



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Regelbördan på Stockholmsbörsen

*En studie om regelverkens inverkan på avnoteringar från
NASDAQ OMX Stockholm*

Uppsatskurs i Industriell och Finansiell Ekonomi
Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Vårterminen 2015

Författare

Oskar Bardh 920303
Erik Wester 910211

Handledare

Conny Overland

Förord

Denna uppsats har skrivits som en del av kandidatexamen i Industriell och Finansiell Ekonomi vid Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet. Arbetsprocessen har varit både utmanande och lärorik. Vi har både utnyttjat tidigare kunskaper från våra studier och fått möjlighet att sätta oss in i nya ämnen. Vi vill tack våra familjer för att de, genom hela uppsatsprocessen, varit ett stort stöd och kommit med goda idéer.

Vi riktar slutligen ett stort tack till vår handledare Conny Overland som alltid haft förmågan att peka oss i rätt riktning.

Göteborg 26 maj 2015

Oskar Bardh

Erik Wester

Sammanfattning

De senaste åren har avnoteringar från börser i USA och Europa ökat markant vilket till viss del visat sig bero på att regelverken på marknaderna blivit mer strikta. Detta har skapat oro för vissa börser attraktionskraft, bland annat har nivån av regleringar på Stockholmsbörsen ökat markant under 00-talet och det är därför viktigt för beslutsfattare att förstå följderna av detta. Syftet med denna studie är att undersöka huruvida en ökande trend av avnoteringar kan observeras på den svenska marknaden samt hur nivån av regleringar på marknaden inverkar på avnoteringar och börsens attraktionskraft. Denna studie bygger på empiriskt material som framtagits med hjälp av statistisk framställning och intervjuer med sju branschföreträdare. Resultaten har jämförts med tidigare forskning för att identifiera skillnader och likheter. Vi kan påvisa att trenden gällande avnoteringar från Stockholmsbörsen tycks vara nedåtgående samt att regleringar förvisso kan vara en börda för börsbolagen men att de inte tycks ha en betydande inverkan på avnoteringar från Stockholmsbörsen.

Nyckelord

Regleringar; Avnoteringar; Attraktionskraft; Stockholmsbörsen

Definitioner

Initial public offering (IPO)	Den första försäljningen av ett företags aktier på den publika marknaden.
Avnotering	Händelsen då ett börsbolags aktie tas bort från marknaden.
Sarbanes-Oxley (SOX)	Ett omfattande och för ämnet väl undersökt amerikanskt regelverk.
Private Equity (PE)	Aktiekapital som inte är börsnoterat, investerare som investerar direkt i privata bolag eller köper ut publika bolag från börsen.
International Financial Reporting Standard (IFRS)	Internationella regler som styr rapporteringen av olika typer av transaktioner och händelser.
Mergers & Acquisitions (M&A)	Förvärv och sammanslagningar av bolag.

Definitioner hämtade från <http://www.nasdaq.com/investing/glossary/>

Disposition

Studien består av sex kapitel med följande innehåll:

1. *Introduktion* – Introduktionen består av en bakgrundsbeskrivning och problematisering av ämnet, med en motivering till varför ämnet är i behov av vidare forskning. Detta följs av en syftesbeskrivning, våra forskningsfrågor, studiens avgränsning samt en kort beskrivning av hur regelverken ser ut på den svenska marknaden.
2. *Litteratur* – I litteraturkapitlet presenteras och diskuteras för ämnet relevant tidigare forskning, bestående både av empiri avseende den globala trenden av avnoteringar och teori gällande hur regleringar inverkar på avnoteringar.
3. *Metodologi* – Detta kapitel beskriver och motiverar de metodval som gjorts under studiens gång samt diskuterar hanteringen av eventuella tillkortakommanden som dessa metodval inneburit. Kapitlet är främst fokuserat på studiens empiriprocess och analysprocess.
4. *Empiri* – I kapitlet om empiri presenteras de fynd som framtagen statistik och genomförda intervjuer resulterat i.
5. *Analys* – I analysen diskuteras och analyseras den bearbetade empirin i relation till tidigare forskning för att identifiera skillnader och likheter.
6. *Slutsats* – I slutsatsen presenteras studiens viktigaste fynd i relation till dess ursprungliga syfte. Slutligen avslutas uppsatsen med förslag till framtida forskning samt en redogörelse av studiens praktiska implikationer.

Innehållsförteckning

1. INTRODUKTION.....	6
1.1 Bakgrund.....	6
1.2 Problemanalys.....	7
1.3 Syfte.....	9
1.4 Frågeställning.....	9
1.5 Studiens avgränsning	9
1.6 Det svenska fallet.....	10
2. LITTERATUR.....	12
2.1 Trenden av avnoteringar.....	12
2.2 Regleringar	12
2.2.1 Trade-off-teorin	12
2.2.2 Fördelar med regleringar.....	13
2.2.3 Marknadens attraktivitet.....	13
2.2.4 Nackdelar med regleringar.....	13
2.2.5 Regleringar och företagets storlek	14
2.2.6 M&A och Konkursen	15
2.3 Övriga anledningar till avnoteringar	15
2.4 Litteratursammanfattning	17
3. METOD	19
3.1 Metodsammanfattning.....	19
3.2 Vetenskapligt tillvägagångssätt	19
3.3 Vetenskaplig metod.....	19
3.3.1 Anledning till vald metod.....	20
3.4 Val av angreppssätt	20
3.5 Utveckling av ett teoretiskt ramverk.....	21
3.6 Metod för empirisk datainsamling.....	22
3.6.1 Primära källor.....	22
3.6.2 Urvalsmetod.....	22
3.6.3 Urval	23
3.6.4 Berättigande av urval	24
3.6.5 Empirisk kvantitativ informationsinsamling - statistik.....	25
3.6.6 Empirisk kvalitativ informationsinsamling – intervjuer	27
3.7 Metod för analys.....	30
3.7.1 Val av metod	30
3.7.2 Univariat analys	30
3.7.3 Tabell-analys	31
3.7.4 Utförande av analysen.....	31
3.7.5 Trovärdighet i resultaten	32
3.8 Etiska ställningstaganden.....	32
4. EMPIRI	34
4.1 Data - Figur 1 & 2	34
4.2 Trenden kring avnoteringar	34
4.3 Regleringar	36
4.4 Data - Figur 3	39
4.5 Övriga anledningar.....	39
4.6 Konsekvenser	41
5. ANALYS.....	44
5.1 Regleringar	44

5.2 Övriga anledningar	47
6. SLUTSATS	49
6.1 Empiriska och teoretiska bidrag	49
6.2 Implikationer för verksamma	50
6.3 Framtida forskning.....	50
7. REFERENSLISTA	51
7.1 Litterära källor	51
7.2 Muntliga källor.....	55
7.3 Elektroniska Källor	55
8. APPENDIX	57
8.1 Figurer	57
8.2 Intervjufrågor	60

1. INTRODUKTION

Introduktionen består av en bakgrundsbeskrivning och problematisering av ämnet, med en motivering till varför ämnet är i behov av vidare forskning. Detta följs av en syftesbeskrivning, våra forskningsfrågor, studiens avgränsning samt en kort beskrivning av hur regelverken ser ut på den svenska marknaden.

1.1 Bakgrund

Aktiemarknaden beror av handelsplatser där ett företags aktier noteras och handlas av allt från småsparare till stora institutionella investerare. Börsen ger investerare en viss andel av ägandet i börsbolag i utbyte mot kapital som företaget kan investera i tillväxtprojekt. Detta ger samtidigt investerare möjlighet till avkastning på sitt satsade kapital utan att investerarna själva behöver ta några betydande risker i form av att till exempel starta egna företag (economist.com). Stockholmsbörsen, NASDAQ OMX Stockholm, är ett exempel på en sådan handelsplats och innefattar segmenten Large Cap, Mid Cap & Small Cap på NASDAQ OMX Stockholm. Vidare förklarar likviditeten på en börs hur snabbt en aktie kan säljas i relation till hur mycket priset på aktien sänks, vilket i sin tur ger en viss indikation på marknadens attraktionskraft för företag och investerare (economist.com). Om likviditeten på börsen är hög leder detta till att kapitalkostnaderna för företag på börsen sjunker, vilket i sin tur ger upphov till att hela marknadens ekonomiska tillväxt förstärks (Beck & Levine, 2004).

Enligt Djama et al. (2012) syftar avnotering på när ett företags aktier tas bort från börsen så att de inte längre finns tillgängliga för publik handel. En avnotering kan ske av primärt fyra anledningar. En anledning är att företaget hamnar på obestånd och går i konkurs eller likvideras. En annan anledning är att majoritetsägare vill undvika komplicerade regler och höga kostnader som följer av att vara listad på börsen och därmed köper ut minoritetsägarna. Ytterligare anledningar kan vara att företaget blir privat genom M&A eller att företaget helt enkelt inte möter börsens finansiella krav och därmed avnoteras av börsen (Djama et al. 2012).

Det finns en mängd olika regelverk som syftar till att skapa transparens och skydda olika intressenter, särskilt småsparare. Sådana regelverk brukar rent allmänt anses fördelaktiga eftersom de ger upphov till en växande aktiemarknad, mer investeringar, bättre kapitalallokering och starkare ekonomisk tillväxt (Beck et al. 2000, 2001, 2003a, b; Beck

and Levine 2004; Djankov et al. 2008). Det regelverk som är mest diskuterat i litteraturen om avnoteringar är det amerikanska regelverket "Sarbanes-Oxley (SOX)" som infördes i USA år 2002 som en reaktion på ett antal stora företagskonkurser till följd av olika bokföringsbrott, bland annat Enron-skandalen 2001 (sec.gov). Detta regelverk syftar till att stärka den interna kontrollen och göra det svårare för företagen att bedra olika intressenter som till exempel småsparare (sec.gov).

De amerikanska börserna är föremål för en mängd regelverk. Även om Europeiska börser inte utsatts för lika rigorösa regelverk så antas ändå de skärpta regleringarna i Europa ha resulterat i att antalet avnoteringar ökat (Thomsen & Vinten, 2014). Vidare har dessutom regelverken på europeiska börser stärkts sedan SOX infördes, med direktiv och regler från Europeiska Kommissionen, nationella lagar och bolagsstyrningskoder. Genom att regelverken på flera börser stärkts har kostnaderna för företag som väljer att förbli publika ökat, vilket är ett fenomen som ofta diskuterats som en pådrivande faktor för avnoteringar (Block 2004; Engel et al. 2007; Marosi & Massoud 2007; Kamar et al. 2006; Leuz et al. 2008).

De senaste åren har dessutom flertalet rapporter påvisat att avnoteringar på börser ökar vilket har skapat oro hos både företagsledare och investerare, för att börser med mycket avnoteringar tappar likviditet och attraktionskraft (Delistings worry for managers, 2012). Diskussionen kring den ökande trenden av avnoteringar behandlar framför allt USA och Storbritannien men det finns flera andra exempel på börser som har ifrågasatts de senaste åren. På börserna i Dublin och Aten skedde exempelvis under 2012 ett flertal stora avnoteringar, framför allt på grund av börsernas bristande likviditet och attraktionskraft för företagen (Delistings worry for managers, 2012). Vidare har det sedan 2012 och framåt funnits en oro över Stockholmsbörsens attraktionskraft då antalet bolag på denna haft en nedåtgående trend (Dellert, 2012).

1.2 Problemanalys

De senaste åren har det konstateras att antalet avnoteringar från börser i USA och Europa har ökat markant, en trend som delvis är resultatet av ökade administrativa kostnader hänförliga till regelverk på och runtomkring börserna, något som har väckt frågor bl.a. gällande börsers attraktionskraft (Thomsen & Vinten, 2014; Chaplinsky & Ramchand,

2012). Det har sedan 2012 uppstått en liknande osäkerhet för den svenska marknaden och många ställer sig frågan hur attraktiv den svenska börsen egentligen är (Dellert, 2012).

Tidigare studier visar på att antalet avnoteringar begärda av företagen har ökat vilket har lett många forskare till att undersöka vilka faktorer som ligger bakom detta beteende (Martinez & Serve, 2011). Om antalet avnoteringar till följd av att företagen på egen begäran valt att gå privat har ökat i mängd så kan detta skapa stora problem för den svenska börsens attraktionskraft. Detta då antalet bolag på börsen riskerar att minska till ohållbara nivåer.

Mellan perioden 1995 och 2005 privatiserades mer än 25 % av de europeiskt listade bolagen vilket gjorde avnoteringar till ett hett ämne runt om i Europa (Martinez & Serve, 2011). Thomsen & Vinten (2014) visar i sin studie på att denna våg av avnoteringar sammanföll med ett initiativ som togs i Europa gällande nya regleringar av företagens bolagsstyrning.

Mer strikta regelverk har enligt ett flertal studier resulterat i att företag i allt större utsträckning tar beslutet att lämna börsen. Chaplinsky & Ramchand (2012) belyser hur regelverket SOX, som infördes på de amerikanska börserna år 2002, medför allt högre krav på hur företagen säkerställer och övervakar bokslutsarbetet och hur den interna och externa kontrollen går till. Eftersom SOX givit upphov till högre kostnader för de listade bolagen, har många företag fått en negativ nettoeffekt av att förbli listade och därför valt att istället avnotera sig (Bharath and Dittmar, 2010). Bland annat har svenska företag, som var korslistade på både den amerikanska och den svenska börsen, tagit beslutet att lämna den amerikanska marknaden till följd av de hårdare regleringarna. Den skarpa minskningen av IPOs samt ökningen av avnoteringar under 2001-2005, vilket SOX var en bidragande orsak till, har skapat en oro för den amerikanska börsens attraktionskraft (Chaplinsky & Ramchand, 2012).

Mer strikta regler på den svenska marknaden kan också ha haft negativa följder, liknande de som observerats i exempelvis USA. Ett flertal institutionella ramverk har införts på europeiska marknader i samband med och till följd av införandet av SOX, till exempel den svenska koden för bolagsstyrning som infördes 2005 (bolagsstyrning.se). Hårdare reglering har i USA lett till att företag avnoterat sig på grund av att kostnaderna överstiger de fördelar som företagen hade fått ut av att förbli listade på börsen enligt Leuz et al. (2008). Om ett samband liknande det som observerats i USA skulle visa sig gälla även på den svenska

marknaden kan detta ha negativ inverkan på den svenska börsen som helhet. Om den svenska aktiemarknaden inte tillför ett tydligt mervärde kan detta leda till färre bolag på börsen och därmed en begränsning i småspararnas investeringsmöjligheter (Dellert, 2012).

Avnoteringar är ett relativt nytt forskningsområde och oss veterligen så har ingen tidigare kartlagt hur avnoteringar från Stockholmsbörsen utvecklats över tid, identifierat trenden av dessa samt hur regleringar påverkar denna trend. Regleringarna för noterade bolag i Sverige har ökat markant sedan början på 00-talet, vilket redovisas för i ”det svenska fallet” nedan, och det är således av största vikt att följderna av regelbördan och dess inverkan på marknadens attraktionskraft kontinuerligt utvärderas. Om den ökade regelbördan på Stockholmsbörsen givit upphov till att börsen uppfattas som mindre attraktiv för bolag att finnas på och om bolag därmed i större utsträckning avnoteras så kan detta ge en indikation om att regleringarna gått för långt. Regleringarna skulle i en sådan situation inte längre uppfylla sitt syfte om att bidra till näringslivets effektivitet, snabbare tillväxt och ökad dynamik i den svenska ekonomin och detta är således ett ämne som berör beslutsfattare både på börsen, på nationell nivå samt på EU-nivå. Detta i samband med den problematik vi presenterat i detta avsnitt är anledningen till att vi valt att studera ämnet närmare.

1.3 Syfte

Syftet med denna rapport är att göra en teorianslutande studie kring avnoteringar på Stockholmsbörsen och bidra till kunskapen om hur nivån av regleringar påverkar avnoteringar.

1.4 Frågeställning

Hur ser trenden av avnoteringar ut på Stockholmsbörsen och hur påverkar nivån av regleringar, på den svenska marknaden, denna trend?

1.5 Studiens avgränsning

Denna studie kommer att utgå från hur regleringar påverkar den svenska marknadens attraktionskraft genom att utvärdera ett eventuellt samband med avnoteringar från börsen. Studien kommer således inte behandla frågan kring huruvida regelverken eller någon annan faktor även givit upphov till att företag är mindre benägna att gå in på börsen. Studien kommer inte heller behandla övriga anledningar till avnoteringar, så som begränsade

möjligheter till kapitalanskaffning, mer än vad som kan anses motiverat av de empiriska resultat som framkommer. Studien behandlar Stockholmsbörsen under perioden 1997-2014 gällande trenden av avnoteringar och 2003-2015 gällande olika anledningar till avnoteringar.

1.6 Det svenska fallet

Den svenska börsen innefattar segmenten Large Cap, Mid Cap & Small Cap på NASDAQ OMX Stockholm och brukar även benämnas som Stockholmsbörsen. För bolag noterade på Stockholmsbörsen finns det ett antal krav som uppställs av lagstiftning och av marknadsplatsen (pwc.se 1).

