



Universitetet
i Stavanger

**DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,
HANDELHØGSKOLEN VED UIS
MASTEROPPGAVE**

STUDIEPROGRAM:

Master økonomi & administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
SPESIALISERINGSRETNING:

Anvendt finans

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL?
(NB! Bruk rødt skjema ved konfidensiell oppgave)

TITTEL:

Rogaland på børs – Hvorfor går ikke selskap på børs?

ENGELSK TITTEL:

«Rogaland på børs» – Why do companies not list?

FORFATTER(E)

Kandidatnummer:

238422

.....

206211

.....

Navn:

Marianne Bjelke-Andersen

.....

Tonje Motland

.....

VEILEDER:

Bernt Arne Ødegaard



ROGALAND PÅ BØRS

Hvorfor går ikke selskap på børs?

Marianne Bjelke-Andersen & Tonje Motland

Forord

Denne oppgaven er skrevet som en del av vårt 2-årig masterprogram i Økonomi og Administrasjon, med hovedprofil i Anvendt Finans. Oppgaven er skrevet ved Universitetet i Stavanger, våren 2018.

Professor Bernt Arne Ødegaard ga oss ideen til oppgaven. Han foreslo å se nærmere på hvorfor selskap i Rogaland går/gikk på børs, med utgangspunkt i Næringsforeningens konferanse *Rogaland på børs*. Børsintroduksjoner knyttet til Norge var et ukjent farvann for oss, men vi syntes emnet virket spennende og lite utforsket.

Arbeidet med oppgaven har vært utfordrende, men samtidig svært lærerikt, da vi har tilegnet oss mye kunnskap på kort tid. Det er første gang for oss begge at vi har jobbet i team med en så stor oppgave. Derfor er dette en erfaring vi begge har hatt stor nytte av.

Vi vil gjerne rette en stor takk til Egil Bue, Håkon Skjelvik, Lauritz Løvø, Kristjan Eymundsson og Ingvald Løyning som tok seg tid til å stille til intervju, og å gi oss gode innspill til vår oppgave.

Videre vil vi takke vår veileder, Bernt Arne Ødegaard, for god veiledning og godt samarbeid under hele prosessen.

Til slutt, vil vi takke våre respektive familier og ikke minst våre arbeidsgivere for kontakter og god forståelse i et hektisk semester.

Takk for gode og minnerike år som studenter ved Universitetet i Stavanger.

Sammendrag

«Bråstopp for børsnoteringer» lyder overskriften på Stavanger Aftenblads artikkel i 2012.

Etter flere år med høy noteringsaktivitet i regionen har utviklingen stagnert. Siste lokale børsintroduksjon var i 2012. Per i dag er det totalt 8 noterte selskap i Rogaland. I 2007 var 23 lokale selskap notert på børs. Utviklingen er ikke et spesifikt mønster som følger Rogaland, da det er dokumentert signifikante reduksjoner i antall noteringer i det globale aksjemarkedet.

Formålet med oppgaven er å undersøke hvorfor selskap i Rogaland ikke går på børs. Dette utrettes med en gjennomgang av litteratur og empirisk metode i form av dybdeintervju. Vårt empiriske grunnlag består av intervju med representanter fra 5 selskap.

Våre funn viser at årsaken bak nedgangen er sammensatt. Representantene fra utvalget ser på børsnotering som et salg. En notering er derfor ikke aktuelt, da selskapets aksjonærer på nåværende tidspunkt ønsker å beholde eierstruktur og kontroll. Reguleringer som følger ved børsnotering er også et sterkt argument som taler imot en notering.

Rogaland er et fylke som er sterkt preget av olje- og gassbransjen, og timingen har ikke vært optimal i etterdønning av oljeprisfallet. Det eksisterer få selskap i Rogaland store nok til å tiltrekke de institusjonelle investorene ved en notering.

Vi konkluderer videre med at Private Equity fond har tatt over en stor andel av de som tidligere gikk på børs. Fondene er ofte i forkant før en entreprenør vurderer en børsintroduksjon av selskapet.

