder wealth maximisation”, vilket innebär att maximera priset och utdelningen på företagets aktier (Brigham & Houston 2001, s.16). De investeringar som företagen gör måste ge aktieägarna högre avkastning än vad de hade fått om de investerat sitt kapital i likvärdiga investeringar (Rappaport 1998, s.18).

3.3.3 Mottot

Hur kan en akties värde definieras? När aktien innehas sitter värdet i utdelningarna som företaget ger, men när aktien skall säljas sitter värdet i marknadspriset per aktie. I vissa företag ges inte utdelningen, resultatet blir att aktien inte är värd någonting förrän vid försäljning. Det krävs en stor inblick i ett företag för att kunna förstå vilka möjligheter till utdelning företaget har (Penman 2001).

En enkel beskrivning av en analys är att värderingen sker genom att studera företaget från insidan för att se det framtida värde som kan skapas, vilket senare också kan leda/leder till utdelning (Penman 2001).

Det är viktigt för aktieägarna att veta vad de tjänar på sina aktier. Det är därför vanligt att aktieägarna tittar på företagets kassaflöde, för att på så sätt kunna se framtida vinster, och på företagets resultat per aktie (EPS) för att se vad de tjänar på varje aktie idag. Just EPS är ett vanligt mätinstrument som företagsledningen, analytikerna och investerarna gärna tittar på. Korrelationen är normalt hög mellan EPS, kassaflöde och aktiepris. Samtliga tre tenderar att öka när företaget ökar sin försäljning, men det finns viktiga skillnader mellan EPS, kassaflöde och aktiepriset. Aktiepriset påverkas av det som har hänt under året men även av det som kan komma att hända i framtiden. Det är inte bara kassaflödet som bestämmer aktiens värde utan förändring av EPS skickar ut signaler om värdet på investeringen och framtida vinster (Brigham & Houston 2001, s.27).

3.3.4 Attityd till risk

Investerare vill ha avkastning men ogillar risken som är förknippad med aktier. Därför vill de bara investera i riskfyllda värdepapper om de förväntas generera en hög avkastning. Om alla andra faktorer är konstanta gäller att ju högre risk ett värdepapper har desto lägre är priset samtidigt som avkastningskravet höjs (Brigham & Houston 2001, s.229-231). När aktiemarknaden stiger blir det lätt så att investerarna glömmer bort att finns det en chans att göra vinst finns det även risker. När vinsterna (avkastningen) kommer fort upptäcker inte investerare att risker finns förrän det är för sent. Det här eftersom investerarna förväntar sig högre och högre avkastning och de flesta inte vet vad det innebär att förlora stort (Smithers & Wright 2000, s.19, 55). Aktiekurser varierar eftersom investerare är osäkra på framtiden, speciellt på de framtida vinsterna. Om ett företags börskurs fluktuerar mycket är det ett tecken på att framtida vinster är svåra att förutsäga (Brigham & Houston 2001, s.240-241). Vissa investerare menar att aktiens pris är kostnaden för investeringen, medan många tycker att aktiens pris är det samma som aktiens värde (Penman 2001, s.4).

3.4 Företagsledningen

3.4.1 Attityd till tillväxt

Ledningens attityd till tillväxt är oftast att de vill växa hela tiden. En strategi som bygger på hög tillväxt generellt sett brukar vara bra för företaget och i ett stort företag leder det till ökad kontroll och flexibilitet för ledningen. Relationen till företagets intressenter blir lättare att hantera i en stor och växande organisation. Ett stort företag kan bättre utnyttja de ekonomiska skalfördelar och vinstmarginaler som uppstår. Företaget får mer publicitet när det blir större och bättre kreditrankning som i sin tur leder till billigare kapital. Det blir enklare för ett företag som är större att bli marknadsledare och investera mer i forskning och utveckling jämfört med konkurrenterna. Tillväxt blir till en fördel för både aktieägare och ledning om de ovan nämnda fördelarna uppnås (Hamberg 2001, s.68).

Ett hinder för ledningen är att de skall tillfredställa aktieägarnas utdelningsbehov och samtidigt ha en "financial slack", det vill säga, kapital som inte har något annat syfte än att skydda företaget från en eventuell konkurs (Hamberg 2001, s.67-69).

3.4.2 Mål i allmänhet

Aktieägarna äger företaget och utser styrelsen som i sin tur utser ledningen. Ledningen skall agera i aktieägarnas bästa intresse. I stora företag vars aktier har en stor spridning är det vanligt att ledningen har en stor självständighet (Brigham & Houston 2001, s.16). Ledningens mål kan skilja sig från aktieägarnas, då de är ute efter att maximera företagets välgång. Det behöver dock inte betyda att aktieägarnas välgång maximeras samtidigt. Med ett företags välgång menas att ledningen har stor kontroll över storleken och tillväxten på företaget. Ofta leder företagets välgång till tillväxt genom nytt kapital (Ross, Westerfield & Jaffe 2001, s.15-16).

Varje beslut i ett företag bygger på fyra underliggande motiv hos ledningen. Dessa är överlevnad, självständighet, självförsörjande och självförverkligande. Det viktigaste motivet är överlevnad och de tre andra motiven stöder möjligheten till att överleva (Hamberg 2001, s.63).

- *Överlevnad* - Ledningen pratar oftast inte öppet om överlevnad eftersom det anses vara negativt. Strävan efter att överleva speglar nästan allt arbete som ledningen utför. Planeringen av företaget bygger på att bevara det som finns och att överleva. Med andra ord måste det finnas kapital i företaget för att stödja de vitala funktionerna (Ibid.).
- *Självständighet* - Ledningen strävar för att uppnå frihet att ta beslut och utföra handlingar utan att behöva rådgöra med externa intressenter till företaget. Ledningen måste ta hänsyn till självständigheten när de planerar eller tar beslut. Faktorer som de måste ta hänsyn till är hur självständiga de är från lagstiftarna, potentiella förvärvare och kunder, etcetera. (Ibid.). Självständigheten kan även vara att ett dotterbolag är självständigt från moderbolaget och kan föra en så oberoende politik som möjligt i förhållande till koncernledningen (Hallgren 1996, s.15-16).
- *Självförsörjande* - Ledningen ser att de befinner sig i en fientlig och konkurrerande miljö och därför motstrider sig att införskaffa externt kapital. Externa lån ser ledningen i en sådan miljö som att ge upp viss självständighet. Självförsörjande motivet leder ofta till en önskan att finansiera projekt med interna medel (Hamberg 2001, s.63).
- *Självförverkligande* - Inom den konkurrerande miljön måste ledningen agera och sätta upp mål dels för personalen och dels för hela organisationen. Finansiella mål spelar en stor roll i att uppfylla ledningens förväntningar. Självförverkligandet är uppfyllt då de uppställda finansiella målen är uppnådda och de möjliggör en överlevnad för företaget (Ibid.).

3.4.3 Mottot

Aktieägarvärde uppstår genom att företagsledningen med hjälp av rörelsen skapar ett kassaflöde som överstiger aktieägarnas avkastningskrav. Kommunikationen mellan företaget och aktieägarna är av största betydelse då till exempel en ovanligt stor kassa kan signalera att företaget har tänkt göra nya investeringar som kan leda till en värdeökning. Om så är fallet är det mycket viktigt att på något sätt tala om det för aktieägarna. De kan då tro att företagsledningen inte vet hur de skall förvalta kapitalet för att öka avkastningen vilket kommer att ha en negativ inverkan på aktiekursen (Gärtner & Olbert 1995, s.26-28).

En framgångsrik implementering av aktieägarvärdetänkande hos ledningen och hos resten av organisationen kräver att fokus läggs på följande principer (Rappaport 1998, s.164);

- Inte all tillväxt ökar aktieägarvärdet.
- Aktieägarvärde erhålls genom ett långsiktigt, riskjusterat kassaflöde och inte av kortsiktiga vinster.
- Värdeskapande projekt omgivna av värdeförstörande strategier är dåliga investeringar.

Många stora företag har omfattade optionsprogram som gör att ledningen får aktier till ett givet pris i framtiden. Det ligger då givetvis i ledningens intresse att de kan tjäna pengar på optionen genom att få upp aktiepriset över optionens pris (Brigham & Houston 2001, s.24). Det är även vanligt att ledningen äger en relativt stor del i företaget vilket innebär att de får likadana intressen som aktieägarna. Ju större andel ledningen har i företaget desto mer aktieägarorienterade kommer ledningen att bli. När ledningens lön kopplad till hur stor avkastning aktieägarna får kan det leda till ökad motivation för ledningen att jobba för aktieägarnas intressen. Det finns dock begränsningar i den här faktorn då det finns andra ekonomiska faktorer bakom en akties uppgång och nedgång som ligger utanför ledningens kontroll (Rappaport 1998, s.3-4).

3.4.4 Attityd till risk

Ledningen i ett företag står hela tiden inför olika beslut som påverkar företaget i olika riktningar. Oftast är de kortsiktiga besluten lättast efter som att de inte medför lika stor risk som de långsiktiga. Exempel på olika typer av beslut som ledningen måste fatta är beslut rörande överlevnad och vinsttillväxt. För att företaget skall överleva måste lönsamma investeringar göras så att likviditet flyter in i företaget, därför är det viktigt att studera kassaflödet från investeringen. Investeringarna måste även ge vinst så att vinsttillväxten i företaget stiger. Osäkerheten om framtiden är en stor risk som företagsledningen ständigt dras med. Generellt sägs det att globala och stora företag har mindre risk eftersom de har en större riskspridning (Brigham & Houston 2001, s.268, 477, 578-580).

Hotet om att företaget kan bli uppköpt kan göra att företagsledarna ser först till aktieägarna och sedan till sig själva. En låg aktiekurs innebär att företaget är mera känsligt för uppköp (Rappaport 1998, s.3-4) vilken kan leda till att ledningen blir avskedad och förlorar status och auktoritet (Brigham & Houston 2001, s.24).