Till att börja med är börsnoterade bolag i Sverige föremål för den svenska bolagsstyrningskoden som presenterades år 2004 och sedan inkluderades i Stockholmsbörsens noteringskrav år 2005. Koden har sedan reviderats ett antal gånger, bland annat år 2008 då den, i syfte att anpassa sig till EUs regelverk, reviderades till att omfatta samtliga börsbolag. Koden reglerar bland annat styrelsesammansättning, ersättning till befattningshavare och bolagsstyrningsrapportering till aktieägarna och kraven skiljer sig inte mellan exempelvis större och mindre företag. Målsättningen med koden är att bolag drivs utefter aktieägarnas intressen och att förtroendet för den svenska kapitalmarknaden därmed stärks, vilket i sin tur ska ge upphov till starkare tillväxt i den svenska ekonomin (bolagsstyrning.se). Koder för bolagsstyrningskoder kan dock medföra kostnader för börsbolagen på grund av begränsad flexibilitet gällande styrelsearbetet och diverse andra byråkratiska procedurer, vilket i sin tur kan dämpa ledningens initiativförmåga och företagets effektivitet (Jensen, 1993; Burkart et al. 1997; Durden & Pech, 2006; Hermalin & Weisbach, 2005).

Svenska börsbolag ska även rapportera enligt International Financial Reporting Standards (IFRS) i syfte att säkerställa transparens på börsen (pwc.se 2). Ett krav på att alla börsnoterade bolag inom Europa skulle följa denna standard infördes 2005. Syftet med införandet av IFRS var att den finansiella rapporteringen skulle bli mer jämförbar mellan länder och mer transparent (ec.europa.eu). Detta sker genom att alla europeiska börsbolag utgår från samma standardiserade mall i sin finansiella rapportering (ifrs.org). Bäckström (2009) förklarar att kvalitén och jämförbarheten har ökat i samband med IFRS men att det krävs enorma resurser från börsbolagen för att hantera de krav som ställs. Den typ av

redovisningskrav som ställs genom IFRS kan ge upphov till kostnader för börsbolagen på flera sätt då bolagen behöver anlita fler jurister och revisorer för att ta säkerställa att kraven uppfylls, ledningen behöver ägna mer av sin tid åt rapportering och företagens konkurrenter får större tillgång till information om företaget (Thomsen & Vinten, 2014).

Det kan konstateras att regelverken som påverkar börsbolagen ökat under senare tid men det är däremot svårt att jämföra nivån på regleringarna från en marknad till en annan och författarna har inte funnit något lämpligt sätt att göra en sådan jämförelse. Tidigare forskning har bland annat utgått från ett index för nivån av investerarskydd mellan olika länder, som tagits fram av Pagano & Volpin (2005b), men detta sträcker sig endast fram till år 2005 och är därmed inte användbart i denna studie. Som tidigare nämnts tillämpas dock IFRS av alla europeiska börsbolag och även koder för bolagsstyrning har spritt sig runtom hela Europa, även om utvecklingen gått snabbare i vissa länder jämfört med andra (Thomsen & Vinten, 2014). Baserat på tidigare forskning om regleringars inverkan på avnoteringar från europeiska börser borde därför avnoteringarna ökat även i Sverige eftersom utvecklingen på Stockholmsbörsen har liknat utvecklingen på de andra europeiska börserna.

2. LITTERATUR

I litteraturkapitlet presenteras och diskuteras för ämnet relevant tidigare forskning, bestående både av empiri avseende den globala trenden av avnoteringar och teori gällande hur regleringar inverkar på avnoteringar.

2.1 Trenden av avnoteringar

Enligt Djama et al. (2012) blev avnoteringar under 00-talet ett allt vanligare fenomen både i Europa och i USA. På den amerikanska marknaden avnoterades över 900 bolag under perioden 1996-2011 och i Europa avnoterades 25 % av alla börsbolag under perioden 1995-2005 (Djama et al. 2012). Ett annat sätt att se på avnoteringar är enligt Martinez et al. (2015) att sätta dem i relation till antal noteringar och undersöka netto-tillkomsten eller förlusten av bolag till börsen. År 2012 kunde exempelvis en nettoförlust av bolag observeras både i USA och Europa. Thomsen & Vinten (2014) bedömer att överreglering är en viktig orsak till avnoteringar på den Europeiska marknaden sedan 2000. Författarna drar slutsatsen att regleringar i syfte att skapa skydd för minoritetsinvestorer lett till fler avnoteringar på företagets begäran. Ytterligare anledningar till avnoteringar är dels den värdeminskning som skedde till följd av aktiemarknadsbubblan som sprack år 2000 och dels uppkomsten av private equity (PE) -fonder under perioden i fråga (Thomsen & Vinten, 2014).

2.2 Regleringar

2.2.1 Trade-off-teorin

Trade-off teorin beskriver att det för börsbolagen hela tiden finns en avvägning mellan de nackdelar och fördelar som uppkommer av att finnas på börsen (Bharat & Dittmar, 2010). I diskussionen om avnoteringar innebär detta att beslutet om att avnotera sig från den publika marknaden görs av den kontrollerande aktieägarmajoriteten, antingen då företagets kostnader av att vara noterade överstiger de fördelar de får ut av att vara listade, eller då de fördelar som företaget får ut av att vara listade sjunker under den nivå där fördelarna inte längre överstiger kostnaderna (Martinez & Serve, 2011). När en majoritetsägare exempelvis bedömer att kostnaderna till följd av minskad kontroll över bolaget väger tyngre än fördelarna av att ha en likvid aktiehandel, leder detta till att bolaget avnoteras (Bharat & Dittmar, 2010).

2.2.2 Fördelar med regleringar

Det finns forskning som pekar på att regleringar är en nödvändighet för en väl fungerande, effektiv och konkurrenskraftig marknad (Thomsen & Vinten, 2014, Djankov et al., 2008 och Beck & Levine, 2004). Om ökade regleringar på marknaden och kostnaden hänförlig till dessa är mindre än de fördelar som de för med sig i form av exempelvis mindre tvångsinlösen av aktieägare i minoritet och ökad effektivitet hos de påverkade företagen, är detta ibland incitament nog för företag att förbli listade. Detta benämner Thomsen & Vinten (2014) som effektivitetshypotesen. Djankov et al. (2008) trycker samtidigt på regleringars betydelse för att säkerställa transparens och skydd för minoritetsaktieägare, vilket resulterar i en mer investeringsvänlig miljö, en större aktiemarknad, en mer effektiv allokering av kapital och starkare ekonomisk tillväxt (Beck & Levine 2004; Djankov et al. 2008). Thomsen & Vinten (2014) menar att avnoteringar i sig själva heller inte är ett problem så länge som nya företag väljer att gå in på marknaden. Författarna menar dessutom på att många konkurser kan ses som ett positivt tecken på marknaden då detta kan tyda på en hård konkurrens där ineffektiva företag slås ut. Leuz et al. (2008) visar även på att trots det faktum att SOX fört med sig en ökad mängd av avnoteringar så har det även lett till att antalet avnoteringar kopplat till finansiella svårigheter minskat.

2.2.3 Marknadens attraktivitet

Något som studerats av tidigare forskare i samband med regleringar är marknadens attraktivitet. Dewenter et al. (2010) har i sin forskning funnit att företag tenderar att söka sig till marknader med högre listningsstandard snarare än till de som har lägre, vilket visar på en av fördelarna som regleringar faktiskt för med sig. Thomsen & Vinten (2014) menar dessutom att regleringar, med rätt fokus och syfte, bland annat kan leda till högre marknadsvärderingar, högre aktiepriser och ett utökat skydd för minoritetsägare vilket gör det mer attraktivt för företagen att förbli noterade. De menar dock på att ökat skydd för investerare i minoritetsställning även tenderar att leda till mer avnoteringar, vilket de menar stödjer överregleringshypotesen, som definieras nedan.

2.2.4 Nackdelar med regleringar

Det finns idag många studier kring hur en allt mer reglerad marknad skulle påverka företags vilja att avnotera sig från börsen. Exempelvis har Marosi & Massoud (2007) dragit slutsatsen att kostnaden relaterad till att möta kraven i SOX är en av de viktigaste faktorerna i beslutssituationen om avnotering på den amerikanska marknaden och Boot et al. (2006) visar hur ett företags effektivitet kan dämpas avsevärt som ett resultat av en allt för reglerad

marknad. Denna problematik beskrivs av överreglerings-hypotesen som säger att då allt mer regleringar tillkommer på marknaden så kan ett företags transaktionskostnader öka så pass mycket att dess kostnader, relaterade till att vara listade, överstiger de fördelar de får ut av att vara listade (Martinez & Serve, 2011). Thomsen & Vinten (2014) visar på hur en allt mer reglerad marknad medför starkare nackdelar än fördelar för börsbolagen och att detta resulterar i att färre företag väljer att gå in på marknaden. Detta kan i sin tur leda till mer avnoteringar och i slutändan till att börsens konkurrenskraft försämras (Thomsen & Vinten, 2014). Transaktionskostnader innefattar här primärt kostnader för den ytterligare bolagsstyrning som börsbolaget måste bedriva och fördelarna består av företagets värdering på börsen och dess tillgång till kapital. Detta är något som Leuz et al. (2008) även styrker i sin forskning när författarna visar på hur införandet av SOX på den amerikanska marknaden ledde till en skarp ökning av antalet avnoteringar på den amerikanska börsen, som ett resultat av företagets försök att undkomma de ökade kostnader som regelverket medförde. Även Djama et. al, (2012) visar att företags vilja att avnotera sig är starkt kopplat till uppkomsten av regelverk som påverkar ett företags börda kring bolagsstyrning. De visar att bland annat SOX i USA och Financial Security Law (FSL) i Frankrike är regelverk som fört med sig ökade kostnader och därför givit upphov till ökade avnoteringssiffror. Engel et. al. (2007) menar vidare att avnotering är en mer trolig åtgärd för de företag där SOX fört med sig små fördelar för aktieägarna och i de fall där fördelarna av att vara noterad redan var små innan SOX infördes, vilket är i linje med trade-off-teorin som presenterats ovan. Regelverket IFRS har också visat sig leda till att företag avnoterat sig för att undvika de kostnader som är relaterade till regelverket (Vulcheva, 2011). Hon visar vidare att antalet avnoteringar ökade det år som IFRS infördes i Storbritannien, Irland, Tyskland sam Italien. Dessa resultat får även stöd av Pownall & Wieczynska (2012), som visar att IFRS gav upphov till att företag att avnoterade sig som en strategi för att undvika de ökade kostnaderna som regelverket förde med sig.

2.2.5 Regleringar och företagets storlek

Ett flertal forskare visar i sina studier att företagets storlek är en viktig förklaringsvariabel för avnoteringar (DeAngelo et al. 1984; Engel et al. 2007; Becker and Pollet, 2008; Weir et al. 2008; Bartlett, 2009; Martinez et al. 2015). Det verkar finnas en skillnad mellan stora och små företag då stora företag påverkas mindre av de ökade kostnader som regelverk för med sig i och med att kostandens storlek, relativt sett, blir mindre för dessa, de menar därför på att mindre firmor är mer benägna att avnotera sig då kostanden för att vara noterad ökar. Ett

exempel på detta är att det är svårare för mindre börsnoterade bolag i USA att hantera kostnaderna som uppstår till följd av SOX än vad det är för de större bolagen (Marosi & Massoud, 2007).

2.2.6 M&A och Konkurer

Thomsen & Vinten (2014) illustrerar en jämförelse mellan den ovan nämnda överregleringshypotesen och den så kallade effektivitetshypotesen. De beskriver hur ökat skydd för investerare genom olika bolagsstyrningsregleringar och ”best practice”-koder ökar kravet på strikthet och byråkrati samt medför kostnader, utan att nödvändigtvis föra med sig några större fördelar för varken företag eller investerare i minoritetsställning. En naturlig och viktig följd av bolagsstyrning på välfungerande marknader, blir därför att det sker M&As av företag (Thomsen & Vinten, 2014). Författarna menar på att företag, genom M&As kan undvika delar av dessa kostnader genom att slå sig samman med ett eller flera andra bolag och på så sätt dela de ökade fasta kostnaderna mellan bolagen, något de hänför till överregleringshypotesen. Detta är något som Engel et al. (2007) dessutom bekräftar då han menar på att företag bland annat använde sig av M&A för att undvika de ökade kostnaderna som SOX förde med sig. M&A kan enligt Pagano & Volpin (2005a) dessutom ses som ett livstecken på hårt reglerade marknader då det bland annat visar på hur företag som själv inte kan ta kostnaderna blir uppköpta eller slår sig samman med andra företag.

Martinez et al. (2015) diskuterar vidare både frivilliga och ofrivilliga avnoteringar och resonerar att frivilliga avnoteringar bland annat sker då börsbolag önskar undvika regleringskostnaderna medan ofrivilliga avnoteringar sker då det redan är för sent för detta, företagen kan helt enkelt inte längre hantera sina kostnader och tvingas därför till att avnoteras. Författarna drar slutsatsen att dessa avnoteringar i många fall är ett första steg mot en konkurs eller likvidation. Thomsen & Vinten (2014) bedömer att även om bolagsstyrningskoder och regleringar gällande minoritetsskydd har givit upphov till fler avnoteringar, så har det även resulterat i att sannolikheten för att bolag avnoteras till följd av konkurs och likvidation har minskat.

2.3 Övriga anledningar till avnoteringar

Thomsen & Vinten (2014) argumenterar vidare för att firmor som väljer att avnotera sig vanligtvis är mindre än de bolag som förblir listade och att firmor som gått i konkurs tenderar att vara ännu mindre. Chaplinsky & Ramchand (2012) visade också att

amerikanska bolag som avnoterats sedan SOX infördes inte kunde dra nytta av börsen genom ökad möjlighet att anskaffa kapital, större finansiell synlighet eller starkare aktielikviditet i samma grad som de bolag som förblivit listade sedan SOX infördes.

En av de viktigaste anledningarna till att ett företag väljer att gå publikt är tillgången till lättåtkomliga möjligheter till kapitalanskaffning. Utan bland annat ordentlig uppmärksamhet från bland annat analytiker så tenderar åtkomsten till marknadens kapital att försvåras avsevärt (Bowen, Chen and Cheng, 2004). Bowen et. al (2004) visar att större företag attraherar en större mängd analytiker vilket i slutändan leder till bättre synlighet på marknaden, större och fler investeringar i företagets aktie, mer korrekt prissättning och därmed starkare incitament till att förbli på den publika marknaden, vilket stöds av Bharath & Dittmar (2010) och Martinez & Serve (2011). Achleitner et al. (2010) likställer ett företags finansiella synlighet med dess akties likviditet och Bharat & Dittmar (2010) visar i sin forskning att likviditetsnivån av ett noterat företags aktie spelar in på företagets beslut att avnotera sig. De förklarar att en aktie som kan anses vara mindre åtråvärd på marknaden är mer trolig att säljas till ett rabatterat pris vilket skulle medföra färre fördelar med att förbli listade för dessa företag. Marknadens likviditet påverkar också företags vilja att avnotera sig, då en mer likvid marknad innebär en mer korrekt prissättning av företagets aktier (Thomsen & Vinten, 2014).

Aktiemarknaden påverkas av olika makro-faktorer, framförallt konjunktursvängningar och kriser. Detta är något som Thomsen & Vinten (2014) menar på kan ha stor inverkan på företagen och dess beslut om att behålla en publik status eller inte. Antalet konkurser och andelen företag i finansiella svårigheter tenderar att öka under kriser, så som den som inträffade 2008. Martinez & Serve (2011) visar i sin studie på att sannolikheten att ett företag skulle välja att avnotera sig ökar då företagets finansiella prestation minskar. Thomsen & Vinten, (2014) menar på att ett lågpresterande företag mer troligt kommer välja att avnotera sig då risken av en eventuell konkurssituation ökar kostnaderna relaterade till ekonomiska problem dvs. ett företags ”financial distress cost”.

2.4 Litteratursammanfattning

Avnoteringar har under 00-talet blivit ett vanligare fenomen både på den amerikanska och den europeiska marknaden, exempelvis avnoterades 25 % av alla europeiska börsbolag mellan 1995-2005.

Ett beslut om frivillig avnotering utgår från en avvägning mellan de fördelar och nackdelar som kommer av att förbli publika. Det finns flera fördelar med regleringarna på börsen och framför allt kan väl riktade regleringar leda till högre marknadsvärderingar, högre aktiepriser och ett utökat skydd för minoritetsägare, vilket i sin tur ger upphov till att det blir mer attraktivt för företagen att stanna på börsen. Nackdelar för börsbolagen som regleringarna ger upphov till består framför allt av kostnader som uppkommer för att bolagen ska kunna möta de krav som ställs. Då dessa fördelar för börsbolagen överskrider nackdelarna gäller effektivitetshypotesen och då nackdelarna istället överskrider fördelarna, gäller överregleringshypotesen. Överregleringshypotesen har visat sig gälla både i USA och Europa, till följd av exempelvis SOX i USA och FSL i Frankrike samt IFRS i ett antal europeiska länder.

Ett flertal forskare har observerat att stora företag verkar påverkas mindre av de ökade kostnader som regelverk för med sig i och med att kostandens storlek, relativt sett, blir mindre för stora företag jämfört med små företag. Enligt överregleringshypotesen är mindre företag mer benägna att lämna börsen än större företag, då kostnader hänförliga till regleringar ökar. Ett annat sätt för börsbolagen att delvis undvika betungande regleringskostnader är att förvärva och slå sig samman med andra börsbolag och därmed kunna dela på regleringskostnaderna mellan bolagen. Då det redan är för sent för ett bolag att vidta åtgärder för att sänka regleringskostnader tvingas det till avnotering och om konkurs eller likvidation inte redan är ett faktum så är detta ofta första steg på vägen dit. Striktare regleringar har dock visat sig ge upphov till att avnoteringar till följd av konkurs och likvidation minskat.