Innholdsfortegnelse

Forord	2
Sammendrag	3
Figuroversikt	6
Tabelloversikt	6
1. Innledning	7
1.1 Rogaland på børs 1997-2007	7
1.2 Rogaland på børs 2008-2017	7
1.3 Oljeprisens påvirkning	10
1.4 Vår problemstilling	11
1.5 Oppgavens videre oppbygging	12
2. Børsnotering i Norge	12
2.1 Børsintroduksjon	13
2.2 Prismekanisme ved børsintroduksjon	14
2.3 Opptakskrav	15
2.4 Løpende forpliktelser	16
2.5 Kostnader	17
3. Teori	18
3.1 Hvorfor går selskap på børs?	18
3.1.1 Kapitaltilgang	18
3.1.2 Økt likviditet og exit for aksjonær	20
3.1.3 Overvåkning	20
3.1.4 Oppkjøp	22
3.1.5 Styrket renommé	22
3.2 Hvorfor går ikke selskap på børs?	23
3.2.1 Eierskap og kontroll	23
3.2.2 Opplysningsplikt	24
3.2.3 Empiriske regulariteter	25
4. Metode	30
4.1 Beskrivelse av metode	31
4.2 Metodeutforming	31
4.2.1 Tematisering	31
4.2.2 Planlegging	32
4.2.3 Gjennomføring av intervju	33
4.2.4 Transkribering	33

4.2.5 Analysering	33
4.3 Metodedrøfting	34
4.3.1 Reliabilitet	34
4.3.2 Validitet	34
5. Analyse og drøftelse	35
5.1 Presentasjon av intervjuobjektene	35
5.2 Hvorfor går selskap på børs?	37
5.2.1 Kapitaltilgang	37
5.2.2 Økt likviditet og exit for aksjonær	39
5.2.3 Overvåkning	40
5.2.4 Oppkjøp	41
5.2.5 Styrket renommé	41
5.3 Hvorfor går ikke selskap på børs?	42
5.3.1 Eierskap og kontroll	42
5.3.2 Opplysningsplikt	44
5.3.3 Kostnader	46
5.3.4 Empiriske regulariteter	47
5.3.5 Andre synspunkter knyttet til oppgaven	49
5.4 Oppsummering	50
6. Konklusjon	52
7. Referanseliste	53
Vedlegg	59
Oversikt over nye noteringer etter år	59
Oversikt over selskap tatt av børs fra Rogaland	60
Antall børsnoterte selskap kategorisert etter næringshovedområde	63
Oppsummering over den løpende informasjonsplikten	64
Kostnader	65
Oversikt over metodiske tilnærminger	65
Intervjuguide	67
Intervju Tomax AS	69
Intervju Malm Orstad AS	72
Intervju Fakta Bygg AS	76
Intervju med DSD AS	78
Intervju Stangeland Gruppen AS	85

Figuroversikt

Figur 1: Børsnoterte selskap i Rogaland 1997-2007	7
Figur 2: Kursutviklingen Rogalandsindeksen sammenlignet med hovedindeksen og råolje.....	8
Figur 3: Børsnoterte selskap i Rogaland 2008-2017	8
Figur 4: Børsnoterte selskap i Rogaland 1997-2017	10
Figur 5: Kursutvikling over råolje og hovedindeks på Oslo Børs.....	11
Figur 6: Arbeidsprosess.....	32
Figur 7: Løpende informasjonsplikten	64