3.5 Analytikerna

3.5.1 Attityd till tillväxt

I och med den nya informationsteknologin finns nästan all information tillgänglig på en gång för samtliga analytiker. Analytikerna har länge använt sig av P/e-talet och vinstprognoser (Gärtner & Olbert 1995, s.19) och spelade en central roll på aktiemarknaden gällande prissättningen (Olbert 1992, s.1-2).

Marknadens pris på aktier grundas på *förväntningar* om framtiden och *inte på kunskap* om framtiden. Högteknologiska företagsaktier har generellt sett höga P/e-tal eftersom marknaden anser att de har goda tillväxtmöjligheter. Det är i huvudsak tre faktorer som påverkar P/e-talet; tillväxtmöjligheterna, riskerna och redovisningsprinciperna. Av de tre faktorerna är det den förstnämnda som har störst påverkan på talet (Ross, Westerfield & Jaffe 2002, s.121-123).

Historiskt sett skall P/e-talet vara på runt 13 (Smithers & Wright 2000, s.264) och enligt Penman (2001) har det sedan 1945 legat på den nivån.

Gordons tillväxtmodell utgår från att det är utdelningen som är det relevanta avkastningsmåttet när en akties värde beräknas (Nilsson, Isaksson & Martikainen 2002, s.260-261). Modellen bör användas av mogna företag med en stabil tillväxt. Även om företagets tillväxt varierar är ofta utdelningstillväxten, i stabila företag, konstant. Utdelningstillväxten i den typen av företag bör ligga på 5-8 % per år, det vill säga på samma nivå som BNP plus inflationen (Brigham & Houston 2001, s.415). Modellen kan enbart användas av marknadsnoterade företag eftersom aktiens marknadspris är en förutsättning för att modellen skall fungera (Nilsson, Isaksson & Martikainen 2002, s.260-261).

Gordons tillväxtmodell har följande formel (Brigham & Houston 2001, s.410-411, 413):

$$P_0 = D_1 / k_s - g$$

P_0 = Marknadens pris för aktien idag

D_1 = Den förväntade utdelningen per aktie nästa år

k_s = Aktieägarnas avkastningskrav

g = Årlig tillväxttakt i utdelningarna

3.5.2 Mål i allmänhet

En analytikers jobb består i att förmedla information mellan företag och investerare (Olbert 1992, s.1). De är rådgivare till aktiemarknaden och utfärdar generell rekommendationer om vilka företag som aktieägarna skall investera i. Analytikernas slutmål är att kunna ge en rekommendation om att sälja, köpa eller att behålla aktien (Marton 1998, s.33, 176).

Aktiekursen kan påverkas på grund av branschtillhörighet. Vissa branscher kan bedömas vara intressantare än andra vilket tenderar att påverka aktiekursen för samtliga bolag i branschen. En analytiker skall ta hänsyn till makroekonomiska indikatorer (Nilsson, Isaksson & Martikainen 2002, s.18) och det borde vara så att risken för felaktig prissättning är mindre desto fler analytiker som följer och värderar aktierna (Olbert 1992, s.1-2).

3.5.3 Mottot

Analytikerna är experter som försöker optimera sina kunders avkastning. Det här leder till att analytikerna anpassar sina rekommendationer utifrån kundernas behov och vilja till riskspridning (Wärneryd 2001, s.287). Ett grundläggande fel i all rådgivning är att rådgivaren, i det här fallet analytikern, får betalt efter antal genomförda affärer och inte efter hur bra råd som lämnas (Pettersson & Leigard 2002, s.54).

3.5.4 Attityd till risk

Analytikernas risktänkande liknar aktieägarnas eftersom det är kunderna (aktieägarna) som bestämmer hur hög risken får vara. För att bedöma risken använder sig analytikerna av olika värderingsmodeller (Wärneryd 2001, s.287). Det finns inga värderingar som genererar ett exakt eller korrekt svar på vad företaget eller aktien är värd. Det är snarare en subjektiv uppskattning av värdet grundat på analys, erfarenhet och kunskap. En enskild värdering ger därför aldrig ett exakt värde (Nilsson, Isaksson & Martikainen 2002, s.27). Till exempel mäter Tobins q i vilken utsträckning som aktiemarknaden är fel värderad, genom att sätta aktiemarknadens värde i relation till företagets substansvärde. För att aktiemarknaden skall vara rätt värderad bör q vara lika med ett. När aktiepriserna är höga i förhållande till företagets värde blir q högt (Smithers & Wright 2000, s.9, 11, 134, 264). Om däremot enskilda företag skall värderas är kassaflödesmodeller vanliga att använda sig av. Skillnaden mellan utdelningar och kassaflöden är att kassaflöden visar på företagets potentiella utdelningsförmåga medan utdelningarna är de faktiska belopp som aktieägarna erhåller (Nilsson, Isaksson & Martikainen 2002, s.247).

3.6 Marknaden

För att förstå varför de tre grupperna betedde sig som de gjorde under IT-bubblan är det viktigt att se hur marknaden fungerar.

3.6.1 Effektiva marknadshypotesen

För att beskriva börskursens betydelse på ett företags värde, har marknaden effektivitet analyserats och kan delas upp i tre kategorier (Landelius & Treffner 1998, s.227):

- *Svag effektivitet* - Marknaden ger en bild av börskursens alla historiska kursrörelser.
- *Halvstark effektivitet* - Marknaden ger en bild av all information som publicerats om börskurserna.
- *Stark effektivitet* - Marknaden ger en bild av all information som någon överhuvudtaget kan tänkas ha om börskursen.

En effektiv marknad är bara möjlig om investerarna är villiga att ta risker och det är de om sannolikheten till att tjäna pengar kan matchas med risken (Smithers & Wright 2000, s.17-18). Empiriska studier har visat att den effektiva marknadshypotesen (EMH) på svag och halvstark nivå fungerar, men inte på stark nivå. Det här eftersom företagsledningen besitter information som inte marknaden har och kan därmed göra bättre affärer än genomsnittet. Marknaden är således halvstark (Brigham & Houston 2001, s.433). Marknaden anpassar sig till nyheterna innan analytikerna har gjort sina prognoser och analyser, med andra ord så har marknaden ett försprång gentemot sina aktörer. Generellt så är det inte nyheter som skapar kurser, utan det är kurser som skapar nyheter (Tvede 2002, s.19).

Aktieägarna agerar utifrån den information som är känd på marknaden och all information sätts i relation till deras egna kunskaper och erfarenheter av aktiemarknaden. Den information som kommer från analytikerna och företagsledningen blir således avgörande för hur aktieägarna kommer att agera (Wärneryd 2001, s.204). På en effektiv marknad är analytikerna överflödiga eftersom all information redan är invägd i aktiepriset. Då marknaden inte är effektiv har analytikerna en viktig funktion på marknaden som består av att förse aktieägarna med relevant ekonomisk information om företaget (Olbert 1992, s.2).

3.6.2 Aktiemarknadens psykologi

Många människor drömmer om att få göra det stora klippet och när de ser att en aktiekurs stiger snabbt, vill de genast hoppa på tåget för att inte missa det (Gyllenram 2001, s.86). Det innebär att marknaden är irrationell, vilket resulterar i att sinnesstämningen tenderar att följa priset. Om priset går upp finns en känsla av att det kommer att fortsätta stiga och går priset ner, tror marknaden att det kommer att fortsätta sjunka. Det här är något som är gemensamt både för professionella aktörer och för amatörer på marknaden. Skillnaden är att erfarenhet har lärt de professionella aktörerna att hålla huvudet kallt. Människans psykologi kan förklara varför folk beter sig som de gör men har inget svar på varför alla beter sig likadant samtidigt (Tvede 2002, s.26, 35-36).

När en ny marknad öppnas drar den automatiskt till sig stora investerare och nytt kapital. I början finns det möjligheter att göra mycket stora vinster och tjäna snabba pengar. Efter ett tag vänder det dock och kapitaltillförseln leder till ett överutbud och ökad konkurrens. Vinster förvandlas till förluster och företag köps upp, slås samman eller slås ut helt och hållet (Bengtsson 2001).

3.6.3 Marknaden under IT-eran

Fonderna var något som fick starkt genomslag på marknaden under IT-eran. Det blev under den här tiden allt vanligare att aktieägare köpte fondandelar istället för aktier. Syftet med en aktiefond var att den skulle välja det bolag som gjorde bäst ifrån sig vid varje tillfälle. I verkligheten rörde sig de stora aktiefonderna mycket försiktigt då de inte ville skapa ett köp- och säljtryck som hade negativ inverkan på de egna affärerna. Det är meningen att framgången hos en fond skall mätas efter hur lyckade placeringar som gjorts, inte efter hur många nya sparare som tillskjutit kapital. Det var ändå det sistnämnda som genererade tillväxt i intäkter för fonderna och därför blev det viktigare att investera i marknadsföring istället för i analyser (Fagerfjäll 2003, s.27-28, 53).

Det fanns under den här tiden en blind framtidstro på allt som hade något med Internet att göra. Det ledde till att företag, som kanske enbart hade en idé nedskriven på en pappersbit, finansierades av riskkapitalister. Riskkapitalisterna skyndade sig i sin tur att sälja aktierna till någon av de många köparna på marknaden. Företag som aldrig skulle ha kunnat marknadsföra sina aktier eller få riskkapital blev allt mer populära hos investerarna (Litan & Rivlin 2002, s.95-96). Den största tillväxten under IT-eran uppstod genom en ren byteshandel mellan företagen och dess aktier, vilket skapade stora fiktiva värden på marknaden. Därför ville många växa bara för växandets skull, med bristande fokus på kundnyttan som en följd (Ström & Tillberg 2003, s.23).