Forskare har även påvisat att det finns ett flertal övriga anledningar till att företag avnoteras. Kortfattat beskriver litteraturen att företag som avnoteras tenderar att ha haft svårt att dra nytta av börsen genom god värdering, möjlighet att anskaffa kapital, större finansiell

synlighet eller starkare aktielikviditet i samma grad som de bolag som stannat på börsen. Detta har bland annat visat sig gälla för den amerikanska marknaden.

Det finns primärt tre spår inom litteraturen om avnoteringar. Ett spår undersöker länken mellan avnoteringar och regleringar för frivilliga och ofrivilliga avnoteringar. Ett annat spår fokuserar på varför avnoteringar sker genom förvärv och vad detta har för ekonomiska konsekvenser. Ett tredje spår inom litteraturen behandlar incitament för frivilliga avnoteringar, vad avnoterade bolag har gemensamt och hur avnoteringar påverkar värdet för aktieägarna (Martinez et al. 2015). I denna studie behandlas litteratur framför allt inom det första spåret gällande hur regelverk påverkar avnoteringar.

Som tidigare diskuterats har antalet avnoteringar från börser i USA och Europa har ökat markant under 00-talet vilket fått många att ifrågasätta börsernas attraktionskraft. Detta har givit upphov till forskningsfrågan om regelverkens inverkan på avnoteringar från den svenska börsen. Enligt den tidigare forskning som utgör denna studies referensram så tros den globala trenden av avnoteringar delvis vara resultatet av ökade administrativa kostnader hänförliga till regelverk. Denna uppsats syftar till att utvärdera huruvida ett liknande samband går att observera på den svenska marknaden.

Trenden av avnoteringar	Avnoteringar har under 00-talet blivit ett vanligare fenomen både på den amerikanska och den europeiska marknaden, exempelvis avnoterades 25 % av alla europeiska börsbolag mellan 1995-2005.
Regleringar	Frivilliga avnoteringar sker till följd av en trade-off mellan fördelar och nackdelar av börsen. Regleringar ger upphov till fördelar i form av bland annat högre värdering och nackdelar på grund av regleringskostnader. Då nackdelarna överstiger fördelarna gäller överregleringshypotesen. Då fördelarna överstiger nackdelarna gäller istället effektivitetshypotesen. Regleringskostnaderna är mer betungande för små företag vilket påvisats föranleda avnoteringar. Regleringar ger även upphov till M&A då företag önskar fördela de fasta regleringskostnaderna. Regleringar har även visats motverka avnoteringar till följd av konkurs och likvidation.
Övriga anledningar	Företag som avnoteras ofta haft svårt att dra nytta av börsen genom god värdering, möjlighet att anskaffa kapital, större finansiell synlighet eller starkare aktielikviditet i samma grad som de bolag som stannat på börsen.

Tabell 1: En översikt av den teoretiska referensramen

3. METOD

Detta kapitel beskriver och motiverar de metodval som gjorts under studiens gång samt diskuterar hanteringen av eventuella tillkortakommanden som dessa metodval inneburit. Kapitlet är främst fokuserat på studiens empiriprocess och analysprocess.

3.1 Metodsammanfattning

Vi försöker svara på vår forskningsfråga och uppfylla studiens syfte genom att med ett abduktivt förhållningssätt genomföra en analys av hur utvecklingen av avnoteringar har sett ut genom beskrivande statistik och intervjuer med branschföreträdare. Framtagen statistik har slutligen analyserats med hjälp av en univariat analysmetod och genomförda intervjuer med hjälp av tabell-analys.

3.2 Vetenskapligt tillvägagångssätt

Hermeneutik innebär att en del enbart kan förstås genom att den sätts den i relation till den helhet som den befinner sig i (Alvesson & Sköldberg, 2008). Ett hermeneutisk tillvägagångssätt kan även bidra till en större förståelse för teorin och komplettera denna genom att förståelsen för ämnet succesivt ökar genom den så kallade hermeneutiska spiralen (Alvesson & Sköldberg, 2008). För denna studie var det lämpligt att anamma ett hermeneutisk tillvägagångssätt dels eftersom vår studie utgår från befintlig teori under vår empiri-insamling och dels att därefter analysera och dra slutsatser baserat på denna empiri med en målsättning om att komplettera tidigare forskning inom ämnet. Vi bedömde att det var mycket viktigt för studiens genomförande att vi kontinuerligt jämförde tidigare forskning med vår empiri i syfte att skapa en djupare förståelse för de båda delarna och dess eventuella likheter och skillnader. Denna process tar sig tydligast uttryck i denna studies analysfas.

3.3 Vetenskaplig metod

En metod kan beskrivas som ett tillvägagångssätt för att samla in data och analysera denna (Collis & Hussey, 2009). En kvalitativ metod passar bäst att använda då man önskar undersöka sociala samband som är av komplex karaktär där man ämnar förklara och förstå problemet främst baserat på ord, vilket ofta genomförs med hjälp av intervjuer. En kvantitativ metod passar å andra sidan bäst då man önskar analysera stora mängder rå sifferdata för att kunna uttala sig om samband och trender för en större population (Bryman

och Bell, 2007). För denna studie har vi dock använt oss av flermetodsforskning som bygger på en kombination av kvalitativ och kvantitativ forskning. Syftet med detta angreppssätt är att de två strategierna ska fungera som komplement till varandra och bidra till en djupare förståelse än vad som hade kunnat åstadkommas genom att använda de respektive metoderna separat (Bryman och Bell, 2007).

3.3.1 Anledning till vald metod

Syftet med denna studie har varit att bidra till förståelsen kring hur regleringar påverkar avnoteringar på Stockholmsbörsen. Tidigare studier som gjorts har i huvudsak utgått ifrån en kvantitativ metod då de, med hjälp av statistiska tester, ämnat undersöka samband mellan olika variabler och nivån på avnoteringar. Vår studie skiljer sig ifrån dessa då vi inte enbart tittar på kvantitativ data utan även genomför kvalitativa intervjuer. Den kritik som riktats mot flermetodsforskning menar på att den kvalitativa och den kvantitativa strategin bygger på olika kopplingar till värderingar om hur världen skall undersökas (Bryman och Bell, 2007). Smith (1983) avråder därför forskare ifrån att acceptera att de två strategierna kan användas tillsammans då han menar på att de stödjer olika synsätt och att en kombination av dess leder till negativa kunskapsteoretiska konsekvenser. Problemet med detta argument är att det bygger på en fast koppling mellan kunskapsteori och metod, vilket enligt Bryman och Bell (2007) inte kan bevisas. Vi har därför valt att utgå ifrån den tekniska ståndpunkten i diskussionen mellan kvantitativ och kvalitativ strategi som bygger på att de båda metodernas starka sidor kan kombineras genom flermetodsforskning samt att de båda metodernas skilda ontologiska grundantaganden inte behöver ses som fasta (Bryman och Bell, 2007).

3.4 Val av angreppssätt

Ett deduktivt angreppssätt bygger på ett förhållande där teori samlas in och jämförs med observationer och resultat, vilket brukar benämnas som teoriprövning. Ett induktivt angreppssätt bygger å andra sidan på ett motsatt förhållande där forskaren baserat på observationer och resultat drar generella slutsatser för att sedan i ett andra steg koppla dessa till relevant teori, vilket brukar benämnas som teorigenerering (Bryman och Bell, 2007). En induktiv strategi brukar oftast förknippas med kvalitativa metoder medan den deduktiva strategin vanligtvis förknippas med kvantitativa metoder (Bryman och Bell, 2007). Ett abduktivt angreppssätt går fram och tillbaka mellan teori och data och kombinerar på så sätt induktion och deduktion (Suddaby, 2006). Detta angreppssätt förekommer ofta i samband

med hermeneutik då den möjliggör en ökad förståelse för ämnet genom en iterativ process mellan empiri och teori (Alvesson & Skoldberg, 2008).

Vi har antagit en abduktiv ansats i det att denna studie kommer baseras på ett iterativt tillvägagångssätt där vi både ämnar pröva befintlig teori och generera ny sådan (Bryman & Bell, 2007). Detta metodval motiveras med att ämnet vi studerar till viss del saknar teori och empiri som till fullo kan förklara våra tänkta frågeställningar, ett abduktivt angreppssätt gör det således möjligt för oss att jämföra vår empiri mot teori inom ämnet och på så sätt identifiera dess likheter och olikheter (Alvesson & Skoldberg, 2008). Detta angreppssätt för alltså med sig ett visst mått av flexibilitet då det möjliggör en process där vi inte enbart behöver förlita oss på teori eller empiri utan istället kan växla mellan de två (Saunders et al. 2012).

3.5 Utveckling av ett teoretiskt ramverk

Saunders et al. (2012) delar upp olika litterära källor i tre huvudkategorier; primär, sekundär och tertiär litteratur. Primär litteratur är de första källor som uppkommer inom ny forskning men omfattar även material och information som är direkt framtaget av forskaren själv (Esaiasson et al. 2012). Saunders et al. (2012) förklarar vidare att sekundär litteratur, så som vetenskapliga tidskrifter, uppkommer som en följd av framtagen primär litteratur. Tertiär litteratur är i sin tur sökverktyg för att lokalisera primär och sekundär litteratur som till exempel Internet. För denna uppsats uppmärksammade vi till stor del relevansen av vår huvudfråga genom uppmärksamhet från media men som Saunders et al. (2012) beskriver så kan tidningsartiklar rapportera inkorrekt och partisk information. Vi gick därför vidare till tertiära källor i syfte att stärka tillförlitligheten i vår problemställning, framför allt sökte vi oss till databaser tillgängliga via vårt universitetsbibliotek. För att säkerställa ett källkritiskt synsätt vid litteraturinsamlingen valde vi även att använda oss av ”The Academic Journal Quality Guide, version 4” för att på så sätt få en indikation om vilka källor som kan anses mest trovärdiga och väl ansedda inom vårt valda område. Detta resulterade i att vi kunde identifiera de mest relevanta vetenskapliga artiklarna som tidigare behandlat vårt ämne. Vi kunde därmed referera direkt till de teorier och den empiri dessa artiklar presenterat, samt följa upp dessa artiklars referenser för att ytterligare säkra pålitligheten och kvalitén i vårt teoretiska ramverk, vilket också rekommenderas av Saunders et. al (2012). Vi har i teoriramen främst använt oss av sekundära källor i form av vetenskapliga artiklar eftersom

de enligt Saunders et al. (2012) är mer lämpade än primära källor för att belysa en forskningsfråga i en kontext av tidigare forskning inom ämnet.

Tidigare forskning som behandlar anledningar till att företag avnoteras har behandlat både USA och Europa men endast tre av de artiklar som inkluderats i denna studies referensram har inkluderat den svenska börsen. I dessa fall har svenska börsen inkluderats som en del av ett större data set med information från en mängd andra europeiska börser. Författarna har varit medvetna om att det kan finnas flera skillnader mellan Sverige och de marknader som tidigare undersökts eftersom alla marknader inte fungerar på samma sätt, exempelvis skiljer sig nivån av regleringar mellan Österrike, Danmark och Storbritannien (Thomsen & Vinten, 2014). Om inte dessa skillnader tas hänsyn till kan de leda till att författarna drar missvisande jämförelser mellan tidigare studier och insamlad empiri. Författarna har dock bedömt att detta är en mindre komplikation givet att tidigare studier frekvent diskuterar studier från olika geografiska perspektiv utan att diskutera hur eventuella skillnader mellan marknaderna kan ge upphov till varierande resultat.

3.6 Metod för empirisk datainsamling

3.6.1 Primära källor

Ny forskning kan tas fram genom empiri samt användning och ifrågasättande av tidigare teorier (Alvesson & Kärreman, 2007). Insamlingen av primär empirisk information är dock ofta tidskrävande och kräver därmed noggrann planering av varje fas i processen (Adams et al, 2007). I denna studie har primär information samlats dels genom framtagning av tillgänglig relevant statistik och dels genom ett begränsat antal intervjuer. Syftet med inhämtning av vårt primära empiriska material har varit att skapa ett forskningsunderlag som i största möjliga mån kan jämföras med tidigare framtagen empiri och teori inom ämnet, detta för att finna likheter och skillnader med våra resultat och tidigare forskningsresultat.

3.6.2 Urvalsmetod

Den kvantitativa empiri som vi tagit fram för denna studie har genomgått en urvalsprocess baserat på tillgänglighet av data och de avgränsningar som våra forskningsfrågor innebär, vilket förklaras i mer detalj under "urval". Eftersom syftet med insamlingen av kvalitativ data i denna studie är att kunna dra slutsatser utifrån olika respondenters perspektiv har urvalet för framtagandet av kvalitativ empiri utgick från en icke-sannolikhets-metod snarare än någon form av sannolikhets-metod. Detta är i linje med Blumberg et. al (2011) som

förklarar att i de fall då sannolikhets-metoder inte är motiverade, men det ändå finns en önskan om att urvalet ska möta olika kriterier och kunna bidra med skilda perspektiv, så är icke-sannolikhets-metoder, så som ändamålsenlig provtagning, lämpliga. Vidare är syftet med insamlingen av kvalitativ data att utvärdera hur regleringar påverkar avnoteringar från den svenska börsen, snarare än exakt hur mycket de faktiskt påverkar, vilket givit upphov till att vi använt oss av en icke-sannolikhets-metod kallad ändamåls-enlig provtagning. Genom en ändamålsenlig provtagning är det inte möjligt att svara på frågor som kräver statistiska slutsatser om populationen som exempelvis frågor som rör hur stark inverkan en variabel har på en annan (Saunders et al. 2012). Det är däremot fullt möjligt att svara på frågor som rör huruvida en påverkande variabel ger positiv eller negativ effekt samt hur denna påverkan faktiskt sker (Blumberg et al, 2011).

3.6.3 Urval

Denna studie behandlar Stockholmsbörsen, segmenten Large, Mid och Small Cap på Stockholmsbörsen; NGM och inofficiella marknadsplatser är därmed inte inkluderade i studien. Samtliga datapunkter för avnoteringar, IPOs samt anledningar till avnoteringar har inkluderats under tidsperioden 1997-2014. Studien begränsas till perioden 1997-2014 för trenden av anoteringar och till 2003-2015 gällande olika anledningar till avnotering. Studien avser därmed inte dra några generella slutsatser om avnoteringar om det globala fenomenet kring regleringars inverkan på avnoteringar. Däremot dras vissa generella slutsatser om den svenska marknaden under den givna perioden med tanke på att studien utgår från ett begränsat antal intervjuobjekt.

Vi har utfört vår kvalitativa datainsamling genom att intervjua följande personer:

Namn	Ansvar	Företag
Anonym	Aktiehandeln i Göteborg	Skandinaviska Enskilda Banken AB
Nicklas Fhärm	Equity Research Sweden	Skandinaviska Enskilda Banken AB
David Järnland & Max Scheffel	Corporate Finance Advisory	Swedbank AB
Rickard Talling	Acquisition & Project Finance	Swedbank AB

Gustaf Rova	Large Corporate Clients	DanskeBank A/S
Joakim Bornold	Handel på svenska börsen	NASDAQ OMX Stockholm

3.6.4 Berättigande av urval

Tidigare forskning om varför företag avnoterar sig har behandlat USA (Barath & Dittmar, 2010; Chaplinsky & Ramchand, 2012; Charitou et al, 2007; DeAngelo et al, 1984; Macey et al. 2008; Mehran & Peristiani, 2010) och Europa (Achleitner et al. 2010; Croci & del Giudice, 2014; Martinez & Serve, 2011; Pour & Lasfer, 2013; Renneboog et al, 2007; Thomsen & Vinten, 2014). Enbart Achleitner et al 2010, Croci & del Giudice (2014) och Thomsen & Vinten (2014) har inkluderat den svenska börsen, samtliga har dock dragit generella slutsatser om de Europeiska börserna snarare än specifika slutsatser om den svenska marknaden. Vi har därför valt att enbart undersöka den svenska marknaden och studien behandlar uteslutande Stockholmsbörsen. NGM och övriga marknadsplatser är därför inte inkluderade i studien. Anledningen till detta är att regelverken på övriga marknadsplatser är mindre omfattande än på svenska börsen, exempelvis gäller inte koden för bolagsstyrning på dessa alternativa marknader (fi.se). Anledningen till att NGM är exkluderad är dels att vi för denna börs enbart har tillgänglig statistik sedan år 2000 och dels att börsmeddelanden inte är lika tillgängliga som för Stockholmsbörsen (ngm.se 1; ngm.se 2). Vi har valt att undersöka avnoteringar under perioden 1997-2014 gällande trenden, och perioden 2003-2015 gällande anledningar till avnoteringar. Anledningen till att vi utför en tvärsnittsstudie begränsad till dessa perioder är att vi inte har tillgänglig statistik längre tillbaka i tiden. Detta är ibland fallet för forskningsprojekt inom ramen för akademiska kurser (Saunders et al. 2012).