Tabelloversikt

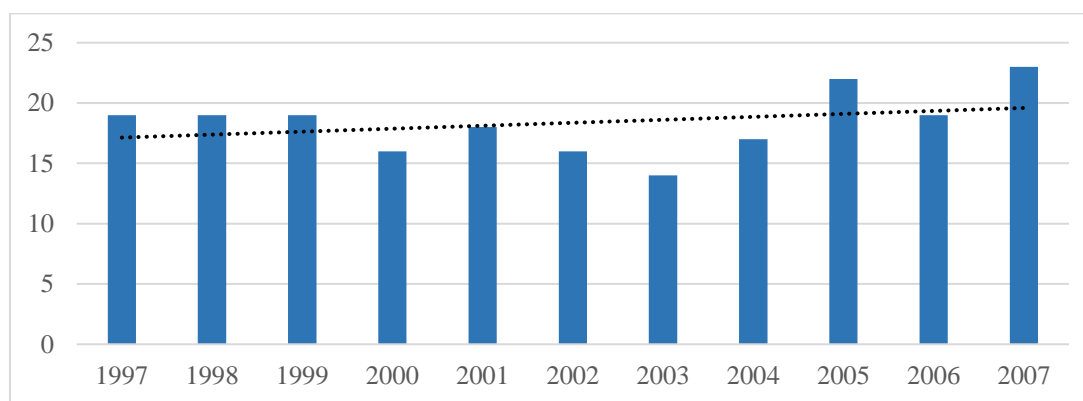
Tabell 1: Krav til børsnotering ved Oslo Børs, Merkur Market og Oslo Axess	16
Tabell 2: Alternative finansieringsmetoder	18
Tabell 3: Oppsummering av viktige elementer i oppgaven	51
Tabell 4: Oversikt over metodiske tilnærminger.....	66

1. Innledning

I arbeidet med å innhente data og informasjon vedrørende notering av selskap i Rogaland¹, har vi funnet signifikante reduksjoner i antall børsnoteringer i regionen. Nedenfor vil vi dermed presentere en oversikt over historikken knyttet til noteringsaktiviteten i fylket. Datasettet gjelder for perioden 1997-2017, og er hovedsakelig hentet fra arkivet til Stavanger Aftenblad.

1.1 Rogaland på børs 1997-2007

I perioden 1997 til 2011 var det stor aktivitet knyttet til notering av selskap fra fylket, hvor totalt 26 selskap i Rogaland ble introdusert på børs. Tabellen under viser antall lokale børsnoterte selskap for hvert enkelt år for perioden.



Figur 1: Antall børsnoterte selskap med hovedkontor i Rogaland i perioden 1997-2007.

Kilde: Stavanger Aftenblad

I 2005 var 22 lokale selskap notert på børs. Markedsverdien av disse var kr 353 milliarder av totalt kr 1 255 milliarder på Oslo Børs (Ola Fintland, 2005). Sannsynligvis var dette utgangspunktet for at Jostein Soland, daværende administrerende direktør i Næringsforeningen i Stavanger, og Leif Sandtorv, tidligere aksjemegler i DnB Nor Markets, opprettet konferansen *Rogaland på børs* og *Rogalandsindeksen*. Formålet ved indeksen var å illustrere den løpende kursutviklingen for børsnoterte selskap i fylket (Dag-Henrik Fosse, 2012, s.21), og ble publisert i Stavanger Aftenblad.

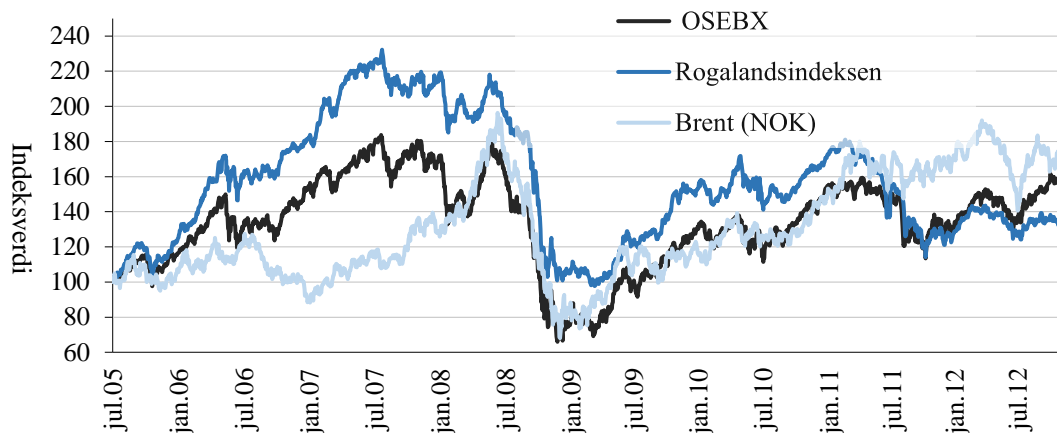
1.2 Rogaland på børs 2008-2017

Som det følger av figuren nedenfor, hadde Rogalandsindeksen positiv kursutvikling i etterfølgende år. En artikkel i Stavanger Aftenblad², rapporterte en oppgang på 47 prosent for

¹ Hovedkontor i Rogaland.