IT-bolagens P/e-tal kunde vara över 100 utan att det var ovanligt (Penman 2001). Även q var högt. 1998 var det högre än någon annan gång under 1900-talet och aktiemarknaden skulle behöva sjunka till mindre än hälften av sitt värde (Smithers & Wright 2000, s.9). För att modellen för diskonterat kassaflöde (DCF) skulle vara användbar på IT-bolag, som visar förlust och har hög tillväxt, skulle utgångspunkten för värderingen vara en bestämd tidpunkt i framtiden. Sedan gällde det att jobba sig tillbaka i tiden genom att använda vägd sannolikhet, så att hänsyn togs till den stora osäkerheten (Copeland, Koller & Murrin 2000, s.315, 317).

Bubblor tenderar att bli mer och mer kaotiska ju närmare maximum bubblan är. Börsbubblan 2000 är inget undantag då 40 % av de sista värderingsprocenten av bubblan tillkom de sista sex månaderna runt millennieskiftet. För att investerare skulle tappa besinningen krävs just något nytt som skapar orealistiska förväntningar. När marknaden väl slitit sig lös hjälpte det inte att dra åt räntebromsarna eftersom tiden mellan åtgärd och verkan var alltför lång. Alan Greenspan hade kunnat hejda förloppet men agerade inte förrän det var för sent (Fagerfjäll 2003, s.13, 27-28).

3.7 Sammanfattning

Aktieägarna, ledningen och analytikerna har ofta egna intressen att beakta när de beslutar om någonting. Några potentiella skillnader mellan de tre grupperna finns i *attityd till tillväxt, mål i allmänhet, motto* och *attityd till risk*. När det gäller värdering av företag under IT-eran användes värderingsmodeller som kassaflödesvärdering, Gordons tillväxtmodell, P/e-talet, Tobins q och relativa modeller. Marknaden var irrationell vilket resulterade i att marknaden följer priset. Om priset går upp finns en känsla av att det kommer att fortsätta stiga och går priset ner tror marknaden att det kommer att fortsätta sjunka.

Det här kapitlet visar en sammanställning av intervjuerna. Rutan som framställts i teorin används i empirin för att visa på resultatet vi fått från genomförda intervjuer.

4. Empiri

4.1 IT-bubblan

Bubblan lever i högsta grad var det första Gerhard Stenberg sa till oss. Svensson menade att en fråga som många har ställt sig var hur IT-bubblan kunde uppstå? Han anser att det var något speciellt som hände – tre drivkrafter kom samtidigt. De här drivkrafterna var orsaken till att bubblan uppstod:

- mobiltelefoni
- Internet
- millennieskiftet

Ingen vet riktigt vad som kom först – de tre drivkrafterna, kapitalet eller efterfrågan. Det som hände var att de tre krafterna tillsammans ledde till en enorm multiplikatoreffekt som i sin tur skapade en stor hävstångseffekt (Svensson).

Det är viktigt att teknologin skiljs från aktiemarknaden eftersom de lever sina egna liv (Ström). Samtliga respondenter var överens om att det var en äkta börsbubbla där IT-bolagen var övervärderade, många nya aktörer kom in på marknaden och många av investerarna drabbades av stora förluster. Malmqvist ansåg att den goda tillväxten hos IT-bolagen skulle värderas högt, men frågan som kvarstod var hur högt bolagen skulle värderas.

Ur industriell synvinkel var det ingen bubbla eftersom teknologin fortfarande finns kvar och används (Malmqvist). Nästan varje svensk har en mobiltelefon och Internet sprider sig fort. Sverige var ett av de länder som drabbades hårdast vid kraschen på grund av Ericssons starka ställning på Stockholmsbörsen (Svensson). Det är viktigt att tänka på att mobiltelefonerna och Internet är viktiga, men inte lika revolutionerande som elektriciteten, TV och bilen (Stenberg, 2003).

”IT-bubblan var en börsbubbla gödd av industrin och investerare i skön harmoni” (Ström).

4.2 Aktieägarna

4.2.1 Attityd till tillväxt

Aktieägarna prioriterade tillväxt i form av höga aktiekurser (Svensson) och när aktiekurserna steg trodde även de återhållsamma investerarna på stor tillväxt. Många nystartade företag inom IT och Telekom visade inga vinster. De var uppbyggda på det sätt att stora förluster visades vid uppstarten och marknaden räknade med att företagen skulle få en tillväxt på deras produkter och tjänster. Det blev naturligt för aktieägarna att titta på försäljningstillväxt och möjligheterna till att deras avkastning i företagen skulle växa (Haskel).

När företagen skulle genomföra emissioner kunde det i prospekten stå att företaget skulle satsa på tillväxt och produkt- och marknadsutveckling, det var dit som investerarnas pengar skulle gå. Därför var det ingen som ifrågasatte när bolagen började växa geografiskt eftersom tillväxt var utlovat i prospekten (Svensson).

4.2.2 Mål i allmänhet

Det var många småsparare som kom in på marknaden under IT-eran efter ryktet om att det gick att göra snabba pengar, hade spridit sig. De ville "bli miljonärer över en natt" och lockades därför av utsikterna om att kunna få 100 % i tillväxt (Stenberg). Det fanns dock relativt många aktieägare som var medvetna om den stora övervärderingen av företagen och kunde därmed göra stora vinster på sina aktieinnehav (Svensson).

De flesta IT-bolag hade vid den tiden starka grundare bland de stora aktieägarna vilka sökte "exits" (aktieförsäljning). Connecta och Tele1 Europe är exempel på när storägarna löstes ut i samband med eller strax efter börsintroduktionen (Ström).

4.2.3 Mottot

Småspararna styrde på börsen och det som gick bäst var det som lockade mest. Det krävdes en hög avkastning för att deras investering skulle löna sig. Om tillväxten exempelvis låg på 6 % så skulle det ta en livstid innan en småsparares 30 000 kr blivit "stora pengar". Småspararna ville bli lurade och därför så blev det en sådan stor fokusering på tillväxt. De var lyckliga i tron på uppgång och möjligheterna att förverkliga sina drömmar. Det var därför väldigt lätt för marknaden att lura småspararna eftersom de ville tjäna så mycket som möjligt (Stenberg).

4.2.4 Attityd till risk

Småspararna började köpa fonder eftersom de då trodde att de spred sina risker. Det som fondindustrin gjorde var att locka till sig spararna genom att lova en stor riskspridning och "ingen risk". Med ingen risk menades att det inte fanns någon risk att fonden skulle avvika från det index fonden följde, det här eftersom fonden hade samma procentuella fördelning som indexet. Indexeringen tyckte Stenberg var en samhällsfara, just eftersom index direkt avspeglade fonden. Det här innebar i sin tur att om index sjönk med 60 % gjorde även fonden det, vilket var något som fondkommissionärerna ofta "glömde" att berätta (Stenberg).

Aktieägarna ville köpa värdepapper oavsett riskerna med köpen och det här ledde till att bankerna och analytikerna inte ville säga stopp eftersom de fick mer pengar att investera i andra projekt. En effekt av det här var att analytikerna inte kunde gå ut och varna för övervärderingen eftersom det skulle leda till ett kaos på aktiemarknaden, vilket inte var gynnsamt för aktieägarna. Världsekonomin fastnade i en negativ spiral och det var omöjligt för hela branscher att dra sig ur, endast privatpersoner kunde stiga av. Därför är fondekonomin så farlig. Alla dras med i den negativa spiralen som inte kan stoppas (Stenberg).

4.3 Företagsledningen

4.3.1 Attityd till tillväxt

IT-bolagen i USA var kraftigt tillväxtorienterade och USA var under den här tiden dominerande med sina stora IT-bolag och sin starka ställning på börsen. Tillväxten under IT-bubblan skedde dels genom uppköp av andra bolag (Malmqvist) och dels genom geografisk expansion (Svensson).

Det grundläggande motivet, som företagen hade med tillväxt genom förvärv, var att få upp värdet på företaget. Förvärv gjorde att den egna aktien steg, och i grund och botten handlade allt om att växa och bli så stora som möjligt (Haskel). Ledningen ville få bolaget klassat som ett tillväxtbolag var bra men det var ännu bättre att få det klassat som ett IT-tillväxtbolag eftersom börskursen då per automatik blev hög (Malmqvist). Det fanns företag som var stabila och välskötta som efter en tid in i IT-eran kände att de också ville klassas som ett IT-bolag. Företag som Modul1, Mandator, Resco och Softronic hoppade på Internetspåret fullt ut i det senare skedet av eran. Idag dras de fortfarande med låga börskurser (Ström).

Det fanns en tydlig fokus på tillväxt och i efterhand tycker Svensson att hela branschen skulle ha vuxit långsammare och inte tittat så mycket på tillväxt som de gjorde. Många dåliga affärer gjordes därför att det fanns mer volym i affären än vad det fanns marginaler. Det här var något som genomsyrade hela organisationer eftersom säljaren skulle sälja så mycket som möjligt, inte tjäna så mycket som möjligt. Företagen skulle ha avstått vissa affärer och inte bara tänkt på att sälja saker utan att tjäna mer pengar på affärerna (Svensson).

4.3.2 Mål i allmänhet

För många svenska företag som satsade på storleksmässig tillväxt, inte på hög aktiekurs, var överlevnad det primära motivet. Det här för att många företag inom IT-sektorn växte och blev mer globala vilket ledde till att de mindre företagen tvingades att bli större. Tajningen var väldigt viktig om företagen skulle överleva i branschen. Det var en vanlig miss och många företag gick i konkurs på grund av att de var för tidiga eller för sena med lanseringen av sin produkt, exempel Boo.com. Vilka lade ner stora summor på marknadsföringen innan siten var färdig. När de sedan fick igång siten var de för tidigt ute – marknaden var inte redo för att handla via Internet ännu, vilket ledde till att Boo.com gick i konkurs (Svensson).