Det finns ett flertal möjliga icke-sannolikhets-metoder som kan användas för att ta fram ett urval för en kvalitativ studie. En så kallad ändamålsenlig metod används då forskaren vill samla information från respondenter med olika karaktärsdrag för att skapa så hög variation i de svar som ges som möjligt (Saunders et al. 2012). Vi utgick i vårt urval av respondenter från en ambition om att samla information från nyckelpersoner med god insikt utifrån olika perspektiv i vad som driver avnoteringar från Stockholmsbörsen. Respondenterna valdes ut genom att författarna inledningsvis identifierade ett antal företag som antogs besitta god kunskap inom ämnet. I huvudsak valde författarna att gå vidare med de svenska

storbankerna (Svenska Handelsbanken, Skandinaviska Enskilda Banken, Danske Bank samt Nordea), NASDAQ OMX Stockholm och vissa PE-bolag. Därefter kontaktade författarna dessa företag och bad om att få bli kopplade till de inom organisationerna som var mest insatta i ämnet, efter en utvärdering av de potentiella respondenternas tidigare erfarenhet valde författarna sju primära intervjupersoner samt en reserv. Vi är medvetna om att ett fåtal intervjuer enbart ger oss begränsad insyn i den problematik vi studerar, men bedömer ändå att vi uppnår tillräcklig empirisk mättnad för att kunna dra övergripande slutsatser för den svenska marknaden gällande vår frågeställning. Detta baseras på att vi efter 4 genomförda intervjuer började få upprepande svar som ej tillförde mycket ny information. Efter att ha utfört ytterligare två intervjuer, som även de bekräftade det som sagts i tidigare intervjuer, gjorde vi bedömningen att vi uppnått så kallad empirisk mättnad. Vi valde trots detta att utföra en sista kontrollintervju, men då även denna gav samma resultat som föregående intervjuer gjorde vi bedömningen att de 6 redan gjorda intervjuerna skulle vara tillräckligt.

3.6.5 Empirisk kvantitativ informationsinsamling - statistik

Vi jämför, i stil med Thomsen & Vinten (2014), avnoteringarna med både IPOs och antal bolag på börsen under perioden 1997-2014 eftersom vi vill få en bild över hur börsens relativa attraktivitet förändras, det vill säga totala antalet bolag på börsen. Studien utförs på en aggregerad nivå, författarna skiljer alltså inte på segmenten Small, Mid och Large Cap. Anledningen till detta är att inhämtad statistik inte är uppdelat på dess segment. IPOs för perioden i fråga har hämtats från nasdaqomxnordic.com och antal bolag på börsen för perioden 1997-2014 har tagits fram genom mail-korrespondens med börsen. Thomsen & Vinten (2014) delar upp möjliga anledningar till att företag avnoteras från börsen i tre kategorier; going private, bankruptcy & liquidation samt M&A. Vi översätter de två förstnämnda kategorierna till "på begäran av företaget" och "konkurs & likvidation". Författarnas primära källa som motiverar deras kategorisering är Thomson Reuters Worldscope©. Våra källor ger oss nästintill tillräcklig information för att använda samma kategorisering, med ett undantag. Eftersom vi utgår från Thomsen & Vintens kategorisering önskar vi fånga upp situationer då majoritetsägaren köper ut minoritetsägarna, vilket bör ingå i kategorin "På företagets begäran". Baserat på den data vi har tillgång till kan vi dock inte särskilja de transaktioner för vilka köparen är en befintlig majoritetsägare eller ett PE-bolag. Dessa situationer faller till följd av detta under M&A, med vissa undantag då det visar sig uppenbart att köparen är en befintlig majoritetsägare, exempelvis då Peab AB privatiserade Peab Industri AB år 2009 (nasdaqomxnordic.com).

Statistik för avnoteringar från nasdaqomxnordic.com är ibland missvisande då NASDAQ i sin rapportering enbart ämnar ge en ungefärlig beskrivning av vad som förorsakat en avnotering. Avnoteringar som kategoriseras som “på företagets begäran” kan exempelvis istället vara resultat av sammanslagning eller förvärv. För att säkra att vår information är korrekt har vi därför kategoriserat avnoteringar baserat på börsmeddelanden för så långt bak de finns tillgängliga, sedan maj 2003, och stämt av detta mot NASDAQ’s rapportering. Vi säkrade också kvalitén i dessa börsmeddelanden genom att stämma av den givna informationen mot aktiehistorik från Skatteverket. Anledningen till att vi primärt utgår från börsmeddelanden trots att informationen från Skatteverket i många fall är mer utförlig är att Skatteverket enbart har information som sträcker sig tillbaka till år 2005. För att ytterligare säkerställa att vi kan presentera slutsatser med god reliabilitet och validitet, har vi mottagit intyg från Stockholmsbörsen om att vår statistik är korrekt.

I den statistik vi presenterar i Figur 1 ingår utöver antal listade bolag, avnoteringar samt IPOs även “listbyten +netto” samt “övriga inträden”. Den första kategorin består av differensen mellan listbyten till och från Stockholmsbörsen, den andra kategorin består av inträden exempelvis till följd av M&As eller spin-offs, då dotterbolaget till ett noterat moderbolaget delas ut till aktieägarna och i sig noteras. Poolia AB gjorde exempelvis en spinoff av dotterbolaget Dedicare AB 2011. Den statistik som presenteras i Figur 2 baseras på samma data som Figur 1. I den statistik som presenteras i Figur 3 ingår utöver M&A, på företagets begäran och konkurs & likvidation även “övriga anledningar” samt “listbyten”. Övriga anledningar innefattar här exempelvis situationer då företag byter hemvist, ett exempel på detta är Unibet Group Plc år 2006 (nasdaqomxnordic.com). Listbyten är helt enkelt byten från Stockholmsbörsen, 24hPoker Holding AB bytte exempelvis till den inofficiella handelsplatsen First North år 2007 (nasdaqomxnordic.com). Vissa företag observationsnoteras på grund av osäkerhet gällande företagets finansiella ställning men går följaktligen i konkurs först efter att företaget på egen begäran avnoterats. I dessa fall klassas inte avnoteringen som en direkt följd av “konkurs eller likvidation” utan i stället som en avnotering “på begäran av företaget”, ett exempel är Switchcore AB som avnoterades under 2008 (nasdaqomxnordic.com). I övrigt tar vi ingen hänsyn till om företagen efter en avnotering senare återintroduceras, varken på Stockholmsbörsen eller övriga svenska börser, vi önskar fortfarande se dessa fall i vår analys i stil med Croci & del Giudice (2014).

3.6.6 Empirisk kvalitativ informationsinsamling – intervjuer

I syfte att säkerställa reliabilitet och validitet i våra kvalitativa data hade vi initialt kontakt med diverse organisationer i syfte att finna rätt personer att prata med givet ämnet. När dessa personer hade identifierats bokade vi in intervjuer via mail- och telefonkontakt. Samtliga intervjuer genomfördes 5-12 maj 2015 och pågick 45-65 minuter.

- *Strukturerade kontra semi-strukturerade intervjuer*

Silverman (2011) beskriver två motpoler i diskussionen om användningen av intervjuformatet för att lära oss något om verkligheten. Den ena polen, positivism, utgår från att vi genom intervjuer kan resultera i en spegelbild av verkligheten. Den andra polen, konstruktivism, utgår istället från att de svar som uppkommer under en intervju enbart uppkommer som en följd av den specifika intervjun och således inte kan utgöra en grund för generaliseringar om verkligheten. Silverman (2011) drar dock slutsatsen att även om det är en komplicerad process så går det att genom intervjuer få en förståelse för verkligheten, vilket vi utgått från gäller även i vårt fall.

Vi har utfört intervjuer i syfte att komplettera vår redan införskaffade statistik med respondenternas tolkningar av denna statistik eftersom vi utgick från att våra respondenter kunde förse oss med analyser och slutsatser som vi som forskare inte själva hade kunnat leda dem in på. Baserat på detta syfte har vi utfört kvalitativa, snarare än strukturerade intervjuer. Detta stöds av Blumberg et al (2011) som beskriver kvalitativa intervjuer som en lämplig metod när forskare inte har ingående förväntningar om ett specifikt resultat utan snarare söker ännu okända förklaringar. Vårt metodval stöds även av Eriksson & Kovalainen (2008) som säger att kvalitativa intervjuer är användbara eftersom respondenten ofta kan förse forskaren med oväntade svar. Blumberg et al (2011) beskriver vidare lämpligheten av metoden i fall då forskare önskar komplettera sin egen förståelse av redan införskaffad kvantitativdata med respondentens tolkningar av denna, vilket också är helt i linje med vårt tillvägagångssätt.

Kvalitativa intervjuer kan både anta en semi-strukturerad och en ostrukturerad form (Blumberg et. al, 2011). Vi valde ett semi-strukturerat snarare än ett ostrukturerat upplägg på våra intervjuer. Detta motiveras med att våra intervjuer primärt har genomförts för att vi ska få en djupare förståelse för ämnet baserat på våra respondenters expertis. Vi har utgått från att denna expertis utgår från deras position och erfarenhet, snarare än deras personliga

synsätt och uppfattningar. Detta metodval stöds av (Blumberg et. al, 2011) som förklarar att det inför ostrukturerade intervjuer ibland inte ens finns ett frågeunderlag och att dessa intervjuer primärt är att föredra då forskaren söker svar utifrån respondentens egen uppfattning och synsätt. Semi-strukturerade intervjuer innefattar å andra sidan relativt specifika frågor men ger fortfarande utrymme för respondenten att följa och utveckla sina egna tankar (Blumberg et. al, 2011).

- *Utformning av intervjuunderlag*

Vid strukturerade intervjuer har forskaren en tydligt formulerad uppsättning frågor som ska besvaras men vid genomförande av kvalitativa intervjuer betonas istället öppna frågor med utrymme för ett intervjuobjekt att svara utifrån sitt eget perspektiv (Bryman & Bell, 2007). I enlighet med Bryman & Bell (2007) har vi genomgående tillåtit respondenten att röra sig mellan frågor och visa vad de anser relevant och intressant, vi har även tillåtit att nya frågor diskuteras som en följd av respondentens svar, även det i enlighet med Bryman & Bell (2007). Intervjufrågorna har varit öppna i syfte att ge upphov till detaljrika svar, vilket är i linje med Eriksson & Kovalainen (2008) som betonar att öppna frågor jämfört med stängda frågor förvisso tenderar att resultera i längre svar men att de samtidigt ger en mer nyanserad beskrivning då respondenten har möjlighet att själv utveckla sina tankar. Våra frågor var därför av öppen karaktär för att undvika att leda in respondenterna på en viss tolkning eller uppfattning som vi som forskare själva hade utvecklat vid intervjuernas genomförande. Tanken bakom uppbyggandet av frågorna var att till en början ställa öppna frågor i syfte att få reda på vilka faktorer som respondenten, utan att regleringar nämnts, ansåg viktiga och relevant, för att först därefter ställa följdfrågor med regleringsfokus. Detta upplägg ansåg vi vara ytterst nödvändigt för att säkerställa att respondentens spontana svar och tankar uppdagades. Nedan visas två exempel på hur våra intervjufrågor var utformade (se appendix):

1. Vilka faktorer har bidragit till att Stockholmsbörsen sedan 1997 blivit mer eller mindre attraktiv för företag att finnas på?
 - *Har regelverken på börsen förändrats och har detta i så fall påverkat börsbolagen?*
2. Varför avnoterar sig företag från Stockholmsbörsen, frivilligt och ofrivilligt?
 - *Hur påverkar regleringarna på Stockholmsbörsen företagens vilja att avnotera sig?*

Det finns dock alltid en risk att man som författare, genom sina intervjufrågor, leder respondenten i samband med intervjuer, men genom att ställa öppna frågor så kan en sådan risk minskas (Eriksson & Kovalainen, 2008). Vi inkluderade i övrigt följdfrågor för att säkerställa uttömmande svar, se till att vi förstått respondenten korrekt samt stämma av så denne inte ansåg att vi missat något viktigt i våra frågeställningar om det aktuella ämnet under intervjuens gång, även detta i enlighet med Eriksson & Kovalainen (2008).

Vi spenderade en hel del tid och energi på intervjufrågorna för att säkerställa att svaren från intervjuerna indirekt skulle leda fram till svar på forskningsfrågorna. Glesne (1999) noterar att detta är viktigt då oerfarna forskare tenderar att blanda ihop sina forskningsfrågor med sina intervjufrågor. Han menar att om en forskningsfråga kan besvaras direkt genom en intervju är det inte en väl utformad fråga, forskningsprocessen kräver då inte längre någon form av analys från forskarens sida. Saunders et al. (2012) rekommenderar vidare att tilltänkta huvudfrågor, delfrågor och material som framkommit under projektets gång i förväg skickas till respondenten för att ge intervjun ytterligare fokus. Vi har således skickat både huvudfrågor och vissa följdfrågor till respondenterna två dygn före varje intervju, utöver detta inkluderades även en sammanfattning av den statistik om Stockholmsbörsen som presenteras i empiri-delen av denna uppsats.

- *Ansikte mot ansikte kontra telefonintervju*

Vi har genomfört fem av sex av våra intervjuer via telefon snarare än ansikte mot ansikte. Eftersom Sveriges finanssektor är koncentrerad till Stockholm var respondenterna som intervjuades också lokaliserade i Stockholm vid intervjutillfället medan vi befann oss i Göteborg. Den mest uppenbara fördelen med att utföra en intervju på telefon är besparingen i tid och i pengar som uppkommer då intervjuobjektet befinner sig på annan ort, vilket även gällde i vårt fall (Blumberg et al. 2011; Saunders et al. 2012). En av de mest betydande nackdelarna är att det via telefon inte går att avläsa respondentens kroppsspråk vilket gör det svårare för forskaren att bedöma om denne bör pressa respondenten om vissa frågeställningar. Utöver detta kan även tekniska problem uppstå som inte kan påverka ett fysiskt möte på samma sätt (Saunders et al. 2012). Vi vägde därmed kostnadsbesparingen mot dessa potentiella nackdelar innan vi bestämde oss för att hålla oss till telefonintervjuer.

- *Transkribering och inspelning*

Vi har vidare spelat in våra intervjuer för att under intervjuernas gång ha möjlighet att fokusera på att lyssna och ställa frågor, snarare än att föra anteckningar, vilket också rekommenderas av Bryman & Bell (2007). Även om vi hade valt att föra anteckningar så resulterar ofta kvalitativa intervjuer i en informationsmängd som kan vara svår att fånga upp utan en inspelning. Att i efterhand ha tillgång till inspelningar hjälpte oss att dels kontrollera våra egna tolkningar av vad som sagts under intervjun och dels att påminna oss om sådant vi själva glömt av, vilket Saunders et al. (2012) nämner som en av de viktigaste fördelarna. Inspelningarna gav oss även möjlighet att i efterhand återgå till intervjuerna för att transkribera de mest relevanta svaren för våra forskningsfrågor inför författandet av vår empiri vilket är en viktig fördel enligt Bryman & Bell (2007). Dock finns det även nackdelar med inspelning som är värda att ta hänsyn till, dels kan respondenter bli mindre öppna i sina svar till följd av att de vet att intervjun spelas in (Bryman & Bell, 2007), utöver detta kan det även i denna fas uppstå tekniska problem (Saunders et al. 2012). Vi bedömde dock dessa risker som överkomliga givet fördelarna.

3.7 Metod för analys

3.7.1 Val av metod

Vid analys av kvantitativ data kan flera olika tekniker användas. Alla tekniker kan inte användas till alla variabler utan det är viktigt att valet av teknik speglar de variabler man utgår från. Hur urvalet av data ser ut kommer i stor mån även det att påverka valet av teknik. Det finns olika typer av analyser, univariat (en variabel i taget), bivariat (två variabler i taget) och multivariat (tre eller fler variabler i taget) (Bryman och Bell, 2007).

Kvalitativ dataanalys har inte uppnått samma kodifieringsgrad som kvantitativ data har och vissa menar att detta heller inte är något att sträva efter, kvalitativ dataanalys utgår snarare från generella riktlinjer (Bryman & Bell, 2007).

3.7.2 Univariat analys

Första steget vid analys av kvantitativ data är att avgöra ifall insamlad data är kategorisk eller numerisk för att kunna välja en så korrekt analysmetod som möjligt. Om data är kategorisk bör dessa kategorier vara i linje med studiens syfte och helst sättas innan insamling av data påbörjas, exempelvis med hjälp av tidigare studier som riktlinje (Bryman och Bell, 2007). En vanlig förekommande metod vid analys av en variabel i taget, det vill

säga univariat analys, är diagram. Dessa används då man enkelt vill illustrera insamlad data och göra presenterad data enkel att förstå och tolka för läsaren. Stapeldiagram och cirkeldiagram är bäst lämpade då man arbetar med nominalvariabler och önskar presentera dessa på ett enkelt och tydligt sätt (Saunders et al. 2012). Stapeldiagram är passande då man vill illustrera hur fördelningar har förändrats ex. under ett antal år. Cirkeldiagram å andra sidan är till för att visa olika kategoriers relativa storlek och sätta dessa i förhållande till det totala antalet. Dessa metoder för sammanställning och analys av den kvantitativa datan kan användas för att stödja vår insamlade kvalitativa data och är därför att föredra i denna studie (Bryman och Bell, 2007). Saunders et al. (2012) menar på att det vid sammanställning av data och skapandet av dessa diagram passar sig bäst att använda analysprogram så som Excel© eller SPSS©. Då vi arbetat mycket i Excel© tidigare så har vi därför valt att använda oss av detta program vid analysen av data i denna studie.

3.7.3 Tabell-analys

Det går att angripa analys av kvalitativ data både med induktiva och deduktiva metoder. Enligt Yin (2009) är det lämpligt att utforma ett analysramverk för att organisera analysen av kvalitativ data. Han menar att det är lämpligt att denna utformning sker med hjälp av teoriramverket som använts till att formulera intervjufrågorna, han förespråkar därmed en deduktiv angreppsmetod. Saunders et al. (2012) beskriver motsatsen, en induktiv angreppsmetod, som en process där forskaren beslutar vilka teman som ska fokuseras baserat på de svar som ges. Yin (2009) betonar att en induktiv angreppsmetod kan vara olämplig för nya forskare eftersom svårigheter kan uppkomma då forskaren inte är tillräckligt noggrann med att löpande utvärdera vilka teman som utvecklas från de svar som ges. Vi bedömde därför att en abduktiv metod kallad tabell-analys var mest lämplig för vår studie, vilket baserades på att vi utgick från att vi inte hade tillräckligt god förståelse för att i förväg identifiera de teman med högst relevans. Istället identifierades dessa teman genomgående under datainsamlingsfasen, vilket är i linje med Saunders et al. (2012).