² Datert 10.11.2009.

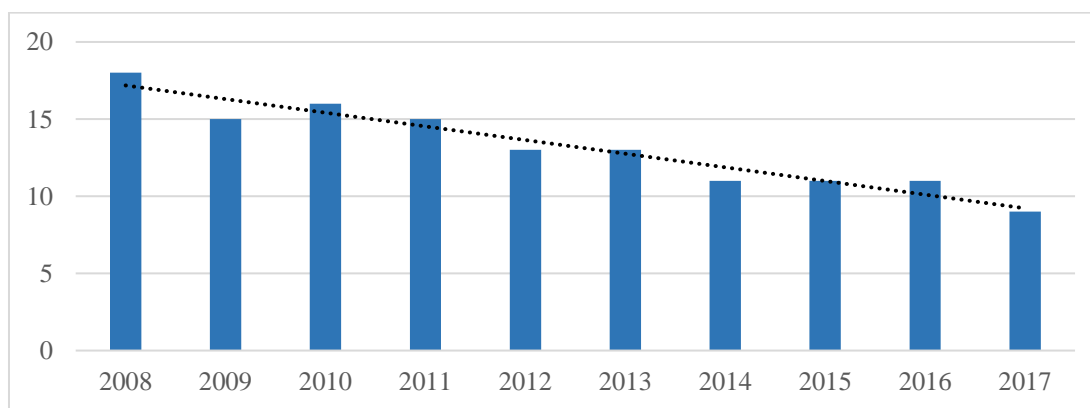
Rogalandsindeksen fra oppstart. I samme periode hadde hovedindeksen steget med 16 prosent (Helge Haune, 2009).



Figur 2: Kursutviklingen Rogalandsindeksen sammenlignet med hovedindeksen og råolje i perioden 2005-2012

Kilde: DnB Markets

Den positive utviklingen ser derimot ut til å snu i 2011. Året etter skrev Stavanger Aftenblad en artikkel med følgende overskrift «Bråstopp for børsnoteringer» (Dag Henrik Fosse, 2012). Det ble vist til en rekke selskap fra fylket som hadde forsvunnet fra børs³. For perioden 2008 til 2017 er det dermed en fallende trend vedrørende antall børsnoterte selskap i regionen, som figuren nedenfor illustrerer.



Figur 3: Antall børsnoterte selskap med hovedkontor i Rogaland i perioden 2008-2017

Kilde: Stavanger Aftenblad

³ På grunn av oppkjøp, flytting av hovedkontor eller på grunnlag av eget ønske.

Kun ett selskap fra Rogaland ble introdusert på børs i denne perioden⁴. Flere selskap ble tatt av børs, og Rogalandsindeksen ble avvirket i 2012. I tillegg endret Næringsforenings konferanse navn til *Rogaland på børs: Utsikter*. Som nå kun heter *Utsikter*.

Utviklingen beskrevet i de to periodene illustrerer en generell nedgang knyttet til noteringsaktiviteten i Rogaland. Dette gjelder ikke spesifikt for fylket, da det er dokumentert signifikante reduksjoner i antall børsnoteringer i det globale aksjemarkedet⁵. I USA var årlig gjennomsnittlig børsintroduksjoner på 310 i perioden 1980-2000, mot 99 introduksjoner mellom 2001-2012 (Gao, Ritter & Zhu, 2013).