Utöver överlevnad är självförverkligande en drivkraft hos entreprenören. Entreprenörerna är mycket viktiga för tillväxten i såväl företaget som för hela ekonomin. Ofta är entreprenörerna ”galna” personer med en bra idé och kan inte se några spärar. De ljuger inte när de lovar saker utan de tror själva på det de säger och är helt övertygade att det de säger kommer att inträffa (Svensson). Om alla företagsledare skall dras över en kam så hade företagsledarna en stor roll i att bubblan blåstes upp, de speglade upp en ohämmad optimism om branschens möjligheter (Haskel).

Under IT-eran gjordes många emissioner som ledde till en utspädning av aktiekapitalet. Emissionerna blev inte ifrågasatta när företagen fortfarande gick bra utan det var först när det stannade av och när pengarna slutade komma in som allting kom i kapp, det inte gick längre att dölja problemen med fortsatt tillväxt. Det var svårt för ledning och styrelse att få stopp på den expansion som rådde under framgångsvågen eftersom det tar för lång tid att ställa om fokus på hela verksamheten (Svensson).

4.3.3 Mottot

Företagsledarna agerade i aktieägarnas intresse (Svensson) eftersom ledningen nästan alltid ägde aktier i bolagen (Malmqvist). Ett annat egenintresse som företagsledningen hade var att bonusvillkoren ofta var satta med tillväxt i fokus (topline, inte vinsttillväxt) (Ström). Även optionsprogrammen spelade en viktig roll då många företagsledare själva hade optioner ville de att optionerna skulle vara värda så mycket som möjligt (Malmqvist).

När personal fick optioner som var beroende av aktiekursens utveckling skapade det ytterligare ett incitament för att aktiekursen skulle gå uppåt. Mer eller mindre omedvetet låg det i allas intresse att aktiekursen fortsatte uppåt så att optionerna blev mer värda (Haskel). Många företag handlade med sina optionsprogram (Malmqvist).

Företagsledarna under IT-bubblan ingick i något som kallades för skrytalliansen. Media, investerarna, företagsledarna, analytikerna, revisorer, ekonomichefer, politiker, nationalekonomer och ekonomiprofessorer var de grupper som ingick i alliansen. Det verkade finnas en outtalad överenskommelse mellan grupperna om att lura varandra eftersom alla ville tro på evighetslyckan och spred därför en ohämmad optimism. Alla låtsades och ville tro på uppgången (Stenberg).

4.3.4 Attityd till risk

Storleken på bolaget spelade stor roll när en dålig affär gjordes, en förlust som kunde ha lett till konkurs innan expansionen kanske sågs som ringa när företaget var tio gånger större. Riskerna i företagen blev således mindre i takt med att de blev större (Svensson).

Teoribildningen kring den nya ekonomin spelade stor roll för synen på nya bolag. Jag tänker närmast på tidningen Wired, som myntade ett antal ekonomiska teser som snabbt vann fotfäste och spädde på mytbyggningen. Effnet är ett praktexempel med sin magiska algoritm som skulle effektivisera så kallad "routning" av datatrafik på Internet. Det fanns egentligen ingen produkt bara en idé, som var så uppenbart genial. Ingen funderade över kostnaderna för kommersialisering, standardisering, försäljning, eftermarknad etcetera. Det handlade bara om när någon större drake skulle hitta Luleå och bjuda 10 miljarder kontant (Ström).

När IT-eran satte fart (1996) blev företaget som Svensson arbetar på kontaktade av en investment bank som föreslog att de skulle göra en emission för att få in kapital. Skälen var två:

1. Företagets kunder växte och blev alltmer globala.
2. Volymen på intäkterna täckte inte den FoU som krävdes för att vara konkurrenskraftiga

Slutsatsen var att geografisk och volymexpansion krävdes, därför genomfördes emissioner för att få in mer kapital. Företaget förvärvade bolag i utlandet och personalstyrkan i bolaget växte. I vissa fall gällde det att köpa upp eller att själva bli uppköpta (Svensson).

4.4 Analytiker

4.4.1 Attityd till tillväxt

Analytikerna påverkades av att se till tillväxt då aktiespararna, analytikernas kunder, ville få så hög avkastning som möjligt (Svensson). De traditionella värderingsmodellerna användes under IT-eran, dock med lite andra typer av antaganden, det vill säga, variablerna förändrades. Det var förväntningarna det var fel på och inte värderingsmodellerna. Generellt fanns en övertro på tillväxt och bolagets möjligheter att växa snabbt på kort tid, samtidigt som lönsamheten skulle behållas eller så skulle en högre lönsamhet uppnås (Karlsson). Under februari och mars 2000 var IT-bolagen värderade 5-6 gånger högre än andra bolag på börsen. ”Om alla IT-bolag var galet värderade gällde det att köpa det som var minst galet värderat” (Malmqvist). Det var inte bara det traditionella P/e-talet som användes utan även P/e-talet dividerat med tillväxten började bli vanligt (Malmqvist). Det var inte bra att bara värdera bolag utifrån tillväxt utan det var även viktigt att titta på ett antal andra faktorer som påverkade företagets framtid. Exempelvis försökte riskkapitalistbolagen, förutom att utvärdera affärsidén, även bedöma vilka försäljningstal som skulle uppnås i framtiden (Haskel).

Stenberg gjorde våren 2000 en undersökning på de svenska IT-konsultbolagen och konstaterade följande;

Konsultbolagen hade 25 000 – 30 000 anställda. Marknaden hade stora förväntningar om att tillväxten inom branschen skulle peka spikrakt uppåt. Olika analytikergrupper hade förväntningar om en 40 procentig konstant tillväxt. Stenberg kom fram till följande slutsats:

Om bolagen tio år framåt i tiden skulle få ett ”normalt” P/e-tal (historiks genomsnitt 13,5) så skulle det krävas 250 000 anställda, det vill säga konsultbolagen skulle behöva bli lika stora som verkstadsindustrin i Sverige. Kunderna skulle behöva tiodubbla sina inköp. Stenberg framhäver att värderingarna, som gjordes utifrån tillväxtantagandena under den här tiden, var fullständigt förkastliga. Det här på grund av det fanns vissa expansionsbegränsningar, till exempel att det var en omöjlighet att utbilda 250 000 IT-konsulter i Sverige (Stenberg, 2003).

Gordons modell användes mest under IT-eran och det var med den modellen som det var lättast att lura folk. I värderingen av IT-branschen var avkastningskraven på bolagen låga och tillväxtförväntningar väldigt höga, därför var Gordons modell lämplig för att kunna motivera de höga värderingarna. Gordons ekvation är en evighetsekvation som inte är användbar när nämnaren börjar närma sig noll. Priset blev då otroligt högt vilket motiverade aktiekurserna under IT-eran, se exempel på nästa sida (Stenberg).

Exempel på resultatet när nämnaren närmar sig 0;

$$P = D_1/r-g$$

Antagande

$$D_1 = 6 \% (1,06)$$

$$r = 8 \% (0,08)$$

$$g = 6 \% (0,06)$$

$P = 1,06/0,08-0,06$ Priset på aktien blir då 53 kronor per aktie.

Om nu g stiger till 7 %

$P = 1,06/0,08-0,07$ Stiger tillväxten till 7 %, stiger priset till 106 kronor per aktie.

Om nu g stiger till 7,9 %

$P = 1,06/0,08-0,079$ Om tillväxten stiger ytterligare (till 7,9 %) kommer priset att stiga till 1060 kronor per aktie.

4.4.2 Mål i allmänhet

Investerarna, analytikernas kunder, styrde marknaden och således även analytikernas agerande. För att kunna ge så bra rekommendationer som möjligt hade analytikerna ett stort intresse för företagen och kontakterna med företagen var mycket täta (Svensson).

Ett problem som Stenberg målar upp är att en analytiker brukar bedöma ett visst antal företag. Några företag på marknaden kan vara överlägsna andra och ha en uppgång på 100 %. När alla företagen bedöms ha goda utsikter och bli värderade till en uppgång på 100 % är någonting fel. Det var precis vad som hände under den här eran. Alla analytiker som evaluerade IT-bolag värderade upp de bolagen de undersökte till orimliga nivåer. Analytikerna var för optimistiska och deras värderingar var mycket övervärderade, rentav vansinniga. Stenberg menar att makroekonomiska analyser, som var en bristvara under den här tiden, hade kunnat avslöja allting. Även kunskapen om värderingsmodellerna som användes var för liten. De som jobbade med fonderna hade inte tid att fördjupa sig i olika modeller utan förlitade sig på de analyser som de fick från den centrala analysavdelningen (Stenberg).

4.4.3 Mottot

Analytikerna hade ett eget intresse eftersom deras inkomst och bonussystem var beroende av att aktierna och börsen gick bra (Haskel) men även för att de var representanter för en mäklare fanns det ett vinstintresse (Svensson). IT-bolagen och analytikerna delade samma intresse, nämligen snabba kapitalvinster (Ström). Samtliga respondenter förutom Stenberg ansåg att analytikerna, trots egenintresset, agerade i aktieägarnas intressen eftersom de ville behålla sina kunder och ge dem en sådan stor chans som möjligt till en hög avkastning. Stenberg menar dock att analytikerna borde ha förstått att något var galet, därför agerade de inte i aktieägarnas intressen.

4.4.4 Attityd till risk

Aktiemarknaden är styrd av värderingsmodeller och skall vara det (Stenberg). Under IT-eran var USA en ledstjärna för värderingen av IT-bolagen i världen. Värderades amerikanska företag enligt relativa värderingar värderades de svenska också enligt relativa värderingar (Svensson). Kassaflödesmodeller och relativvärdering var de vanligaste metoderna för att bestämma företagens värde, modellerna har traditionellt sett alltid använts (Karlsson).