3.7.4 Utförande av analysen

Vi har i analysen av vår data använt oss av univariat analys i form av stapel-, cirkel- och linje-diagram. Vi började med att sammanställa all vår insamlade data i Excel©, data sammanställdes sedan i tre olika diagram, detta för att kunna presentera data på ett så passande sätt som möjligt. "Antalet avnoteringar, totala antalet bolag, antalet IPOs, listbyten +netto och övriga anledningar" för varje år sammanställde vi i ett stapeldiagram för att få en lättolkad överblick över situationen. Vi tog sedan ut avnoteringarna separat och band

samma observationerna för varje år med hjälp av ett linjediagram för att kunna ge en indikation om den nuvarande riktningen på antalet avnoteringar. Vi delade sedan upp dessa i fem olika kategorier (se ovan nämnda datastycke) och placerade in dessa i ett stapeldiagram för att få en bild över vilken anledning som var vanligaste orsaken till att företag avnoterats för varje år. För att sedan få fram den relativa storleken av varje kategori i förhållande till den totala mängden avnoteringar så skapade vi ett cirkeldiagram för alla observationer under den valda tidsperioden. Dessa fyra diagram användes sedan som underlag till intervjuerna och som jämförelse emot intervjuobjektens svar så väl som tidigare litteratur.

Den kvalitativa analysen har skiljt sig från den kvalitativa, bl.a. eftersom den genomförts löpande under datainsamlingen. Detta har gjort det möjligt för oss att löpande under datainsamlingens gång få en bättre förståelse för vad vi behöver veta mer om, samt att kunna fokusera våra kommande intervjuer därefter (Bryman & Bell, 2007). Vi kategoriserade svaren i en sammanfattande tabell enligt de huvudteman som vi behandlat under intervjuerna. Vi jämförde därefter dessa svar mot vårt teoriramverk för att finna likheter och skillnader med våra resultat och tidigare forskningsresultat.

3.7.5 Trovärdighet i resultaten

Vi har säkerställt validiteten och reliabiliteten i våra resultat på ett antal olika sätt. I den kvantitativa datainsamlingen har vi i tre steg säkrat att informationen vi tagit fram är korrekt, enligt beskrivningen i "Empirisk datainsamling - statistik". I den kvalitativa datainsamlingen har vi i samma syfte varit noggranna med att utvärdera så att våra respondenter har god förståelse om ämnet. I övrigt har vi erbjudit respondenterna anonymitet för att få ärliga och raka svar, vi har även utvärderat så intervju-effekten inte påverkat resultaten. Vi har även försökt vara så pålästa på ämnet som möjligt för att inte misstolka vad som sagts under intervjuerna (Collis & Hussey, 2009; Saunders et al. 2012).

3.8 Etiska ställningstaganden

Vid genomförande av kvalitativa intervjuer så är det viktigt att säkerställa att dessa genomförts på ett etiskt korrekt sätt och att intervjuobjekten har behandlats med respekt (Blumberg et al, 2011). För att säkra att svaren som ges vid intervjuerna är respondenternas egna har vi i denna studie varken på något vis tvingat intervjuobjekten att delta eller erbjudit betalning för deras deltagande, att undvika detta menar Blumberg et. al (2011) är viktigt för att säkerställa ett objektivt förhållningssätt från deltagarna. Vi har dessutom erbjudit

intervjuobjekten anonymitet för att på så sätt skapa en ökad vilja att ställa upp och svara sanningsenligt på de frågor som ställts, vilket är i linje med Bryman och Bell (2007). Utöver detta har vi även på förhand informerat deltagarna om vad vi önskar uppnå och vad syftet med denna studie är. En färdigställd rapport har även skickats ut till de som deltagit, vilket enligt Blumberg et. al (2011) är av god sed.

4. EMPIRI

I kapitlet om empiri presenteras de fynd som framtagen statistik och genomförda intervjuer resulterat i.

4.1 Data - Figur 1 & 2

Fig. 1 Listade bolag, IPOs & avnoteringar, NASDAQ OMX Stockholm, 1997-2014 (se appendix)

Fig. 2: Avnoteringar, NASDAQ OMX Stockholm, 1997-2014 (se appendix)

Figur 1 visar på att antalet nyintroduceringar och avnoteringar i relation till börsen har förändrats markant över tid. Under IT-bubblan, mellan år 1997 och 1999 skedde 139 IPOs på den svenska huvudmarknaden. Detta följdes av att 91 bolag avnoterades från börsen under perioden 1999-2001 då bubblan sprack. Sedan dessa turbulenta år har utvecklingen av både IPOs och avnoteringar varit relativt stabil. Avnoteringarna har sedan IT-kraschen varit som högst i samband med finanskrisens utbrott år 2008. Vi kan vidare utläsa att antalet IPOs nådde sin högsta nivå sedan 2001 under år 2014. Vi kan se att antalet bolag på börsen sedan -00 har rört sig nedåt där år 2014 är första året där vi för första gången sedan -00 ser en uppgång i antalet bolag. Vi kan vidare utläsa att antalet bolag -97, innan IT-bubblan, ungefär ligger på samma nivå som för 2014. Figur 2 ger oss en indikation om att antalet avnoteringar tenderar att ha en nedåtgående trend men detta har inte statistiskt säkerställts. Ur Figur 1 & 2 går det dessutom att utläsa att antalet avnoteringar tenderar att gå upp under bubbler/kriser.

4.2 Trenden kring avnoteringar

Järnland & Scheffel (2015) förklarar att börsen under 90-talet inte var särskilt reglerad vilket gjorde det enkelt för många bolag att notera sig då det var en snabb process och kapitalanskaffningen gick att genomföra utan att någon utförlig information kring medföljande risker behövde förklaras. Efter IT-kraschen 2003 trappades regleringarna på börsen upp fram till finanskrisen 2008, det ekonomiska läget under perioden fram till och med finanskrisen resulterade i att börsbolagen inte kunde prestera på historiska nivåer vilket i sin tur gav upphov till att IPO-fönstret helt stängdes. Börsen började därefter arbeta mycket för att bli en mer attraktiv handelsplats att finnas på igen genom diverse initiativ för att göra det enklare för företag att komma in på marknaden. Under 2014 och 2015 har sedan värderingarna på börsen uppnått rekordhöga nivåer vilket har lett till att antalet noteringar på

Stockholmsbörsen ökat och avnoteringarna planat ut (Bornold, 2015). Talling (2015) beskriver vidare att börsen nu genomgår en så kallad "maturing bull"-fas i konjunkturcykeln och att denna fas vanligtvis avslutas med en bubbla som till slut spricker varpå de höga värderingarna går ner vilket skulle kunna resultera i att IPO-fönstret stängs igen och avnoteringarna ökar.

Under krisår tenderar avnoteringar att öka, vilket exempelvis kan observeras i form av en topp gällande avnoteringar under perioden 2008-2009. Bornold (2015) menar på att detta beror på att konkurser ökar under dessa år vilket gör att avnoteringarna går upp under år av kriser, men att detta fenomen också har att göra med att det tenderar att bli billigare att köpa ut bolag från börsen då priserna på bolagens aktier faller. Bornold (2015) beskriver de senaste åren som regleringarnas tidevarv och att de regleringar som tillkommit är ett resultat av den senaste finanskrisen. Han bedömer dock att detta inte haft någon negativ inverkan på börsens attraktivitet. Bornold (2015) menar vidare på att börsen idag har blivit en mer attraktiv plats att befinna sig på för företag då den blivit ännu mer tillgänglig för investerare, både för privatpersoner och institutioner. Han beskriver vidare hur möjligheterna för börsbolagen att nå internationellt kapital har blivit större. Huvudanledningen till att det är lättare att investera på börsen är att det blivit både billigare och enklare att handla aktier, bland annat med den tillgänglighet som Internet har erbjudit.

Idag är börsen en mer attraktiv plats att befinna sig på enligt Bornold (2015), detta trots att marknaden idag är mer reglerad för både företag och investerare än vad den var förut. Fhärm (2015) menar på att trenden idag är att det tillkommer regelverk på börsen och att avnoteringarna går i cykler i det att då börsen är lågt värderad så kommer även antalet avnoteringar i form av utköp att öka då bolagen då tenderar att bli billigare. Enligt Järnland & Scheffel (2015) behöver inte avnoteringar framöver ha en motsatt utveckling jämfört med IPOs även om högre värderingar leder till att det blir mindre attraktivt att köpa ut företag från börsen. Utöver att börsen är högt värderad så är även räntorna rekordlåga vilket verkar i motsatt riktning. Detta borde föranleda avnoteringar genom M&A eftersom många börsbolag har låg belåningsgrad och på något vis behöver skapa tillväxt då de i nuläget befinner sig i en miljö som inte växer (Fhärm, 2015). Järnland & Scheffel (2015) menar att avnoteringar med stor sannolikhet har starkare korrelation med börsbolagens belåningsgrad än med börsutvecklingen.

Bornold, J., (2015) menar på att avnoteringar inte följer konjunkturen på samma sätt som IPOs gör och det därför inte finns någon korrelation mellan IPO och avnoteringar. Han menar vidare på att de därför inte kan anses vara två sidor av samma mynt, eftersom de styrs och påverkas av olika faktorer. Han berättar att vi inte ser så många företag som avnoterar sig just nu och även om diskussionen kring avnoteringar har varit stor så är den inte lika aktiv idag. I dagsläget ligger fokus snarare på att sätta bolag på börsen istället för att plocka bort dem (Bornold, J., 2015).

Slutligen verkar det råda konsensus kring det faktum att avnoteringar inte är ett stort orosmoln idag och att trenden gällande dessa kan anses vara stabilt neutral eller något nedåtgående.

4.3 Regleringar

Enligt Rova (2015) har svenska börsen alltid varit väldigt öppen med siffror vilket han menar har resulterat i att svenska börsen är i absolut framkant med att ha hårda regleringar. Han ställer här den danska och tyska marknaden, där det är betydligt svårare att få tag på information om börsbolagen, i relation till den svenska marknaden. Bornold (2015) anser att det är viktigt att börsen är en så attraktiv handelsplats som möjligt och att de krav som ställs på bolagen är relevanta sett till syftet att skydda minoritetsägare. Han tycker därför det är viktigt att kontinuerligt utvärdera vad som kan göras för att underlätta både introduktionsprocesser och själva vistelsen på börsen. Fhärm (2015) resonerar också att regleringar i någon mån är en förutsättning för en konkurrenskraftig marknad eftersom ingen vill sitta med ett bedrägeri och för att detta skall undvikas krävs det att börsbolagen tar sig igenom ett antal nålsögon för att garantera kvalitén på företagen för investerare. Fhärm (2015) bedömer även att de strikta regelverken resulterat i att Stockholmsbörsen blivit en mer attraktiv marknad för företagen i det att en notering nu allt mer har börjat fungera som en kvalitetsstämpel för företagen. Två betydande regleringar har enligt honom resulterat i att börsbolagen har en kvalitetsstämpel på ett annat sätt idag än vad de hade för 20 år sedan, dels kraven på redovisning enligt IFRS och dels bolagsstyrningskoden, även om det finns en mängd övriga kompletterande regler och krav som även de påverkar. I övrigt finns regler och krav på allt från hur gammal styrelseordförande får vara, hur många styrelser en person får sitta i och vem som får ge rådgivning till småsparare (Bornold, 2015).

Järnland & Scheffel (2015) betonar dock att inga börsbolag klagar på att det är för billigt att finnas på börsen utan för bolagen handlar det om att hela tiden väga fördelarna mot nackdelarna av att stanna på börsen men de menar dock att väldigt få bolag avnoterar för att de tycker kostnaderna är för höga. Fhärm (2015) bedömer inte heller att marknaden är överreglerad, han tror förvisso att regelverken får en hel del företag att fundera över huruvida det är värt att finnas på börsen men han tror inte att regelverken skulle vara en anledning att bolag avnoterar sig. Inte heller Bornold (2015) tror att regleringar är något större hinder utan han bedömer snarare liksom Fhärm (2015) att företagen ser det som en kvalitetsstämpel att uppnå de krav som finns. Rova (2015) anser också att striktare regelverk haft en positiv effekt på börsen som marknadsplats då de har skapat och skapar ett bra skydd för småsparare samtidigt som de enbart givit upphov till marginella kostnader för börsbolagen.

Nya bolag på börsen kommer dock tydligt märka av den ökade publiciteten och de regler som uppstår kring vad man får säga och vilken information man får släppa till marknaden, vilket är faktorer som kan påverka ganska mycket och kan vara ganska påfrestande för de bolag som funderar på att gå in på marknaden men även de nyligen inkomna (Bornold, 2015). I övrigt menar Bornold (2015) att den reglerade marknaden kan upplevas som tungrodd med mycket papper som ska fyllas i, behov av utökade resurser till Investor Relations (IR) m.m. men han tror dock inte att regleringar har någon direkt påverkan kring företagets beslut att avnotera sig. Järnland & Scheffel (2015) betonar vidare att även om kostnaden och administrationen kring regleringarna skulle vara så pass betungande att ägarna vill ta bolaget från börsen så skulle detta ändå inte föranleda en avnotering eftersom detta skulle leda till att majoritetsägaren får både institutionella aktieägare, privata aktieägare och oberoende organisationer så som Aktiespararna emot sig, vilket leder till en betungande förklaringsbörd. De menar att aktieägarna inte lägger så stor vikt i om företaget sparar någon miljon om året jämfört med den sämre service de förväntar sig få om bolaget byter till en mindre lista eller genomför en ren avnotering. Anonym (2015) bygger vidare på resonemanget om att det finns en hel del som talar emot att en avnotering skulle kunna motiveras med att reglerna resulterar i för mycket administration och för höga kostnader, både gällande relationen till kunder och kapitalmarknaden. Han menar att även om huvudägaren har goda intentioner så skulle en ren avnotering tolkas som att huvudägaren är skurkaktig och inte tål insyn vilket i sin tur skulle vara förödande för framtida kapitalanskaffning.

Bornold (2015) bedömer att mindre bolag på börsen inte påverkas mer av regleringar än vad större bolag gör och de övriga respondenterna instämmer i huvudsak i detta argument. Järnland & Scheffel (2015) bekräftar att regelverken på Large, Mid och Small Cap i sig inte skiljer sig åt. De betonar dock att regelverken delvis har en större påverkan på små jämfört med stora företag, dels för att mindre bolag har svårare att hantera alla IR-frågor rent organisatoriskt och dels för att de löpande kostnaderna som kommer av att vara på börsen blir en större del av helheten för de mindre bolagen. De bedömer däremot inte att regelverken gör att benägenheten för mindre bolag att avnotera sig är större än den är för stora företag, utan att dessa regelrelaterade kostnader enbart påverkar på marginalen. Fhärm (2015) tror å andra sidan att regleringarna faktiskt kan ha en viss påverkan på ett avnoteringsbeslut för ett mindre bolag även om denna påverkan sker indirekt. Han resonerar att om ett företag inte har någon betydande bevakning av sin aktie och därmed inte får ut en värdering på börsen som kan anses rättvis och om de dessutom behöver hantera administration och kostnader i relation till regelverken på börsen så kan detta föranleda en avnotering, medan det för de större bolagen bara är en fråga att följa de regelverk som finns.

Den samlade uppfattningen från respondenterna är alltså att det överlag är positivt att reglerna på börsen stärkts och att detta givit upphov till att börsen har blivit mer attraktiv för företag att finnas på. Den gemensamma uppfattningen är att överregleringshypotesen inte stämmer eftersom avnoteringar från Stockholmsbörsen inte sker till följd av att marknaden är hårt reglerad. Rova (2015) tror sammanfattningsvis att bolag som redan finns på börsen kan hantera att regleringarna blir mer strikta men att ökade regleringar däremot påverkar bolagen utanför börsen i större utsträckning i det att de fungerar som en tröskel in till börsen. Järnland & Scheffel (2015) berättar vidare att Stockholmsbörsen, till följd av att de nu märker att de ökade regleringarna gör det svårare att gå in på börsen och i mång mån avskräcker företagen från att söka sig dit, har börjat genomföra flera initiativ för att sänka tröskeln in till börsen. Stockholmsbörsen har exempelvis introducerat en så kallad "fast-track"-process för bolag som vill in på börsen med bland annat en granskningsperiod för børsrevisorn på två månader jämfört med standardtiden för den processen på närmare åtta månader. De menar vidare att regelverken ger upphov till att mindre bolag, som exempelvis inte rapporterat enligt IFRS tidigare, behöver genomgå en gedigen omställning i samband med sitt inträde på börsen men att då de väl är noterade bör det inte vara några svårigheter att hantera de krav som finns. Även Anonym (2015) instämmer i att regleringar sällan

påverkar företag i den mån att de avnoteras från börserna och om ett bolag väl finns på börserna ska det mycket till för att de ska lämna handelsplatsen, men att regelverken med säkerhet påverkar motivationen hos företag att genomgå en notering. Talling (2015) menar även att alla de kostnadsökningar som tillkommer i direkt samband med en notering kan få små bolag att i enskilda fall tveka inför en notering eller att det kan leda till att de avnoteras kort efter sin notering.