Litteraturen foreslår ulike forklaringer på den globale trenden. Noen mener den skyldes utilsiktede konsekvenser av reguleringer. Internasjonalt nevnes ofte Sarbanes–Oxley Act fra 2002 og The Global Analyst Research Settlement fra 2003 i denne sammenheng (Ritter et al., 2013).

Andre argumenterer for vekst i alternative kilder til finansiering som mulig årsak til at selskap ikke velger å gå på børs. Et eksempel på dette er Private Equity (PE) fond, som på norsk omtales som aktiv eierkapital. Fondene investerer i unoterte aksjer, forvalter selskapene videre, og målet er å selge seg ut til en høyere verdi. De siste årene har denne metoden for investering blitt mer populær, og det har vært oppe til diskusjon om å la Statens Pensjonsfond Utland (SPU) investere i unoterte aksjer⁶. Finansdepartementet konkluderte med at det ikke skal åpnes «for investering i unoterte aksjer i Statens Pensjonsfond (SPU) på generelt grunnlag» (Finansdepartementet, 2018, s. 66). De siste årene har også rentenivået vært lavt. Dermed vil fremmedkapital, som for eksempel obligasjoner⁷, være et alternativ til finansiering.

Endringer i markedsstrukturen er også en mulig forklaring som nevnes i litteraturen. Institusjonelle investorer er viktige aktører i aksjemarkedet, da individuelle investorer delegerer forvaltning av deres pensjonssparinger til profesjonelle forvaltere (Forvalterperspektiv, 2016). Profesjonelle forvaltere er opptatt av porteføljeforvaltning, og ikke rollene og ansvaret som medfølger aksjeeierskap. Roten til nedgangen kan være det offentlige markedets mangel på god eier- og virksomhetsstyring (Franks & Mayer, 2016).

⁴ Crudecorp AS (Tabell over antall børsintroduksjoner i regionen er vedlagt).

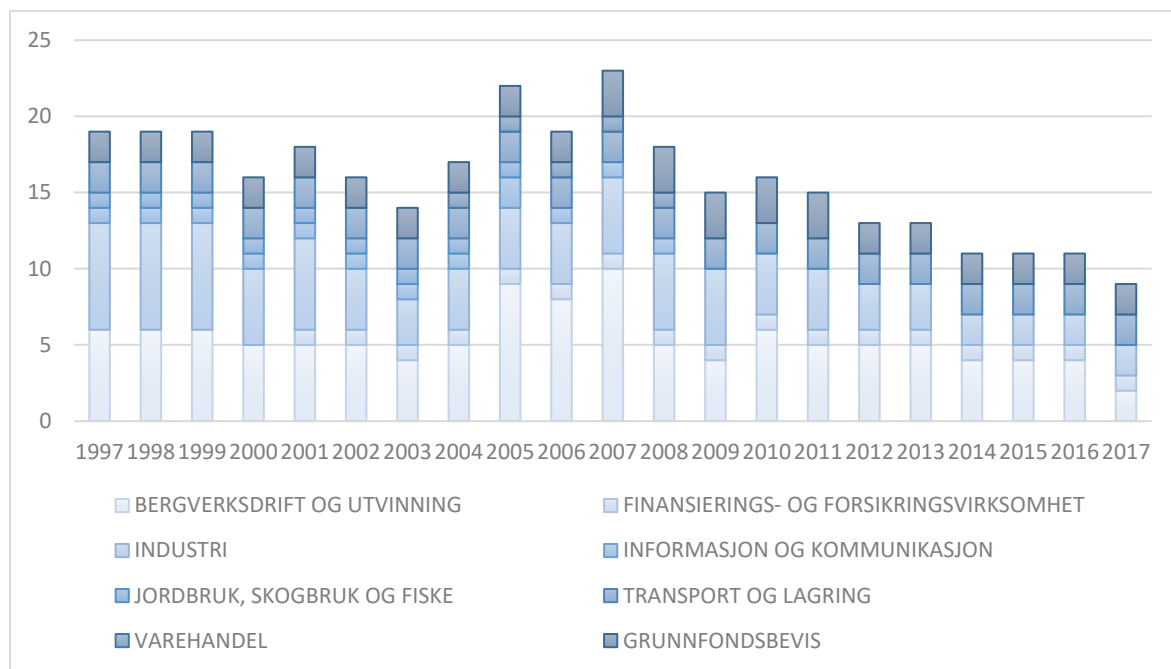
⁵ Ritter, Signori og Vismara (2012); Gao, Ritter og Zhu (2013); Doidge, Karolyi og Stulz (2017).