P/S-talet (börsvärdet [priset]/försäljningen) var ett annat mått som blev allt vanligare under IT-eran, eftersom många bolag i Sverige inte visade någon vinst (Malmqvist). Andra enkla nyckeltal som bruttovinst/anställd började användas och blev vanliga under den här tiden (Ström). De relativa modellerna var starkt ifrågasatta av traditionella placerare och värderingarna kritiserades, men det var inget som fick genomslag (Haskel). Det var inte rimligt att värdera företagen utifrån ”nya” mått eftersom det inte gick att säga vad ett företag de facto var värt. Det gick endast att ge en relativ bild i förhållande till något annat. I vissa fall kunde det vara svårt att värdera den nya teknologin som kom under IT-eran, men generellt sett var det inget problem (Ström).

Tobins Q är den enda rätta modellen enligt Stenberg. Beviset för q är (Stenberg):

Marknadens P/e
Benchmark P/e

Marknadens P/e = det nuvarande värdet enligt S & P 500-index. Det här talet är justerat till uppskattad normalvinst och varierar således beroende på hög- och lågkonjunkturer.
Benchmark P/e = det genomsnittliga historiska P/e – talet vilket idag ligger på 13,5.

4.5 Jämförelse - aktieägarna, företagsledningen och analytikerna

I rutan på nästa visas en jämförelse mellan aktieägarna, företagsledningen och analytikerna, vilken är konstruerad med utgångspunkt från rutan som visades i avsnitt 3.2.

	Aktieägarna	Företagsledningen	Analytikerna
<i>Attityd till tillväxt</i>	Ville att avkastningen skulle växa så mycket som möjligt.	USA var förebild och där var tillväxtfokusen stor. Ville växa så mycket som möjligt (storleksmässigt och geografiskt).	Otroligt höga tillväxtförväntningar gav orimliga rekommendationer.
<i>Mål i allmänhet</i>	Så höga aktiekurser som möjligt.	Överlevnad.	Strävan efter ”bra” rekommendationer ledde till att makroperspektivet försvann.
<i>Mottot</i>	Tjäna så mycket som möjligt och så fort som möjligt.	Strävade efter en sådan stor avkastning som möjligt då ledningen nästan alltid ägde aktier i bolaget.	Egenintresse av höga aktiekurser.
<i>Attityd till risk</i>	Ville se hög tillväxt till varje pris. Småspararna var inte riskmedvetna.	Risken minskar i takt med att företaget växer.	Ändrade värderingsmodellerna så att de skulle passa ”de nya” företagen.

4.6 Marknaden

4.6.1 Effektiva marknadshypotesen

Allt bygger på marknads förväntningar om framtida vinster och tillväxten på dem och under IT-bubblan förväntade marknaden att vinstkronan skulle växa snabbare än allt annat (Malmqvist).

Det är nog så att analytikerna inte vet mer än marknaden, eftersom det är olagligt. Det fanns vissa undantag som också kritiserades nämligen Investmentbankers egna analytiker som har ett egenintresse i att bra analyser lämnades (Svensson). Det finns dock ett ömsesidigt beroendeförhållande mellan analytiker och företagsledare men inget direkt samarbete. En jämförelse kan göras mellan journalister och politiker (Ström).

Den typ av rekommendationer, som var direkt felaktiga, drevs av andra intressen än aktieägarnas. Det fanns de analytiker som gick emot strömmen och inte höll med om värderingen av IT-bolagen (Karlsson). Peter Malmqvist var en av dem som varnade, årsskiftet 1999 – 2000, för den höga värderingen på IT-bolagen. Han fick inte mycket gehör eftersom kurserna fortsatte att stiga. Exempel Ericsson kostade 370 kronor per aktie, redan det var högt värderat och innebar ett P/e-tal på 2-3 gånger högre än börsen i genomsnitt. Innan raset var Ericsson värderad till knappt 1000 kronor per aktie. Det här ledde till att varningssignalerna slog fel eftersom kurserna fortsatte att stiga (Malmqvist).

Mäklarfirmorna var inte glada på de analytiker som gick emot strömmen då de ville göra affärer och en analytiker som skickade ut varningssignaler och negativa rekommendationer försämrade affärerna. Det fanns ett starkt inslag av gruppsyk hos analytikerna och det var svårt att stå utanför (Haskel). Det här var något som Stenberg upplevde, som bankanställd kunde han inte visa sin misstro öppet utan var tvungen att övertala bankens analysavdelning.

Stenberg såg många varningssignaler¹⁰ från olika håll vilket ledde till att han inte längre kunde rekommendera sina kunder till köp av IT-fonder och därför sade han sa upp sig. Efter uppsägningen kunde Stenberg börja skriva artiklar och visa sina åsikter, men det var inte uppskattat av banken eftersom stämmningsrisken från kunderna var mycket hög om det visade sig att han hade rätt.

4.6.2 Aktiemarknadens psykologi

Den aktie som steg mest lockade till sig flest investerare. Investerarna vill vara med på tåget som gick snabbast och tjäna pengar på aktier, då grannen eller släktingen hade gjort det. Människans psykologi fungerar på följande sätt, ju mer en aktie går upp desto mer vill de investera i den. Istället för att köpa lågt och sälja högt, som ger störst avkastning, tenderar marknaden att köpa högt och sälja lågt (Stenberg). Orsaken till att så många lurades och trodde på en affärsidé som knappt existerade var att det bildades en flockmentalitet eller en så kallad "masspsykos" (Haskel).

4.6.3 Marknaden under IT-eran

För fondindustrin var det viktigt att kurserna steg så att de så kunde locka till sig nya investerare. Det här ledde till att få människor ägde aktier direkt, såsom de gjorde förut (Stenberg). Fondindustrin hade goda år med tanke på alla nya företag som børsintroducerades (Ström). Fonderna bara köper värdepapper, de säljer nästan aldrig. De erbjuder riskspridning men har även negativa sidor såsom kollektiva beslut, girighet och rädsla. Prissättningen på aktiemarknaden var en kamp mellan rädsla och girighet. Det var skillnad på fondbolagens rädsla och girighet och aktiespararens. Fondbolagen var inte rädda för att förlora pengarna i fonden eftersom det inte var deras egna utan de var rädda för att inte vara fullinvesterade när kurserna började stiga. Deras girighet låg i att de hela tiden ville tjäna så mycket pengar som möjligt. Aktiespararna var rädda för att förlora sina pengar och deras girighet låg i att de ville tjäna så mycket pengar som möjligt. Kruket var att de strävade åt samma håll vilket trissade upp aktiepriserna (Stenberg).

I början fanns det gott om riskkapitalister som välvilligt lånade ut kapital, men till slut kom verkligheten ikapp (Malmqvist). Framförallt kunde de större bolagen inte leverera de vinster som det funnits förhoppningar om. Även försäljningssiffrorna var mörka och inte alls i fas med förhoppningarna. I efterhand kom det en insikt om att det inte längre var hållbart och branschen hamnade i en negativ spiral (Haskel).

P/e-talen var mycket höga under IT-eran och även börsen var högt värderad. Om q skulle vara lika med ett skulle börsen behöva sjunka med 60 % (Stenberg). Enligt Ström är dock kassaflödesmodellen, DCF, den enda värderingsmodell som kan ge ett tillfredställande svar på vad företaget är värt. Resultatet blir dock fel när oriktiga variabler används.

¹⁰ Se bilaga 2, "The foreplay"

Under IT-eran var det inga problem med att motivera de höga kurserna eftersom den förväntade avkastningen på 30-50 % tillsammans med en rörelsemarginal på 15% och en riskpremie som var mycket liten, ibland även negativ, fick kurserna att skjuta i höjden. Det spelar inte någon roll om företaget heter Volvo eller Netrevlation, kurserna skulle ändå vara lika höga med de siffrorna i modellen.

Det bedrevs enligt Stenberg en alldeles för lätt penningpolitik i USA, vilket gjorde att bubblan blåstes upp. I USA hade värderingen av IT-bolagen varit hög sedan 1996. Alan Greenspan, centralbankschefen i USA började varna aktiespararna för att kurserna var för höga redan 1996, men efter ett, två och sedan tre år med stigande kurser fick Greenspan inget gehör. Det samma gällde för de analytiker som försökte varna sina kunder, de fick kunderna emot sig och många förlorade därför sina jobb (Malmqvist). Kännetecknen från tidigare bubbler ignoreras (Ström). Amerikanska centralbanken höjde räntan under våren 1997 men på grund av Asienkrisen som kom samma år fick räntan sänkas. När ryska skuldskrisen kom 1998 blev det ytterligare sänkningar på räntan. 1999 lät USA räntan ligga lågt utan smärre justeringar och åtstramningen som enligt Stenberg borde ha skett kom inte (Stenberg).

Det är svårt att peka ut en enskild grupp som var orsaken till att bubblan sprack. Det var ett läge där det var svårt att säga vad som hände, det var olika i olika företag. Alla hade samma intresse, nämligen stigande aktiekurser och därför var det varken företagsledningen eller analytikerna som var orsaken till att bubblan uppkom eller sprack (Svensson). Det ligger i analytikernas och företagsledningens intresse att få igång en positiv spiral som leder till en uppgång (Haskel). Stenberg lägger stor skuld hos företagsledarna och analytikerna för att bubblan uppstod eftersom de tillät den höga värderingen per vinstkrona i bolagen.

4.7 Sammanfattning

I början av IT-eran fanns det gott om riskkapitalister som välvilligt lånade ut kapital, vilket ledde till goda tillväxtmöjligheter för företagen, men till slut kom verkligheten ikapp. Aktieägarna var ute efter att maximera sin vinst genom kursuppgångar och tjäna så mycket pengar som möjligt medan ledningen ville att deras bolag skulle expandera och tillväxt var ledordet. Såväl aktieägarna, ledningen och analytikerna strävade åt samma håll – börskursen skulle stiga. Värderingarna analytikerna gjorde var för optimistiska då de hade för höga tillväxtförväntningar på IT-bolagen. Det ledde till någon sorts psykologisk växelspel, när börskurserna steg, hoppade fler och fler småsparare på tåget och ville ta del av vinstmöjligheterna i tillväxtbolagen.