4.4 Data - Figur 3

Fig. 3: Anledningar till avnoteringar, NASDAQ OMX Stockholm, 2003-2015 (se appendix)

Från figur 3 kan utläsas att huvudorsaken till avnoteringar mellan år 2003 och år 2015 är M&A som står för 69 % av avnoteringarna. Figur 3 ger en tydligare bild av den totala fördelningen mellan olika anledningar till avnoteringar under perioden. Vi kan här utläsa att övriga 31% av avnoteringarna består av 14% "på egen begäran", 10% "listbyten", 5% konkurser och 2% övriga anledningar. Sett till de fall då företag själva väljer att avnoteras så tycks fördelningen relativt spridd även om 2004, 2008-2009 samt 2013 års nivåer är högre än övriga. Figur 3 indikerar därför att avnoteringar som skett på företagets begäran inte tycks ha ökat. Cirka en avnotering per år är pga. konkurs förutom under krisåret 2008 då detta antal går upp till tre. Detta ger oss en indikation om att konkurser tenderar att gå upp under krisåren. Vi kan vidare utläsa att M&A under år 2006 är högre än år 2008 samt att kategorierna "på företagets begäran", "konkurs & likvidation", "övriga anledningar" och "listbyten" tenderar att gå upp under krisåren 2008-2009.

4.5 Övriga anledningar

Alla intervjuobjekt är överens om att regleringar inte påverkar företagen så pass mycket att det skulle leda till beslut om avnotering. Något som däremot har stor påverkan på företagen och dess beslut kring att förbli noterade är enligt alla intervjuobjekten möjligheten att på ett enkelt sätt införskaffa kapital och hur högt eller lågt värderat företaget är samt börsernas värdering som helhet. Rova (2015) menar på att marknaden idag har blivit mer attraktiv då uppsidan av att vara där blivit högre. Han beskriver hur marknaden idag erbjuder bättre tillgång på kapital och en möjlighet att få ut sitt namn på den publika marknaden. Han menar vidare hur nyckeln kring företags noteringsbeslut ligger i och kring kapitaltillgång. Rova menar på att kriserna har lärt oss att det är viktigt att ha en diversifierad tillgång av kapital där man inte enbart sätter bolagets framtid i händerna på bankerna. Det räcker därför inte

längre att bara ha ett banklån att stå på och därför är det bra att vara noterad för att få tillgång till marknadens kapital. Detta har allt fler bolag fått upp ögonen för och börsen har idag blivit en bra säljkanal för bolag att få ut sitt företag genom, då aktörer utanför börsen inte uppvisar köpvilja (Rova, 2015). Järnland & Scheffel (2015) menar vidare på att en av de främsta anledningarna till att du går till börsen och stannar där är möjligheten att införskaffa kapital. Om företag inte får in pengar från investerare på börsen när de behöver det så kan de lika gärna avnotera sig (Talling, 2015). Kapitalanskaffningsförmågan hos ett företag kan därför vara avgörande kring ett beslut om avnotering. Talling menar på att då exempelvis små bolag inte kan införskaffa kapital på marknaden så som de hade önskat så kan detta definitivt vara en mycket bidragande anledning till att företaget i slutändan väljer att avnotera sig. Bolagens möjligheter att attrahera kapital är därför av yttersta relevans och Järnland & Scheffel (2015) menar på att kvalitativa bolag alltid får kapital från investerare medan de volatila och osäkra bolagen inte attraherar tillräckligt med kapital i längden. De beskriver vidare att det är en "survival of the fittest"-mentalitet som gäller.

Rova (2015) menar på att flödena kring både IPOs och avnoteringar är värderingsstyrda. Talling (2015) instämmer i detta resonemang och beskriver att då börsen värderas upp så tenderar antalet avnoteringar att sjunka. Han menar vidare på att det är då börsen kanske inte riktigt förstår bolagens riktiga värdering som avnoteringar tenderar att inträffa. M&A är en viktig del i diskussionen kring värdering och Rova (2015) menar på att PE-bolagen är de som främst driver avnoteringar av M&A-karaktär under lågkonjunktur då bolagen tenderar att vara undervärderade och att industriella bolag driver dessa avnoteringar under högkonjunktur. Rova (2015) och Fhärm (2015) menar på att kostnadssynnergier är det som driver industriella M&A och att detta är en viktig anledning till att andelen M&A-relaterade avnoteringar är så hög, men att regleringsrelaterade kostnader inte påverkar dessa avnoteringar. Järnland & Scheffel (2015) menar på att M&A är det som driver avnoteringarna på svenska börsen och övriga respondenter har samma syn i denna fråga. Järnland & Scheffel (2015) menar vidare på att utköp genom M&A är en smidig process idag, mycket på grund av den svenska marknadens transparens, och därav är utköp i den noterade miljön enligt dem väldigt naturlig del. M&A är enligt Bornold (2015) generellt mindre konjunkturkänsligt än övriga anledningar vilket gör att denna form av avnotering ständigt förblir hög. Fhärm (2015) instämmer i detta och menar dessutom på att andelen M&A det närmsta året kommer vara fortsatt hög eftersom företagen idag befinner sig i en miljö som inte växer, i och med låg inflation och ränta, och att företagen då måste skapa

tillväxt genom förvärv. M&A relaterade avnoteringar där ett noterat bolag köper upp ett annat noterat bolag är heller inget att oroa sig över då börsens värde ej förändras utan förblir detsamma.

Bornold (2015) menar på att det under 2000-talet pratats mycket om PE-bolag och att de köper ut stora mängder bolag. Han menar vidare på att dessa är mycket konjunkturkänsliga och inte påverkar marknaden som helhet. Järnland & Scheffel (2015) menar vidare på att merparten av de M&A-relaterade avnoteringarna är av industriell karaktär, inte PE-förvärv. Bornold (2015) beskriver vidare att PE är en naturlig del av marknaden och att även om de tar bolag från börsen så noterar även en hel del bolag vilket gör att deras nettopåverkan kan anses vara plus minus noll. Konkurrensen mellan PE-bolagen är hård och det är därför helt naturligt att de kollar på noterade bolag också (Järnland & Scheffel, 2015). PE-bolagen vill köpa undervärderade bolag och om dessa bolag är publika eller privata spelar därför ingen roll enligt Järnland & Scheffel (2015).

Järnland & Scheffel (2015) fortsätter beskriva att avnoteringar som sker på företagets begäran till stor del mycket väl också kan vara av M&A karaktär men att uppköpet först gått igenom först efter företaget avnoterats. Att ett företag på egen begäran väljer att lämna börsen kan enligt Bornold (2015) bero på att huvudägaren vill ha mer makt och kontroll över bolaget men även på grund av att verksamheten helt enkelt har sjunkit ihop vilket i många fall leder till konkurs eller att man frivilligt avnoterar sig. Det är därför inte så vanligt att företag avnoterar sig frivilligt på egen begäran och då det inträffar så är det ofta relaterat till konkurs och likvidation, eller så har det med ägarbild, det vill säga makt och kontroll att göra (Järnland & Scheffel, 2015). Talling (2015) menar vidare på att det även kan ha att göra med en större strategisk omstöpning där företaget försvinner från börsen ett tag för att uppnå stabila kassaflöden igen för att sedan komma tillbaka in på börsen igen.

4.6 Konsekvenser

Börsen är en viktig del av samhället av flera anledningar, dels ligger privatpersoners pensionspengar till stor del placerade i aktier och dels styrs företagens värdering genom börsen vilket också är väldigt viktigt (Bornold, 2015). Bornold (2015) betonar vidare att börsen dels erbjuder möjligheten att kunna handla aktier och ger dessutom en trovärdig nulägesvärdering av innehav hos både institutioner, fondförvaltare och privatpersoner. Att antalet bolag på börsen gått ner sedan år 2000 tycker Bornold (2015) inte är något att oroa

sig för. Han menar vidare att åren som ledde fram till IT-kraschen var väldigt speciella och även om många bolag som noterades under den perioden inte blev kvar i det långa loppet så förde IT-bubblan ändå med sig ett flertal aktörer som fortfarande finns kvar på börsen än idag.

Bornold (2015) anser att avnoteringar inte är något som oroar eftersom börsen för närvarande har en nedåtgående eller stabilt neutral trend gällande avnoteringar och förutsättningarna talar för att denna trend förblir den samma. Bornold (2015) betonar dock att ekonomin inte styrs av några naturlagar och att det därmed är svårt att uttala sig om hur trenden gällande avnoteringar utvecklas i framtiden och de övriga intervjuobjekten håller med honom om detta. Fhärm (2015) säger till exempel att det för närvarande tycks finnas en nedåtgående trend men om denna sedan fortsätter är mycket svårt att säga.

Det finns trots allt stark konsensus mellan intervjuobjekten i att avnoteringar från Stockholmsbörsen inte är en anledning till oro gällande marknadens attraktionskraft och småspararnas investeringsmöjligheter. Järnland & Scheffel (2015) säger att eftersom NASDAQ OMX Stockholm är vinstdrivande så skapar lägre noteringar i förhållande till avnoteringar en oro, men att det sett utifrån marknadens perspektiv inte finns någon vidare anledning till oro. Samtliga håller med om att aktiviteten kring avnoteringar varierar över tid och att avnoteringar alltid kommer att inträffa, antingen genom uppköp av riskkapitalbolag eller genom andra företag på marknaden etc., och att detta är en naturlig del av kretsloppet. Bornold (2015) menar slutligen på att IPO-vågen 2014 bevisar att börsen inte är överreglerad men tycker att problemet de senaste åren snarare har varit att det inte startas tillräckligt många nya bolag och att detta däremot, på längre sikt, kan hota börsens attraktionskraft.

	Statistik	Intervjuer
Trenden kring avnoteringar	<p>Antalet nyintroduceringar och avnoteringar har förändrats markant över tid. Antalet bolag på börsen har rört sig nedåt sedan -00 med en första uppgång -14, antalet bolag på börsen -14 är dock på ungefär samma nivå som -97. Antalet avnoteringar ser ut att ha en nedåtgående trend men tenderar att gå upp i samband med kriser.</p>	<p>Avnoteringarna har gått upp under krisåren till följd av konkurser och möjligheten till billiga förvärv men det tros inte finnas någon korrelation mellan antalet avnoteringar och antalet IPOs.</p>
Regleringar	-	<p>Regleringarna på Stockholms-börsen har ökat sedan 1997, framför allt i samband med kriser. Sverige har idag en av världens mest reglerade marknader. Den samlade bedömningen är att regelverken har resulterat i att den svenska börsen blivit mer attraktiv för både företag och investerare. Regleringarna tros inte ha någon betydande inverkan på antalet avnoteringar. De tros däremot ha en negativ inverkan på antalet IPOs.</p>
Övriga anledningar	<p>M&A står för 69 % av avnoteringarna från Stockholms-börsen sedan -03, det är den vanligaste anledningen under samtliga år. Avnoteringar på företagets begäran (14 %) tycks inte ha ökat över tid, de är relativt konstanta. Avnoteringar till följd av konkurs eller likvidation (5 %) sammanfaller med krisår.</p>	<p>Huvudanledningen till avnoteringar bedöms vara möjligheter till kapitalanskaffning samt företagets värdering. Om ett bolag inte attraherar kapital har det inget på börsen att göra, möjligheter till kapitalanskaffning är främsta anledningen till att bolag för det första går till börsen. Gällande värdering förvärvar PE-aktörer bolag vid låga värderingar och industriella köpare förvärvar vid höga värderingar.</p>

Tabell 2: Sammanfattning av empiriska resultat

5. ANALYS

I analysen diskuteras och analyseras den bearbetade empirin i relation till tidigare forskning för att identifiera skillnader och likheter.

5.1 Regleringar

Tidigare forskning har visat att avnoteringar från börser i USA och Europa har ökat markant sedan början av 00-talet (Djama et al. 2012; Martinez et al. 2015; Thomsen & Vinten, 2014). Vår statistik och våra intervjuer visar däremot på ett motsatt förhållande för den svenska marknaden i det att avnoteringar tycks ha en nedåtgående trend. Vidare har Martinez et. al, (2015) i sin forskning visat att det skett en nettoförlust av bolag på börser i såväl USA som Europa under exempelvis år 2012. Detta överensstämmer väl med vad vår insamlade empiri under perioden 2000-2013 som visar på samma trend. Dock har insamlad empiri visat på att antalet bolag sedan 2014 återigen börjat öka och att denna trend fortsatt under början av 2015. Vi anser oss därför kunna ge en indikation om att den svenska marknadens konkurrenskraft idag inte hotas, dels eftersom det inte verkar finnas en ökande trend av avnoteringar och dels eftersom antalet bolag på börserna åter igen har börjat öka.

Vidare har våra intervjuer givit oss en samlad indikation om att vi idag befinner oss i regleringarnas tidevarv och att dessa sedan år 2000 har trappats upp med regelverk så som IFRS och svenska bolagsstyrningskoden. Fhärm (2015) bedömer, trots det faktum att den svenska marknaden enligt honom kan anses vara en av de mest reglerade marknaderna, att Stockholmsbörsen idag inte är överreglerad utan att nivån av regleringar ligger på en bra nivå och att dessa inte driver på avnoteringar, vilket Bornold (2015) och övriga respondenter håller med om. Detta ställer sig i kontrast till vad tidigare forskning säger då denna menar på att marknader så som USA och Europa idag är allt för reglerade och att detta börjar bli en börda för företagen på börserna, vilket gjort att avnoteringar ökat (Chaplinsky & Ramchand, 2012; Martinez & Serve, 2011; Thomsen & Vinten, 2014; Pagano & Volpin, 2005a). Detta ger oss en indikation om ett möjligt glapp i nuvarande forskning kring regleringars inverkan på avnoteringar eftersom regelbördan tycks uppfattas annorlunda på den svenska marknaden. Vi bedömer inte att tidigare forskning på något vis är felaktig, det kan dock vara en fråga om att regleringarna är bättre anpassade på den svenska marknaden än på de marknader som tidigare undersökts. Detta är dock en högst tentativ förklaring givet att flera respondenter uppfattat det som svårt att resonera kring varför regleringarna på den svenska

marknaden skulle ha en annan effekt än på regleringar på andra marknader, exempelvis USA.

Däremot menar tidigare forskning även på att regleringar är en nödvändighet för en välfungerande, effektiv och konkurrenskraftig marknad i det att regleringar för med sig ett viktigt skydd för investerare i minoritetsställning som bidrar till att bibehålla och säkerställa trygghet för investerarna på marknaden. Forskningen säger att regleringar ger upphov till transparens och skydd för investerare vilket resulterar i en investeringsvänlig miljö, en större aktiemarknad, bättre och mer effektiv allokering av kapital och starkare ekonomisk tillväxt (Thomsen & Vinten, 2014; Djankov et al. 2008; Beck & Levine, 2004). Detta resonemang har även förts av intervjuade branschföreträdare som håller med om att regleringar är en förutsättning för en fungerande och konkurrenskraftig marknad. Fhärm (2015) uttrycker regleringars relevans sett utifrån detta perspektiv då han betonar att ingen vill sitta med ett bedrägeri och att det därför är viktigt att företag går igenom en del nålsögon i syfte att bland annat skydda investerare i minoritetsställning. Vi önskar därför föreslå att regleringar verkar spela en viktig roll för marknadens konkurrenskraft och för att se till att investerarna vågar investera i företagen utan oro över att bli lurade.

Vidare menar alla branschföreträdare att regleringar bidrar till att företag håller högre standard, vilket i sin tur ger upphov till en högre kvalitet på marknaden. De menar vidare på att en väl reglerad marknad anses ge en kvalitetsstämpel gentemot investerare för de företag som befinner sig på börsen och att regleringar därmed attraherar företag mer än de avskräcker dem. Detta anser bland annat Fhärm (2015) bidrar till ökat förtroende från investerare vilket ger en positiv effekt på börsbolagens kapitalanskaffningsmöjligheter och värdering. Detta resonemang stöds av Dewenter et al. (2010) då han i sin forskning menar på att företag verkar söka sig till marknader med högre listningsstandarder. Leuz et al. (2008) visar även på att regleringar, trots att de fört med sig ökade mängder avnoteringar, har bidragit till att minska antalet avnoteringar relaterade till finansiella svårigheter. Vi anser oss därför kunna föreslå att regleringarna fungerar som en kravmärkning, för de företag som klarar av att uppfylla dem, vilket i sin tur tycks leda till att kvalitativa och stabila bolag attraheras till börsen vilket även kan anses bidra till en mer kvalitativ marknad.

Däremot menar tidigare forskning även på att ökat skydd för minoritetsägare dessutom har en baksida då det leder till mer avnoteringar, vilket stödjer resonemanget som förts av

Thomsen & Vinten (2014) om att de europeiska marknaderna är överreglerade. Tidigare forskning menar vidare på att regleringar är en börda för företagen idag och för med sig extra arbete som dämpar deras effektivitet (Martinez & Serve, 2011; Leuz et al. 2008; Engel et al. 2007). Detta står i motsägelse till vad intervjuade svenska branschföreträdare säger då dessa menar på att regleringar har en positiv inverkan och att företagen ser dem som nödvändiga även om de ibland kan upplevas som betungande. Bornold (2015) menar dock på att det är viktigt att jobba för att se till att regelverken på börsen alltid fyller ett syfte. Vi anser oss därför kunna föreslå att regleringar ger upphov till mer administrativa kostnader som kan anses vara betungande för företagen och att det därför finns en relevans i att jobba för effektiva och väl anpassade regelverk. Däremot verkar det finnas ett glapp i forskningen kring de nettoeffekter som regleringar för med sig och vilken påverkan de faktiskt har på företagets beslut att förbli noterade.