I det här kapitlet görs en jämförelse mellan teorin och empirin, där vi försöker urskönja skillnader och likheter genom att väva samman de två avsnitten.

5. Analys

5.1 IT-bubblan

IT-bubblan bestod som de flesta bubblor av en fundamental, finansiell och psykologisk del. Den fundamentala delen bestod av mobiltelefonin och Internet, den finansiella av riskkapitalisterna och den psykologiska av de nya relativa värderingsmodellerna. Kännetecknen från tidigare bubblor fanns där men det verkar som om de tre drivkrafterna (mobiltelefoni, Internet och millennieskiftet) var för stora. Det här gjorde det svårt att undvika bubblans uppkomst.

Teknologin som kom under IT-eran finns kvar idag och följde samma mönster som tidigare teknologiska nyheter. Det innebär att mobiltelefonin och Internet har påverkat såväl ekonomin som samhället. Påverkan på ekonomin har skett genom lägre kostnader för informationsanskaffning och kommunikation och samhällets påverkan märks i form av ökad tillgänglighet och tidsbesparingar.

5.2 Aktieägarna

5.2.1 Attityd till tillväxt

	Teori	Empiri
	Växa när gynnsamma investeringsmöjligheter dyker upp.	Ville att avkastningen skulle växa så mycket som möjligt.

Aktieägarna ville att avkastningen skulle växa så mycket som möjligt och inte bara när gynnsamma investeringsmöjligheter dök upp. De var gärna med på de emissioner som gjordes, trots att det i prospekten stod att pengarna skulle användas till storleksmässig tillväxt.

Det spelade ingen roll för aktieägarna hur företagen växte, det viktigaste var att deras avkastning växte så mycket som möjligt. De höga förväntningarna inom IT-sektorn gjorde att kurserna fortsatte stiga. Trots att kurserna fortsatte uppåt fanns det många företag som inte visade någon vinst, men förväntningarna på den fortsatta tillväxten var höga även i de företagen.

5.2.2 Mål i allmänhet

	Teori	Empiri
	“Shareholder wealth maximisation”.	Så höga aktiekurser som möjligt.

Det var många småsparare som kom in på marknaden lockade av den höga tillväxten som kunde göra dem till ”miljonärer” över en natt, deras primära mål blev således höga aktiekurser. Således använde de sig inte utav styrelsen för att pressa ledningen till en högre utdelning utan intresset låg bara i stigande kurser. De aktieägare som var medvetna om den stora övervärderingen, sålde i tid och tjänade stora pengar under IT-bubblan.

5.2.3 Mottot

	Teori	Empiri
	Lönsamhet går före allt.	Tjäna så mycket som möjligt.

Det var inte många av de nya aktörerna som var insatta i företagen de ägde aktier eller fondandelar i, utan allt som var av intresse var priset och tillväxten på aktierna. De flesta satsade sina pengar (i vissa fall livs besparingar) på de aktier som stigit mest utan att ens reflektera över till exempel framtida kassaflöden eller EPS. Det här ledde till att aktiespararna frångick lönsamheten och utdelningstänkandet för att istället se till stigande aktiekurser för att maximera sin avkastning på kapitalet. Aktiens värde satt inte längre i framtida utdelningar utan enbart i priset.

5.2.4 Attityd till risk

	Teori	Empiri
	Aktieägare har ett portföljtänkande. Det är endast en systematisk risk som spelar roll. Risk är relaterad till avkastning.	Ville se hög tillväxt till varje pris. Småspararna var inte riskmedvetna.

Många sparare lockades av fonderna då de trodde att det inte innebar samma risk som att äga aktier. Framtida vinster hade mindre betydelse eftersom fonderna skötte riskspridningen. Många småsparare var intresserade av att tjäna pengar snabbt och hade bara hört talas om IT-fonder, de var inte speciellt införstådda i hur fonderna och olika index var uppbyggda.

När avkastningen förväntas bli hög accepteras en högre risk. Det som hände under IT-eran var att tillväxtförväntningarna var så höga att riskerna med att investera i aktier glömdes bort. En orsak till det kan vara att de nya investerarna inte insåg vad det innebar att förlora stort. Skillnaden mellan en erfaren aktiesparare och en nybörjare är att den erfarna lättare vet när det är dags att sälja. Aktieägarna upptäckte inte riskerna med sitt innehav förrän det var för sent.

5.3 Företagsledningen

5.3.1 Attityd till tillväxt

	Teori	Empiri
	Vill växa hela tiden.	USA var förebild och där var tillväxtfokus stor. Ville växa så mycket som möjligt (storleksmässigt och geografiskt).

IT-bolagen i Sverige gjorde som IT-bolagen i USA gjorde och där var tillväxtfokuseringen mycket stor. I hela världen skedde en enorm globalisering som påverkade tillväxttänkandet i det "lilla" företaget. Företag såg en möjlighet att expandera ytterligare genom att ta sig in på nya marknader i andra länder. Börsen värderade upp bolag som klassificerades som tillväxtbolag och då framförallt IT-bolag. Det här var också en bidragande orsak till den storleksmässiga tillväxten. När bolag blir större får de bättre kreditmöjligheter. Bra krediter var dock ingen avgörande faktor för tillväxten eftersom det fanns gott om investeringsvilliga riskkapitalister.

Många dåliga affärer gjordes eftersom volym prioriterades istället för marginal. Med så små marginaler spelade storleken på företagen inte någon roll. Det här var något som genomsyrade hela organisationer eftersom säljaren längre ner i pyramiden skulle sälja så mycket som möjligt, inte tjäna så mycket som möjligt.

5.3.2 Mål i allmänhet

	Teori	Empiri
	"Managerial welfare maximisation".	Överlevnad.

Ledningen drevs av överlevnad och gjorde allt i sin makt för att få vara ett företag som var kvar på marknaden. Den stora fokuseringen på storleksmässig tillväxt var ett medel för företagets fortsatta överlevnad. Företagen ville vara självständiga men blev allt för påverkade av andra företag i form av konkurrenter och kunder som snabbt expanderade till storlek och geografi. Det här gjorde att "alla" IT-bolag blev tvungna att göra samma sak för att ha en chans på marknaden. Företagen fick nytt kapital, bland annat genom den stora mängd emissioner som gjordes, vilket ledde till ökad välgång för företagen.

Många av IT-bolagen bestod av entreprenörer som utöver överlevnad hade självförverkligande som en drivkraft. Många av de starka ledarna trodde verkligen att företagen skulle gå med vinst och var inte ute efter att lura investerarna.

5.3.3 Mottot

	Teori	Empiri
	Aktieägarnas tillfredsställelse räcker.	Strävade efter en sådan stor avkastning som möjligt då ledningen nästan alltid ägde aktier i bolaget.

Det finns olika sätt för aktieägarna att försöka kontrollera företagsledningen, de kan exempelvis använda sig av optioner. Det här eftersom ägarna till optionerna ville tjäna så mycket som möjligt på dem och därför ville de att aktiekursen skulle vara så hög som möjligt. Det verktyg som aktieägarna kunde ha använt för att kontrollera ledningen drev istället upp börskurserna.

Ledningen var en del i skrytalliansen och låtsades och trodde på uppgången. Företagsledarna pratade om vinster som skulle uppnås i framtiden men som i många fall var omöjliga för företagen att uppnå. I slutändan ville alla medlemmar i skrytalliansen samma sak - tjäna så mycket som möjligt på höga aktiekurser. Då företagsledningen nästan alltid ägde aktier i det egna bolaget delade de många intressen med aktieägarna. Det som ledningen inte tänkte på var att tillfälliga eller kortsiktiga vinster inte leder till ett ökat aktieägarvärde. All tillväxt är således inte lönsam för aktieägarna.

5.3.4 Attityd till risk

	Teori	Empiri
	Ledningen står inför en osäkerhet. Företaget riskerar att bli insolvent eller uppköpt.	Risken minskar i takt med att företaget växer.

Attityden till tillväxt hos ledningen var mycket positiv eftersom många företag kom till en punkt där det gällde att bli uppköpt eller köpa upp. När ett företag blir uppköpt är det vanligt att företagsledningen i det uppköpta bolaget får gå så här hade ledningen ett egenintresse av att expandera. En stor förlust är inte heller lika kännbar när företaget är större så därför var företagen villiga att ta risker när de skulle expandera och växa. Risktagande hörde till företagsledarnas vardag men under IT-bubblan förbisågs ofta riskerna med företagsförvärv.

5.4 Analytikerna

5.4.1 Attityd till tillväxt

	Teori	Empiri
	Marknadens förväntningar styr synen på tillväxt.	Otroligt höga tillväxtförväntningar gav orimliga rekommendationer.

Marknaden styr analytikernas syn på tillväxt och under IT-eran var förväntningarna på tillväxt allt för höga. Det medförde att en förändring av värderingsmetoderna var nödvändiga. Aktiepriset avspeglar marknadens förväntningar på framtiden. Det var viktigt för analytikerna att använda sig av bra värderingsmetoder när de skall värdera ett företag. Bolag inom IT-sektorn hade generellt högre P/e-tal än marknaden i genomsnitt, beroende av goda tillväxtmöjligheter.

Gordons tillväxtmodell, som användes mycket under IT-eran, bör inte användas av företag som inte har en stabil tillväxt. Modellen skall definitivt inte användas när nämnaren närmar sig noll eftersom den då inte längre fyller någon funktion. Det här eftersom priset på aktien blir väldigt högt när nämnaren närmar sig noll. Om avkastningskravet är konstant ökar priset med flera hundra procent ju mer tillväxtantagandet stiger (se exempel i avsnitt 4.6.1). Trots det här användes modellen under IT-eran eftersom det då var lätt att motivera de höga aktiekurserna och lura investerarna.

5.4.2 Mål i allmänhet

	Teori	Empiri
	Förmedling av information mellan företaget och investerare.	Strävan efter ”bra” rekommendationer ledde till att makroperspektivet försvann.

En analytikers jobb är att förmedla information mellan investerarna och företaget. Analytikern fungerar som aktiemarknadens rådgivare och lämnar rekommendationer till kunderna om att köpa, sälja eller behålla aktierna. Det som glömdes bort var de makroekonomiska faktorerna vilka kunde ha visat helheten av marknaden under IT-eran. Avsaknaden av makroanalytiker gjorde att övervärderingarna blev svårare att upptäcka.

5.4.3 Mottot

	Teori	Empiri
	Optimering av sina kunders avkastning.	Egenintresse av höga aktiekurser.

Analytikerna hade ett egenintresse av de höga aktiekurserna, dels beroende på bonussystemen de hade och dels för att de jobbade för ett företag med eget vinstintresse. Antalet försäljningar var viktigare än bra rekommendationer. Trots analytikernas egenintresse av de höga aktiekurserna agerade de i aktieägarnas intressen då de ville maximera sina kunders avkastning.

5.4.4 Attityd till risk

	Teori	Empiri
	Bedömer risken utifrån olika traditionella värderingsmodeller	Ändrade värderingsmodellerna så att de skulle passa "de nya" företagen.

Analytikerna frångick de traditionella värderingsmodellerna för att istället använda sig av nya relativa modeller vilka var anpassade till de nya förutsättningarna som fanns på marknaden. Det här ledde till att synen på riskerna förändrades. Många av IT-bolagen visade stora förluster trots att försäljningen gick bra vilket ledde till att analytikerna inte längre kunde titta på företagets vinst. Istället började de använda sig av relativa modeller där bland annat försäljningen och tillväxten sattes i relation till andra tal, exempelvis, pris/försäljning och P/e/tillväxten. De relativa modellerna kritiserades av traditionella placerare men de fick inget gehör. Vanliga traditionella metoder som användes under IT-eran var, DCF, P/e-talet och Tobins q.

5.5 Marknaden

5.5.1 Effektiva marknadshypotesen

Om marknaden hade varit effektiv hade analytikerna varit överflödiga, men som det såg ut behövdes analytikerna för att förse marknaden med information. De varningssignaler som kom från analytikerna ignorerades eftersom kurserna fortsatte stiga och stiga. Mäklarfirmorna reagerade negativt på varningarna eftersom de försvårade deras affärer. Formellt sett fanns inget samarbete mellan analytikerna och företagsledarna men ett ömsesidigt beroende fanns.

5.5.2 Aktiemarknadens psykologi

På en ny marknad är det möjligt att göra stora vinster men när den stabiliseras kommer förlusterna. Marknaden är irrationell och investerarna placerar sina pengar i de fonder och aktier som går bäst. Det här eftersom de vill tjäna minst lika mycket som grannen gjorde. Människans psykologi gör att det bildas en flockmentalitet.

5.5.3 Marknaden under IT-eran

Det kontinuerliga tillskottet av nya sparare bidrog till att fonderna hela tiden fick in nytt kapital och kunde därmed köpa mer värdepapper. Nackdelen var att de nästan bara köpte värdepapper och inte sålde, vilket bidrog till att investerarna fick dras med "dåliga" papper i fonden.

Många villiga riskkapitalister bidrog till att blåsa upp bubblan. Företag som knappt hade en affärsidé blev allt populärare bland investerarna, men många företag misslyckades med de utlovade vinsterna.

DCF är en bra modell för att bestämma företagets värde men med fel variabler blir resultatet orimligt oavsett vilken typ av bolag som värderas. Tobins q visade tidigt att marknaden var övervärderad under bubblan. P/e-talet i många bolag var väldigt högt under IT-eran, men inte många lyfte på ögonbrynen för ett P/e-tal på 100 trots att det historiska ligger runt 13.

Det är svårt att peka ut en syndabock till kraschen, det finns olika uppfattningar om vem som bär den största skulden. Alla de tre undersökta grupperna spelade en stor roll i bubblans uppkomst och fall och tillsammans drev de tillväxtspiralen vidare. Den lätta penningpolitik som fördes i USA påverkade hela världen. Alan Greenspan hade chansen att hejda förloppet genom att höja räntorna men han var för sent ute.

5.6 Sammanfattning

Många aktieägare lockades av den höga tillväxten och för dem spelade det ingen roll hur företagen växte, bara aktiens värde gick upp. Företagens primära mål till tillväxt var överlevnad, i många fall gällde det att köpa upp eller bli uppköpta. De såg stora möjligheter till expansion på nya marknader i andra länder. Analytikerna var för optimistiska vilket resulterade i att många bolag blev mycket övervärderade. Kurserna fortsatte uppåt varje dag vilket gjorde det svårt för analytikerna att säga stopp och göra uttalanden om hur övervärderad börsen var, när den ändå steg dagen efter. Fondekonomin som lockade till sig många småsparare hade också en stor påverkan på bubblans uppkomst. Även de tre drivkrafterna (mobiltelefoni, Internet och millennieskiftet) var mycket stora, vilket gjorde det omöjligt att undvika bubblans uppkomst. Det svårt för alla aktörer på marknaden att inte dras med, då det rådde en masshysteri på marknaden.

I det här kapitlet kommer vi att besvara vårt syfte genom att dra slutsatser av vad vi har kommit fram till i vår studie.

6. Slutsats

Vårt syfte är att undersöka vad det var som gick fel för aktieägarna, företagsledarna och analytikerna som gjorde den stora tillväxtfokuseringen ohållbar.

Aktieägarna, företagsledningen och analytikerna hade alla en stor roll i att bubblan uppstod. Alla var med om att trissa upp aktiekurserna och alla var med och drev på tillväxtfokuseringen. Det som skiljde dem åt var sättet som de gjorde det på.

Aktieägarna eftersträvade höga aktiekurser och stor avkastning på kapitalet. Deras syfte var att tjäna pengar på stigande kurser och inte på utdelning. Investeringarna var kortsiktiga för "alla" hade en dröm om att bli miljonärer över en natt. Utdelningen och riskerna glömdes bort. Anledningen till att utdelningen inte längre stod i fokus berodde på att många nya aktiesparare köpte sig in på marknaden. En anledning till att riskerna glömdes bort var att aktieägarna trodde att fonderna gav dem en stor spridning och var riskfria. Alla nya aktörer som kom in på marknaden gjorde att småspararna blev en stark grupp och även de stora förlorarna.

Företagen var tvungna att växa för att överleva på den globala marknaden som den nya teknologin medförde. Det fanns en föreställning om att storleken på företaget var det primära gällande överlevnad. Så var inte fallet, eftersom kapital flödade in i bolagen från de många emissioner som genomfördes. Marknaden var även full av riskkapitalister som inte krävde mycket av företagen för att tillskjuta nytt kapital. Tillväxtfokuseringen i företagen gick till slut över styr, affärer som inte var lönsamma genomfördes och riskerna ignorerades.

Analytikerna försökte till en början att motivera de höga aktiepriserna med de traditionella värderingsmodellerna, men när det inte längre var möjligt började relativa modeller att användas. Egentligen var det inte värderingsmodellerna det var fel på men de kunde inte användas när tillväxtförväntningarna var så otroligt höga. Försäljningen och tillväxten blev två viktiga faktorer som sattes i relation med andra tal. Även om de relativa modellerna blev starkt kritiserade av de traditionella placerarna på marknaden, fanns de kvar och användes i samma utsträckning, eftersom analytikerna inte annars kunde motivera de höga börskurserna. Analytikerna hade ett egenintresse av de höga kurserna då de fick fler kunder och högre bonus. Egenintresset visade sig starkt i de få varningar som nådde marknaden. De analytiker som väl gick ut och varnade, fick inget gehör, trots att de agerade i aktieägarnas intressen.

Aktieägarna drivs av aktiemarknadens psykologi och när tre så straka drivkrafter och den nya fondindustrin kom samtidigt var det en omöjlighet för markandens aktörer att stå emot. De tre undersökta grupperna började handla irrationellt, utan någon större eftertanke om påverkan på marknaden. Till slut gick det så långt att det var lönlöst att försöka hejda förloppet.

Frågan som uppstod i vår undersökning är hur det kommer sig att vi inte lär oss av gamla misstag utan upprepar dem om och om igen? Det verkar inte spela någon roll om hur kunniga inom området vi är, när det kommer till pengar vill vi tjäna så mycket som möjligt även om priset vi betalar blir högt. Det är bättre att förlora pengar på en investering än att förlora sitt jobb och sina vänner genom att gå emot strömmen. Rädslan för att tappa ansiktet är allt för stor.

I det här kapitlet presenteras några av författarnas reflektioner inom ämnet. Avslutningsvis ges även förslag till vidare forskning inom ämnesområdet.

7. Egna kommentarer och förslag till vidare forskning

7.1 Egna kommentarer

När vi började skriva uppsatsen visste vi att fokuseringen på tillväxt var stor under IT-eran men vi kunde inte föreställa oss att fokuseringen var **så** stor. Innan intervjun med Gerhard Stenberg hade vi heller ingen aning om fondekonominns påverkan på världsekonomin. Det känns skrämmande att så många småsparare hoppade på tåget utan att veta vart det bär hän.

Under intervjuerna märkte vi att alla respondenter påstod att de har varnat andra **eller** att de själva tyckte att värderingarna var förkastliga. Vi undrar då;

Hur kunde bubblan överhuvudtaget uppstå om "alla" visste att värderingarna var för optimistiska? Eller var det kanske bara en slump att våra respondenter var medvetna om situationen på marknaden?