Vidare råder det stark konsensus inom tidigare forskning gällande det faktum att regleringar för med sig en försämrad konkurrenskraft på marknaden eftersom regleringar får företag att avnotera sig. Regleringar så som SOX och IFRS för med sig ökade kostnader och bördor kring bolagsstyrning som enligt teorin resulterar i att företag bland annat väljer att avnotera sig som en strategi för att undvika de ökade administrativa kostnader som regleringar för med sig (Martinez & Serve, 2011; Thomsen & Vinten, 2014; Leuz et al. 2008; Djama et al. 2012; Engel et. al, 2007; Vulcheva, 2011; Pownall & Wieczynska, 2012). Detta går emot vad vi funnit gälla för den svenska marknaden då samtliga av våra respondenter förklarar att regleringar bidrar till att företag vill befinna sig på marknaden i och med den kvalitetsstämpel som det för med sig att vara börsnoterad. De förklarar att regleringar inte leder till mer avnoteringar utan de spelar en positiv roll och även om de är betungande så påverkar de bara på marginalen. Vidare kan vi från vår statistik även visa på att M&A är den främsta anledningen till att företag avnoterar sig från Stockholmsbörsen och att avnoteringar på företagets begäran varken har ökat i mängd eller skulle vara av betydande storlek. Detta stöds även av intervjuade svenska branschföreträdare och Järnland & Scheffel (2015) och Anonym (2015) menar dessutom på att även om företag skulle önska lämna börsen så skulle de faktiskt inte göra det eftersom detta skulle leda till en betungande förklaringsbörda gentemot både privata och institutionella aktieägare som kan anses var mer betungande än regleringarna. Framtagen empiri motsätter sig därför tidigare forskning som menar på att på att företag på egen begäran skulle avnotera sig i allt större utsträckning som ett resultat av ökade regleringar, vilket de menar på har drivit ökningen av avnoteringar som dessutom

givit upphov till oro för överreglering (Martinez & Serve, 2011; Thomsen & Vinten, 2014; Leuz et al. 2008; Djama et al. 2012; Engel et al. 2007; Vulcheva, 2011; Pownall & Wieczynska, 2012). Det verkar därför finnas ett tillkortakommande gällande hur regleringar driver på avnoteringar på egen begäran hos tidigare forskning gentemot vad vi genom branschföreträdare och analyserad statistik kan anta gäller för Stockholmsbörsen.

Däremot menar svenska branschföreträdare att eftersom regelbördan i princip är den samma mellan listorna Large, Mid och Small Cap på Stockholmsbörsen och att det därför är naturligt att mindre företag, då de vanligtvis har mindre resurser, påverkas mer relativt de större bolagen, vilket även är i linje med vad tidigare forskning säger (DeAngelo et. al, 1984; Engel et al. 2007; Becker & Pollet, 2008; Weir et. al, 2008; Bartlett, 2009; Martinez et. al, 2015). Tidigare forskning menar dock dessutom på att denna skillnad gör att mindre företag skulle vara mer benägna att avnotera sig, vilket Bornold (2015) och Järnland & Scheffel (2015) motsätter sig då de återigen menar på att regelrelaterade kostnader enbart har en marginell påverkan. I enlighet med tidigare forskning anser vi oss därför kunna föreslå att regleringar verkar ha större påverkan på mindre företag än större företag, men att situationen i Sverige skiljer sig åt gentemot tidigare observationer i det att regleringar inte tycks påverka de mindre företagen mer än de större företagen vid ett beslut om avnotering.

5.2 Övriga anledningar

Resultat av denna studie har visat att ett företags möjlighet till kapitalanskaffning, dess akties likviditet och dess värdering är tre viktiga faktorer som har stor påverkan på ett företags beslut att förbli på börsen. Järnland & Scheffel (2015), Rova (2015) och Talling (2015) menar på att en av de främsta faktorerna som påverkar ett företags beslut att förbli på börsen eller avnotera sig är möjligheten att införskaffa kapital, och Talling (2015) menar på att om företaget inte får in pengar när de behöver det så kan de lika gärna avnotera sig. Detta är i linje med tidigare forskning som säger att tillgång till lättåtkomligt kapital har stor påverkan på ett företags beslut att förbli på börsen och de menar vidare på att finansiell synlighet i form av analytikertäckning är otroligt viktigt för att attrahera detta kapital. Detta är något tidigare forskning menar på leder till fler investerare, bättre aktielikviditet och därmed starka incitament till att förbli på den publika marknaden (Bowden et. al, 2004; Bharat & Dittmar, 2010; Martinez & Serve, 2011; Chaplinsky et. al, 2012). Vi anser oss därför kunna föreslå att begränsade kapitalanskaffningsmöjligheter är en viktig och drivande faktor bakom de avnoteringar som görs.

Vidare visar tidigare forskning även på att likviditetsnivån hos ett företags aktie spelar en viktig roll på ett beslut att behålla publik status då en mer likvid aktie och därmed en mer likvid marknad innebär en mer korrekt prissättning, vilket medför fler fördelar för företagen (Bharat & Dittmar, 2010; Achleitner et. al, 2010; Thomsen & Vinten, 2014). Detta bekräftas även av intervjuade branschföreträdare som menar på att avnoteringar, utöver möjlighet till kapitalanskaffning, dessutom är värderingsstyrda och Rova (2015) och Talling (2015) förklarar att då börsen inte riktigt förstår ett bolags riktiga värde tenderar avnoteringar att inträffa. De menar vidare på att ett företags aktuella värdering dessutom är en mycket bidragande faktor till att M&As inträffar, något som både analyserad data och intervjuade branschföreträdare menar på är det som framför allt driver avnoteringarna på Stockholmsbörsen. Vi önskar därför föreslå att ett företags värdering och M&As är ytterligare två viktiga drivkrafter bakom avnoteringar.

Slutligen betonar även intervjuade branschföreträdare att makro-faktorer, så som finanskriser och konjunktursvängningar, påverkar börsen. Vår statistik indikerar på att detta stämmer då vi till exempel kan se att antalet avnoteringar gick upp under krisåren 2008-2009, då övriga anledningar så som konkurs och likvidation dessutom ökar, och att avnoteringarna tycks följa ett våg-liknande mönster som kan ge indikation om konjunkturrella svängningar. Dessa resultat stöds även av tidigare genomförd forskning som visar att konjunktursvängningar och kriser som har stor inverkan på ett företags beslut om att behålla publik status. Tidigare forskning visar även på att andelen företag med finansiella svårigheter och konkurser tenderar att öka under kriser liknande den som inträffade år 2008 och dessa finansiella svårigheter resulterar i att avnoteringarna ökar (Martinez & Serve, 2011; Thomsen & Vinten, 2014). Vi önskar därför föreslå att ett företags beslut om avnotering dessutom påverkas av rådande konjunktur och att det totala antalet avnoteringar tenderar att gå upp under krisår, framför allt de avnoteringar som sker till följd av konkurs och likvidation.

6. SLUTSATS

I slutsatsen presenteras studiens viktigaste fynd i relation till dess ursprungliga syfte. Slutligen avslutas uppsatsen med förslag till framtida forskning samt en redogörelse av studiens praktiska implikationer.

6.1 Empiriska och teoretiska bidrag

Denna studie bidrar till forskningen om regleringars inverkan på avnoteringar från börser genom att utreda detta sakförhållande för Stockholmsbörsen. Studiens resultat har visat på att regleringar verkar spela en betydande roll för marknaden och börsbolagen då de utgör ett viktigt skydd för investerare, bidrar till en mer kvalitativ marknad med mer stabila företag och utgör en kvalitetsstämpel för börsbolagen. Vi kan även dra slutsatsen att regleringar verkar påverka företagen i form av ökade administrativa kostnader och att dessa verkar drabba mindre företag mer än större. Vi har dock kunnat visa på att dessa kostnader enbart verkar ha en marginell påverkan på ett företags beslut om avnotering, vilket även gäller för de mindre företagen. Studiens resultat påvisar vidare att det inte tycks finnas en ökande trend av avnoteringar, snarare tycks denna trend vara nedåtgående, samt att antalet bolag på börsen åter börjat öka, vilket får oss att dra slutsatsen att den svenska börsens attraktionskraft inte tycks vara hotad. Vidare har denna studie funnit att ett företags värdering, dess möjligheter till kapitalanskaffning och M&A däremot tycks vara de faktorer som driver avnoteringar på svenska börsen.

Studios resultat skiljer sig från tidigare forskning i det att regleringar inte tycks ha en betydande inverkan på avnoteringar för den svenska marknaden. Detta kan vara en indikation på att reglerna för den svenska börsen är bättre anpassade till marknaden än vad de är i övriga Europa och i USA. Skillnaderna kan även bero på att vi, till följd av begränsad tid och datatillgång, har kompletterat enkel statistik med intervjuer medan tidigare forskning i huvudsak enbart utgått ifrån mer komplexa multivariata regressionsmodeller. Resultaten kan därför skilja sig ut då vi använt oss utav den samlade synen hos vissa branschföreträdare istället för kvantitativa mått, då vi försökt förklara regleringars påverkan på avnoteringar.

Sammanfattningsvis var syftet med denna rapport att göra en teorianknuten studie kring avnoteringar på Stockholmsbörsen och bidra till diskussionen om hur regleringar påverkar avnoteringar. Vår studie har kunnat bidra med ytterligare insikt i hur avnoteringar på den

svenska marknaden utvecklats i det att vi kan påvisa att det tycks finnas en nedåtgående trend. Vår studie kan även hjälpa till att förklara hur regleringar påverkar avnoteringar från Stockholmsbörsen genom att visa att regleringar förvisso kan vara en börda för börsbolagen men att de inte tycks ge upphov till att företag avnoteras.

6.2 Implikationer för verksamma

Våra slutsatser är av värde både för beslutsfattare på börsen, på nationell nivå samt på EU-nivå då studien ger samtliga en indikation om att regleringarna på Stockholmsbörsen inte tycks ha gått för långt utan att regleringarna snarare är väl avvägda och relevanta sett till den inverkan de har på börsbolagens incitament att förbli noterade. Läsare av denna studie bör dock åter ta hänsyn till att denna uppsats är relativt begränsad i sin omfattning och att det fortfarande krävs mer forskning för att skapa en full förståelse för hur regleringar inverkar på avnoteringar från Stockholmsbörsen.

6.3 Framtida forskning

Slutsatserna i denna studie skiljer sig från tidigare studier vilket är en indikation på att det behövs mer forskning inom ämnet för att ytterligare kunna förklara hur nivån av regleringar påverkar avnoteringar och hur detta kan skilja sig mellan olika marknader. Vi har i denna studie av Stockholmsbörsen valt att komplettera grundläggande statistik med intervjuer eftersom vår forskning genomförts över relativt kort tidsperiod och eftersom vi har haft begränsad tillgång till mer omfattande statistik än den som presenterats i studiens empiri. Det skulle därmed vara relevant att utföra ytterligare studier av den svenska marknaden genom att replikera den multivariata regressionsanalys som exempelvis Thomsen & Vinten (2014) använder för att se om skillnaderna som vår studie uppvisar mot tidigare forskning fortfarande står sig. Vår empiri och tidigare forskning har dessutom visat att företagets värdering och dess kapitalanskaffningsmöjligheter har en viktig betydelse för avnoteringar och det hade varit intressant att dessutom inkludera dessa variabler i ovanstående analysmodell.

7. REFERENSLISTA

7.1 Litterära källor

Achleitner, A.-K., Betzer, A., Goergen, M., Hinterramskogler, B. (2010), Private Equity Acquisitions of Continental European Firms: the Impact of Ownership and Control on the Likelihood of Being Taken Private. *European Financial Management*, doi: 10.1111/j.1468-036X.2010.00569.x

Adams, J., Kahn, H.T.A., Raeside, R. (2007) *Research Methods for Graduate Business and Social Science Students*, SAGE, India.

Alvesson, M., Sköldberg, K. (2008), *Tolkning och Reflektion - Vetenskapsfilosofi och Kvalitativ metod*, 2 Uppl, Studentlitteratur, Lund.

Bartlett, R. (2009) Going private but staying public: reexamining the effect of Sarbanes-Oxley on firms' going-private decisions. *The University of Chicago Law Review*, 76(1): 7-44.

Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Levine, R. (2001). Legal theories of financial development. *Oxford Review of Economic Policy*, 17(4), ss. 483–501.

Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Levine, R. (2003a). Law, endowment, and finance. *Journal of Financial Economics*, 70(2), ss. 137–181.

Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Levine, R. (2003b). Law and finance: Why does legal origin matter? *Journal of Comparative Economics*, 31(4), ss. 653–675.

Beck, T., Levine, R. (2004). Stock markets, banks, and growth: Panel evidence. *Journal of Banking & Finance*, 28(3), ss. 423–442.

Beck, T., Levine, R., Loayza, N. (2000). Finance and the sources of growth. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), ss. 261–300.

Becker, B., & Pollet, J. (2008). The decision to go private, <http://www.essec-private-equity.com/us/annual_conference/pdf/papers_and_discussions>, 26 Maj 2015.

Bharath, S.T., Dittmar, A.K. (2010). Why do firms use private equity to opt out of public markets? *Review of Financial Studies*, 23, ss. 1771–1818.

- Block, S. (2004). The latest movement to going private: An empirical study. *Journal of Applied Finance*, 14(1), ss. 36–44.
- Blumberg, B., Cooper, D.R., Schindler, P.S., (2011), *Business Research Methods*, 3 Uppl, McGraw Hill Education, Berkshire.
- Boot, A., Gopalan, R., Thakor, A. (2006). The entrepreneur's choice between private and public. *The Journal of Finance*, 61(2), ss. 803-836.
- Bowen, R. M., Chen, X. and Cheng, Q. (2008), Analyst Coverage and the Cost of Raising Equity Capital: Evidence from Underpricing of Seasoned Equity Offerings. *Contemporary Accounting Research*, 25, ss. 657–700.
- Bryman, A., Bell., E. (2007), *Business Research Methods*, 2 Uppl, Oxford University Press, New York.
- Burkart, M., Gromb, D., & Panunzi, F. (1997). Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. *Quarterly Journal of Economics*, 112, ss. 693–728.
- Bäckström, A. (2009). Tuff utmaning att tillämpa IFRS. *Balans*, 2, ss. 30
- Chaplinsky, S., Ramchand, L. (2012). What drives delistings of foreign firms from U.S. exchanges? *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 22, ss. 1126-1148.
- Charitou, A., Louca, C., Vafeas, N. (2007). Boards, ownership structure and involuntary delisting from the New York Stock Exchange. *Journal of Accounting & Public Policy*, 26, ss. 249–262.
- Collis, J., Hussey, R., (2009), *Business Research: A Practical Guide for Undergraduate & Postgraduate Students*, 3 Uppl, Palgrave MacMillan, New York.
- Croci, E., Del Giudice, A. (2014). Delistings, Controlling Shareholders and Firm Performance in Europe. *European Financial Management*, 20(2), ss. 374-405.
- DeAngelo, H., DeAngelo, A., Rice, E. (1984). Going private: minority freeze outs and stockholder wealth. *Journal of Law & Economics*, 27, ss. 367–401.
- Dewenter, K. L., Kim, C. S., Novaes, W. (2010). Anatomy of a regulatory race to the top: Changes in delisting rules at Korea's two stock exchanges, 1999–2002. *Journal of Corporate Finance*, 16(4), ss. 456–468.

- Djama, C., Martinez, I., & Serve, S. (2011). What's to know about delistings? A survey of the literature. <<http://ssrn.com/abstract=1968352>>, 26 Maj 2015.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88, ss. 430–465.
- Durden, C., & Pech, R. (2006). The increasing cost of corporate governance: Decision speed bumps for managers. *Journal of Corporate Governance*, 6(1), ss. 84–95.
- Engel, E., R.M. Hayes, Wang, X. (2007). The Sarbanes-Oxley Act and firms' going-private decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 44, ss. 116-145.
- Eriksson, P., Kovalainen, A., (2008), *Qualitative Methods in Business Research*, Sage Publications Ltd, London.
- Esaiasson, P., Gilljam, M., Oscarsson, H., & Wängnerud, L. (2012). *Metodpraktiken: Konsten att studera samhälle, individ och marknad*, 3 Uppl, Norstedts Juridik, Stockholm.
- Glesne, C. (1999) *Becoming Qualitative Researchers: An Introduction*, 2 Uppl, Allyn and Bacon, New York.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. (2005). Trends in corporate governance. *Journal of Finance*, 60(5), ss. 2351–2384.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48, ss. 831–880.
- Kamar, E., Karaca-Mandic, P., Talley, E. (2006). Going-private decisions and the Sarbanes–Oxley Act of 2002: A cross-country analysis. *The Journal of Law, Economics and Organization*, 25(1), ss. 107-133.
- Leuz, C., Triantis, A., Wang, T. Y. (2008). Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations. *Journal of Accounting & Economics*, 45, ss. 181–208.
- Macey, J., O'Hara, M., Pompilio, D. (2008). Down and out in the stock market: the law and economics of the delisting process. *Journal of Law & Economics*, 51(4), ss. 683–713.
- Marosi, A., Massoud, N. (2007). Why do firms go dark? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(2), ss. 421–442.