Vi människor lär oss inte av historien trots att det är något vi borde göra. Det fanns under IT-eran många tecken på att det var en bubbla det handlade om. Marknaden borde ha agerat annorlunda men valde att gå i samma spår som den gjort vid tidigare bubblor. Det kanske är så att det inte är samma personer som blåser upp olika börsbubblor. De som var med 1929 var troligtvis inte aktiva under IT-bubblan. De som förlorade under Black Monday kom nog över det lika fort eftersom återhämtningen gick på bara ett år. Det kanske är så att det sker ett generationsskifte innan nästa börsbubbla uppstår? Eller det kanske inte spelar någon roll eftersom vi ändå inte vill tappa ansiktet utan alltid kommer att göra som "alla andra" då det är det vi bäst på. Vi tror att fallet är så i Sverige för vi svenskar vill vara normala, vad det nu innebär, och inte sticka ut ifrån den stora massan. För vem vet vad som händer när vi skiljer oss från mängden...

7.2 Förslag till vidare forskning

- Kan aktiemarknadens psykologi påverkas så att gruppmentaliteten och masshysterin försvinner?
- Sverige var ett av de länder som drabbades hårdast av IT-bubblan, men hur påverkades andra delar av världen?
- Vilken påverkan har fondekonomin haft på hela världsekonomin?
- Det hade varit intressant att undersöka vilken nästa bubbla blir. De övervärderade fastigheterna är ett hett tips som kan bli nästa bubbla eller så kanske det blir en ny krasch i Asien. Det kanske redan nu går att se några tidiga tecken på vilken ny bubbla kommer att uppstå.
- En kompletterande studie kan vara att studera hur bubblor kan undvikas.

8. Litteraturförteckning

Böcker

Alvesson, M & Sköldberg, K (1994). *Tolkning och reflektion: vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*. Lund: Studentlitteratur.

Bell, J (2000). *Introduktion till forskningsmetodik*. Lund: Studentlitteratur.

Brigham, E F & Houston, J F (2001). *Fundamentals of financial management*. 9.uppl. Orlando: Harcourt, Inc.

Copeland, T, Koller, T & Murrin, J (2000). 3.uppl. *Valuation measuring and managing the value of companies*. New York: John Wiley & Sons, Inc.

Ejvegård, R (1993). *Vetenskaplig metod*. Lund: Studentlitteratur.

Ejvegård, R (1996). 2.uppl. *Vetenskaplig metod*. Lund: Studentlitteratur.

Fagerfjäll, R (2003). *Historiens största börsbubbla, Hur modelltänkande, flockbeteende, girighet och dumhet förstörde ditt sparkapital*. Kristianstad: Kristianstad Boktryckeri.

Gyllenram, C G (2001). *Aktiemarknadens psykologi*. 2.uppl. Stockholm: Prisma.

Gärtner, R & Olbert, L (1995). *Aktievärdering: Shareholder Value Analysis*. Stockholm: Svenskt Tryck.

Hallgren, Ö (1996). *Finansiell strategi och styrning*. 6.uppl. Värnamo: AB Fälths Tryckeri.

Hamberg, M (2001). *Strategic Financial Decisions*. Malmö: Liber ekonomi.

Hasselgren, R (2000). *Corporate Governance*. Lund: KFS AB.

Holme, I M & Solvang, B K (1997) *Forskningsmetodik: om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Lund: Studentlitteratur. Lund: FEK.

Jacobsen, D I (2002). *Vad hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Lund: Studentlitteratur.

Kennedy, A (2000). *The end of shareholder value*. Bodmin, Cornwall: MPG Books.

Kvale, S (1997). *Den kvalitativa forskningsintervjun*. Lund: Studentlitteratur.

Landelius, A & Treffner, J (1998). *Fokusera på aktieägarvärdet!* Stockholm: Ekerlids förlag.

Litan, R E & Rivlin, A M (2002). *Bortom dot.com-företagen*. Stockholm: SNS.

Lyttkens, L (2001). *Bortom den nya ekonomin*. Stockholm: Svenska Förlaget.

Marton, J (1998). *Accounting and Stockmarkets*. Göteborg: BAS.

- Merriam, S B (1994). *Fallstudien som forskningsmetod*. Lund: Studentlitteratur.
- Nilsson, H, Isaksson, A & Martikainen, T (2002). *Företagsvärdering med fundamental analys*. Lund: Studentlitteratur.
- Olbert, L (1992). *Värdering av aktier - Finansanalytikens värderingsfaktorer och informationskällor*. Lic., Lunds Universitet.
- Patel, R & Davidson, B (1994). *Forskningsmetodikens grunder: att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. Lund: Studentlitteratur.
- Penman, S (2001). *Financial statement analysis and security valuation*. Boston: McGraw-Hill/Irwin.
- Pettersson, A & Leigard, V (2002). *Samling vid pumpen*. Stockholm: Nordstedt tryckeri.
- Rappaport, A (1998). *Creating shareholder value*. New York: The Free Press.
- Ross, S A, Westerfield, R W & Jaffe, J F (2001). 6.uppl. *Corporate finance*. New York: McGraw-Hill.
- Smithers, A & Wright, S (2000). *Valuing Wall Street*. New York: McGraw-Hill.
- Sohlberg, P & Sohlberg, B M (2002). *Kunskapens former: vetenskapsteori och forskningsmetod*. Stockholm: Liber.
- Ström, E & Tillberg, E (2003). *Smart tillväxt, kunddriven förändring i företag och organisationer*. Falun: ScandBook.
- Svenning, C (2000). *Metodboken, Samhällsvetenskaplig metod och metodutveckling*. 4.uppl. *Klassiska och nya metoder i IT-samhället*. Eslöv: Lorentz förlag.
- Tvede, L (2002). *The psychology of finance*. Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
- Wallén, G (1996). *Vetenskapsteori och forskningsmetodik*. Lund: Studentlitteratur.
- Wiedersheim-Paul, F & Eriksson, L T (1999). *Att utreda forska och rapportera*. Malmö: Liber ekonomi.
- Wärneryd, K E (2001). *Stock-market psychology*. Great Britain: MPG Books.

Artiklar

Bengtsson, H-A (2001). Markandens logik gäller även i den nya ekonomin. *Arena* [Elektronisk] Tillgänglig: <<http://www.arenaek.se/ag4/area.asp?id=440&pcat=9>> [2003-11-20].

Ekström, S (2000). Värdering av företag i den nya ekonomin. *Balans*, nr 4/2000, s. 12-20.

Haskel, A (1999a). IT-smällar att vänta. [Elektronisk] *Finanstidningen*. Tillgänglig: Affärdatas artikelarkiv. [2004-01-06].

Haskel, A (1999b). Orealistisk framtid fabriceras. [Elektronisk] *Förenade landsorts tidningar*. Tillgänglig: Affärdatas artikelarkiv. [2004-01-06].

Hubble, bubble, asset-price trouble (1999). [Elektronisk] *Economist*, 25 september. Tillgänglig: <<http://search.epnet.com/direct.asp?an=2297896&db=afh&site=ehost>> [2004-01-10].

Stenberg, G (1998). Börsen ett chickenrace. [Elektronisk] *Dagens industri*. Tillgänglig: Affärdatas artikelarkiv. [2004-01-06].

Elektroniskt

Arnold, J (2003). *Market crashes through the ages*. [Elektronisk]. BBC News online. Tillgänglig: <<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/2131739.stm>> [2003-11-14].

Björk, M (2002). *GAMLA BUBBLOR- NY EKONOMI*. [Elektronisk]. Åbo Akademi. Tillgänglig: <<http://www.abo.fi/~mabjork/nationalekonomi6.htm>> [2003-11-20].

Internationel Communications: Asset prices share, Stockholmsbörsen 1999-2000. [Elektronisk] Tillgänglig: <<http://www.international.se/images/sth992000.jpg>> [2004-01-06].

Penman, S (2001) *Financial statement analysis and security valuation, kapitel 1*. [Elektronisk]. Boston: McGraw-Hill/Irwin. Tillgänglig: <http://www.mhhe.com/business/accounting/penman/student_center/chapter_specific_material/Webch1.doc> [2003-12-22].

Bubblor

Varför uppstod bubblan?

Tycker du att IT-kraschen var en bubbla, med tanke på att den nya teknologin (mobiltelefonerna och Internet) finns kvar?

Tillväxt

Varför var fokuseringen på storleksmässig tillväxt så stor?

Resultatet var inte lika viktigt längre – varför?

Vad låg bakom alla företagsförvärv som gjordes under IT-eran?

Var det någon som tänkte på riskerna?

Värderingsmodeller

Vilka värderingsmodeller var vanligast under IT-bubblan?

Fanns det olika modeller?

Egenintresse

Hade analytikerna och företagsledningen något egenintresse av tillväxtfokuseringen?

Om ja, vilket?

Till hur stor grad tycker du att företagsledarna och analytikerna under IT-eran agerade i aktieägarnas intresse?

Hur stor del i hela IT-bubblan spelade de omfattande optionsprogrammen?

Samarbetade analytikerna och företagsledarna?

Marknaden

Gick det lättare att "lura" marknaden då det hade tillkommit så många nya aktörer?

Hur fungerade den effektiva marknadshypotesen (EMH) under IT-eran?

Vilken roll spelade aktiemarknadens psykologi?

Vilken roll spelade riskkapitalisterna/analytikerna/aktieägarna/företagsledningen från början till slut?

Varningssignaler

Fick analytikerna kritik för utställda rekommendationer?

Om ja, från vem?

Fanns det analytiker som gick emot strömmen?

Var det ingen som såg de varningssignaler som fanns, det vill säga kändes inte symtomen igen från historiska bubblor?

The foreplay