- Martinez, I., Serve, S. (2011) The delisting decision: the case of buyout offer with squeeze-out (BOSO). *International Review of Law and Economics*, 31(4), ss. 229–239.
- Martinez, I., Serve, S., Djama, C. (2015). Reasons for delistings and consequences: A literary review and research agenda, <<http://ssrn.com/abstract=2591449>>, 26 Maj 2015
- Mehran, H., Peristiani, S. (2010) Financial visibility and the decision to go private. *Review of Financial Studies*, 23, ss. 519-547.
- Nyström & Sjöman (2011). Den svenska take-over-regleringen – ett samspel mellan regelmakaren och aktiemarknadsnämnden. Aktiemarknadsnämnden 25 år.
- Pagano, M., Volpin, P. (2005a). Workers, managers, and corporate control. *Journal of Finance*, 60, ss. 841–868.
- Pagano, M., & Volpin, P. (2005b). The political economy of corporate governance. *American Economic Review*, 95(4), ss. 1005–1030.
- Pour, E., Lasfer, M. (2013). Why do companies delist voluntarily from the stock market? *Journal of Banking and Finance*, 37, ss. 4850-4860.
- Pownall, G. and Wieczynska, M. (2012) Deviations from the mandatory adoption of IFRS in the European Union: implementation, enforcement, incentives, and compliance. Working paper, <<http://ssrn.com/abstract=1919805>>, 26 Maj 2015.
- Renneboog, L., Simons, T., Wright, M. (2007). Why do public firms go private in the UK? The impact of private equity investors, incentive realignment and undervaluation. *Journal of Corporate Finance*, 13, ss. 591-628.
- Ritter, J. (2014). Reenergizing the IPO market. *Journal of applied finance*, 24(1), ss. 37.
- Saunders, M., Lewis, P., Thornhill, A., (2012). *Research Methods for Business Students*, 6 Uppl, Prentice Hall, Pearson Education, Harlow.
- Silverman, D. (2011), *Qualitative Research*, 3 Uppl, SAGE, London.
- Smith, J.K. (1983). Quantitative versus qualitative research: An attempt to clarify the issue. *Educational Researcher*, 12, ss. 6-13
- Suddaby, R. (2006). "What grounded theory is not", *Academy of Management Journal*, 49(4), ss. 633-643.

Thomsen, S., Vinten, F. (2014). Delistings and the costs of governance: a study of European stock exchanges 1996–2004. *Journal of Management and Governance*, 18, ss. 793-833.

Vulcheva, M.I. (2011) International accounting standardization across countries with unequal enforcement - Questionable benefits at a high price? PhD dissertation, Faculty of the James T. Laney School Emory University.

Weir, C., Wright, M., Scholes, L. (2008). Public-to-private buy-outs, distress costs and private equity. *Applied Financial Economics*, 18, ss. 801-819.

Yin, R.K., (2009), Case study research: design and methods, 4 Uppl, SAGE, London.

7.2 Muntliga källor

Anonym, (2015) Skandinaviska Enskilda Banken AB, Göteborg (2015-05-05)

Bornold, J., (2015) NASDAQ OMX Stockholm AB, Via telefon (2 015-05-07)

Fhärm, N., (2015) Skandinaviska Enskilda Banken AB, Via telefon (2015-05-07)

Järnland, D. & Scheffel, M., (2015) Swedbank AB, Via telefon (2015-05-11)

Rova, G., (2015) Danske Bank A/S, Via telefon (2015-05-12)

Talling, R., (2015) Swedbank AB, Via telefon (2015-05-06)

7.3 Elektroniska Källor

bolagsstyrning.se, 11 april 2015

<http://www.bolagsstyrning.se>

Delistings worry for managers (2012). *Financial Times*, 11 November.

<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f86f3244-28fb-11e2-959100144feabdc0.html#axzz3WvLStSi7>, 20 Maj 2015.

Dellert, M. (2012). Stockholmsbörsen fortsätter krympa. *SVT Nyheter*, 13 December.

<http://www.svt.se/nyheter/ekonomi/allt-farre-bolag-pa-stockholmsborsen>, 20 Maj 2015.

ec.europa.eu, 24 maj 2015

http://ec.europa.eu/finance/accounting/ias-evaluation/index_en.htm

economist.com, 14 juni 2015

<http://www.economist.com/economics-a-to-z/>

fi.se, 9 maj 2015

<http://www.fi.se/Folder-SE/Konsument/Fragor-och-svar/Spara/Borser-och-aktiehandel1/#N0>

ifrs.org, 14 juni 2015

<http://www.ifrs.org/About-us/Pages/What-are-IFRS.aspx>

nasdaq.com, 17 juni 2015

<http://www.nasdaq.com/investing/glossary/>

nasdaqomxnordic.com, 22 april 2015

<http://www.nasdaqomxnordic.com/>

ngm.se 1, 12 april

<http://www.ngm.se/aktier-ngm-equity/>

ngm.se 2, 12 april 2015

[ngm.se/overvakning/granskningsrapporter/](http://www.ngm.se/overvakning/granskningsrapporter/)

pwc.se 1, 22 maj 2015

<http://www.pwc.se/sv/marknadsnotering/marknadsnotering-marknadsplats.jhtml>

pwc.se 2, 22 maj 2015

<http://www.pwc.se/sv/ifrs/index.jhtml>

sec.gov, 19 april 2015

<http://www.sec.gov/news/studies/principlesbasedstand.htm>

8. APPENDIX

8.1 Figurer

Fig. 1: Listade bolag, IPOs & avnoteringar, NASDAQ OMX Stockholm (1997-2014)

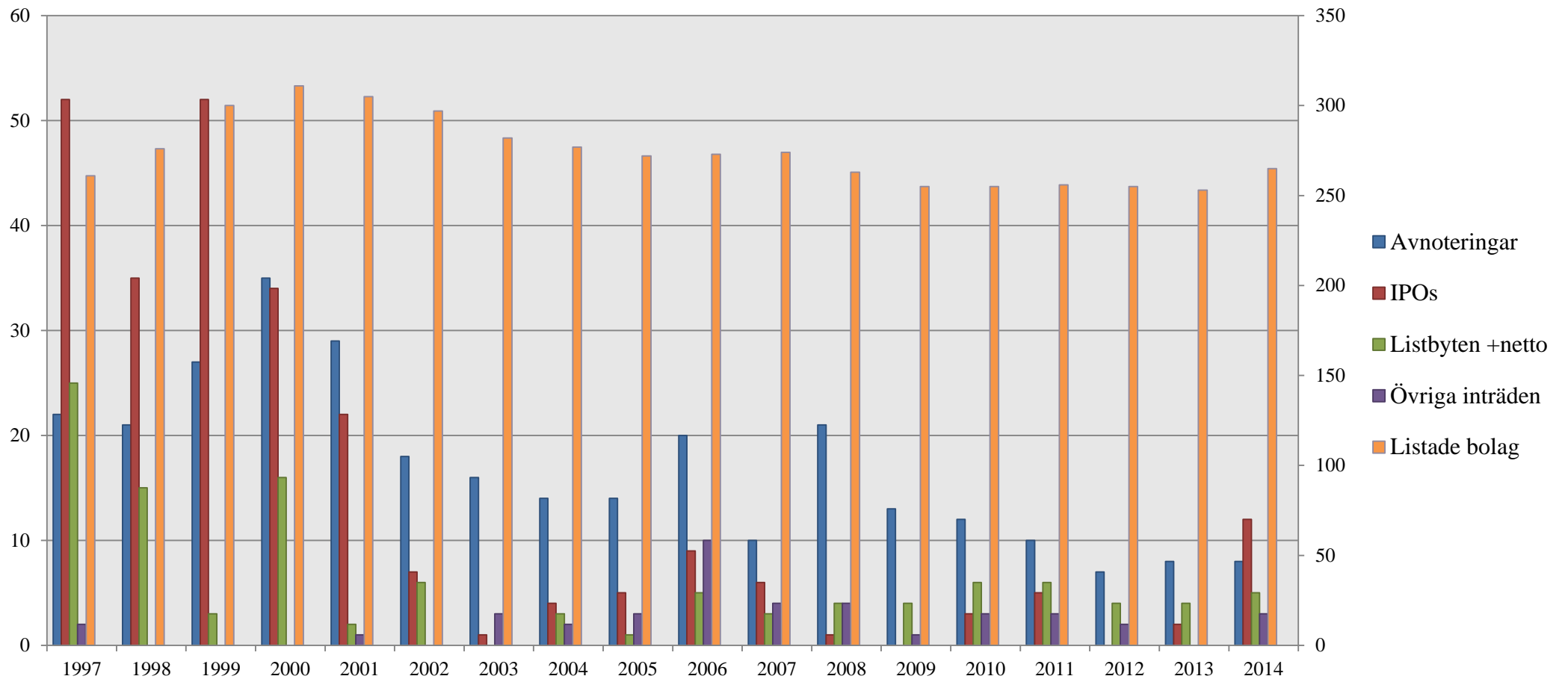


Fig. 2: Avnoteringar, NASDAQ OMX Stockholm (1997-2014)

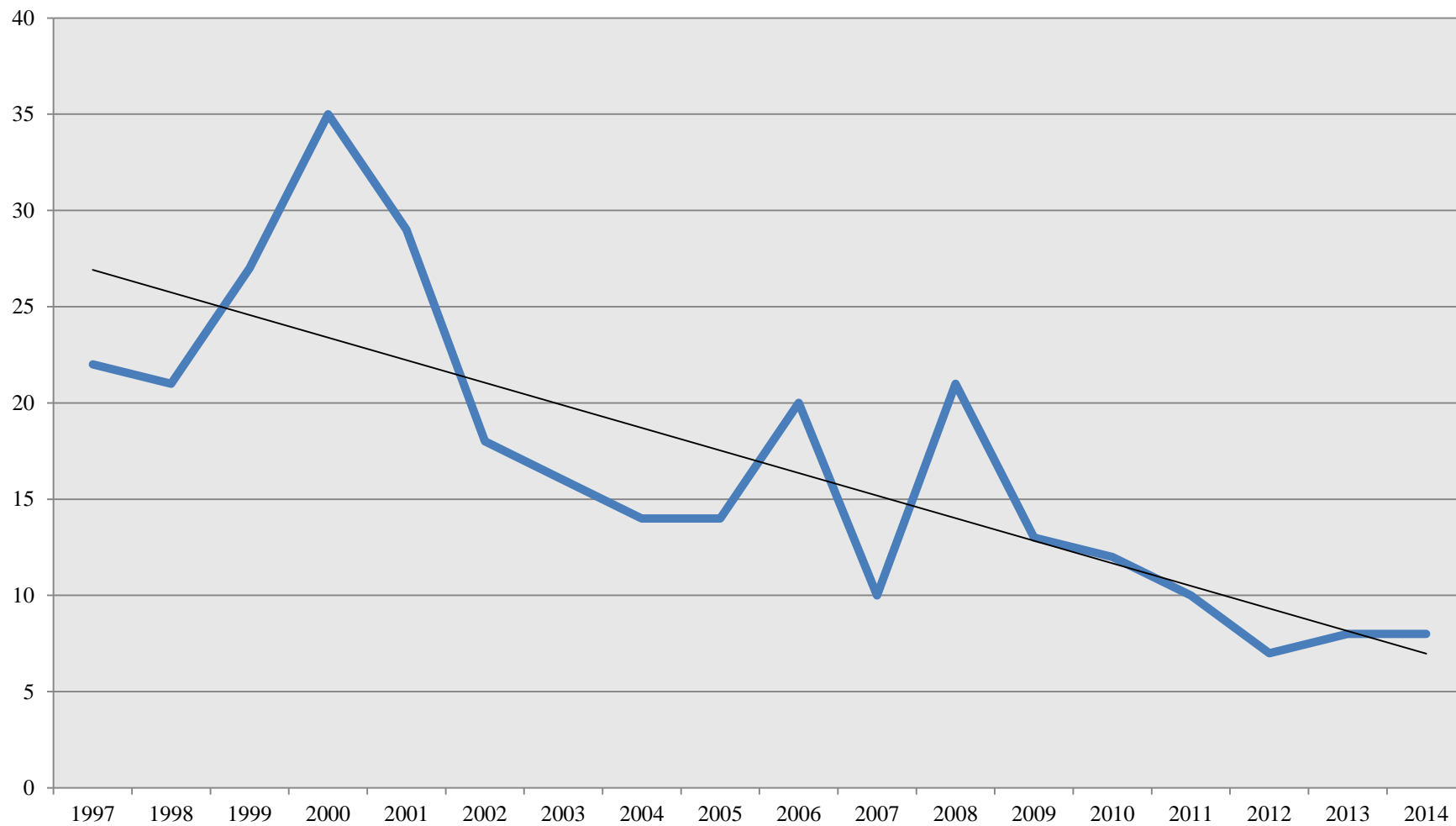
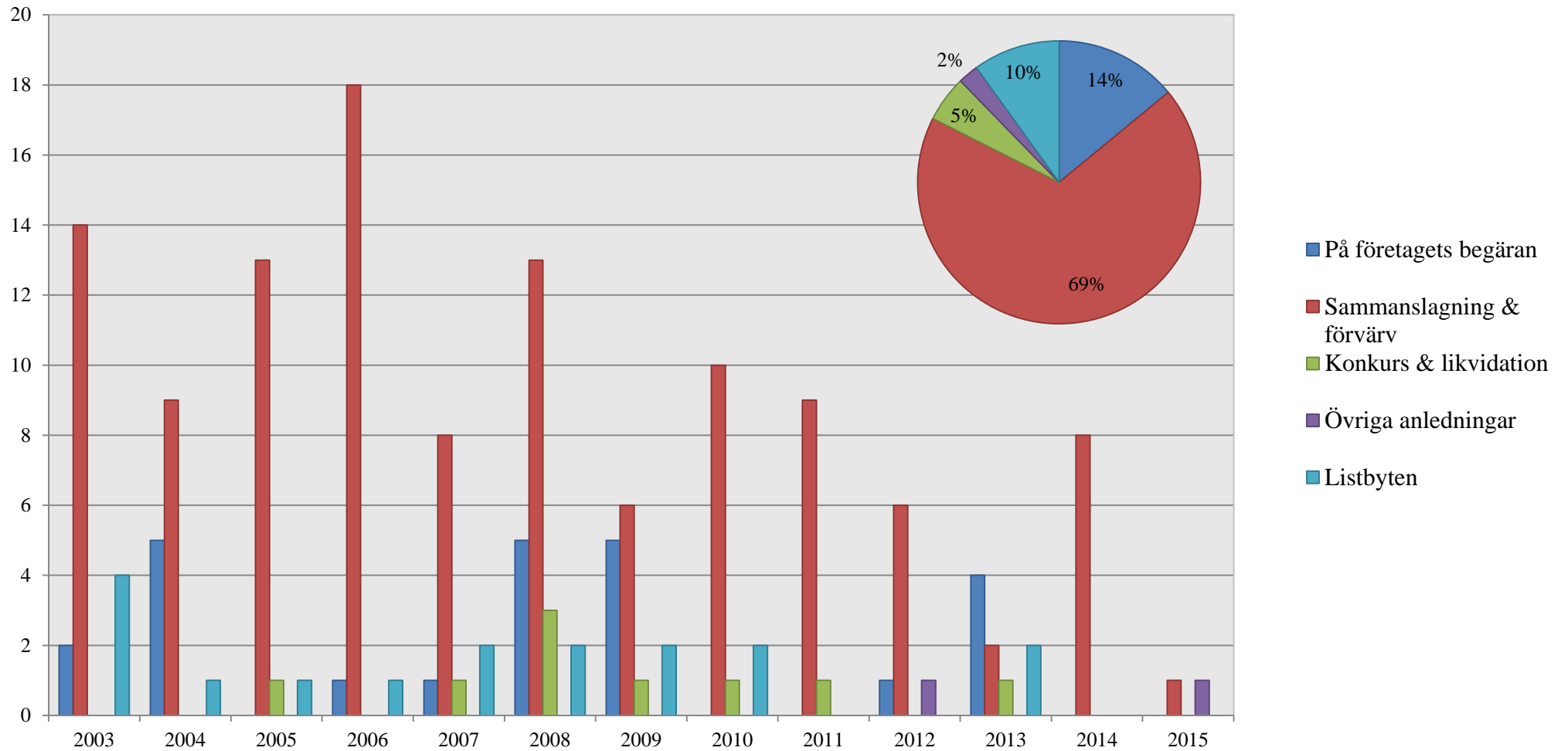


Fig. 3: Anledningar till avnoteringar, NASDAQ OMX Stockholm (2003-2015)



8.2 Intervjufrågor

Frågeunderlag för genomförda intervjuer

3. Vilka faktorer har bidragit till att Stockholmsbörsen sedan 1997 blivit mer eller mindre attraktiv för företag att finnas på?
 - *Har regelverken på börsen förändrats och har detta i så fall påverkat börsbolagen?*
4. Varför avnoterar sig företag från Stockholmsbörsen, frivilligt och ofrivilligt?
 - *Hur påverkar regleringarna på Stockholmsbörsen företagens vilja att avnotera sig?*
5. Hur påverkar företagets storlek dess förutsättningar att förbli listat på börsen?
 - *Är regleringar en viktig förklaring till avnoteringar för mindre bolag?*
6. Vad ser ni för trender gällande avnoteringar på svenska börsen idag och historiskt?
7. Vilka eventuella konsekvenser, positiva & negativa, kan avnoteringar från den svenska börsen föra med sig?
 - *Finns det anledning att oro sig över avnoteringar idag?*
 - *I vilken utsträckning påverkar detta börsens attraktionskraft och därmed småspararens investeringsmöjligheter?*