⁶ Har siden mars 2011 investert i unotert eiendom (Finansdepartementet, 2018, s.48).

⁷ Utsteder i Rogaland, for eksempel Lyse og Jæren Sparebank.

1.3 Oljeprisens påvirkning

Rogaland har hatt en jevn strøm av børsnoterte selskap i perioden 1997 til 2017. Vi har funnet at de børsnoterte selskapene i Rogaland i perioden hovedsakelig har vært innenfor næringsområdene *Bergverksdrift og utvinning* og *Industri*. I 2017 derimot, er selskapene representert jevnt i de ulike kategoriene⁸. Figuren under viser antall børsnoterte selskap i perioden 1997-2017, kategorisert etter næringshovedområde.



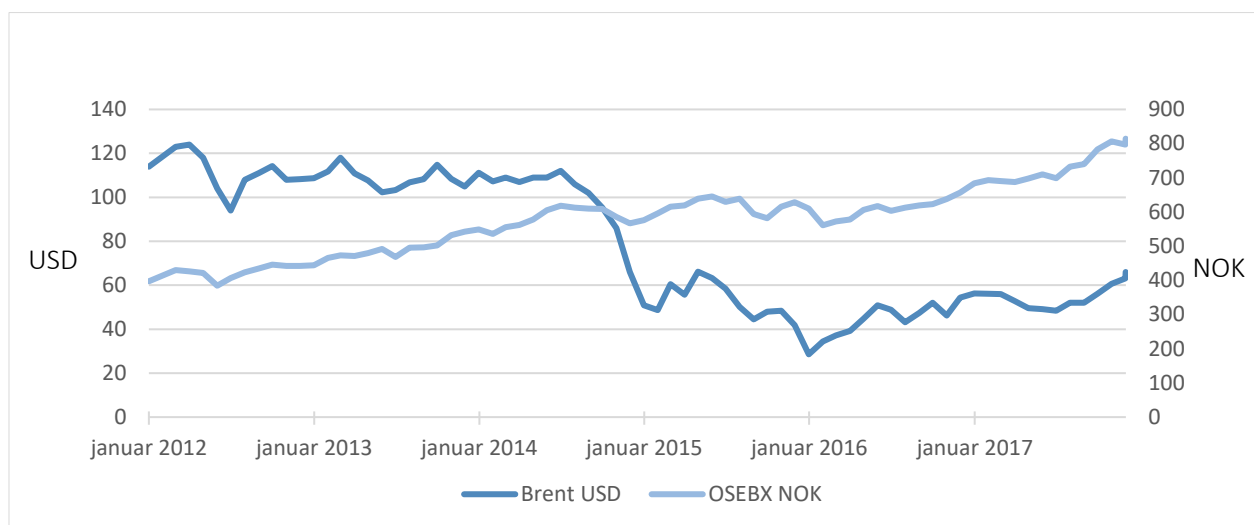
Figur 4: Antall børsnoterte selskap med hovedkontor i Rogaland i perioden 1997-2017, kategorisert etter næringshovedområde

Kilde: Stavanger Aftenblad

Sensommeren 2014 begynte oljeprisen å falle kraftig, og var nede i under 30 USD per fat i 2016. Det har vært en jevn økning siden, og oljeprisen er nå oppe i nærmere 80 USD per fat. Oljeprisnedgangen har skapt ringvirkninger til flere bransjer i Rogaland og kan ha påvirket antall noteringer.

I flere ulike forskningsartikler har det kommet frem at oljeprisen har vært en av de ledende indikatorene av utviklingen på Oslo Børs (Hammoudeh & Li, 2005). Som figur 2 illustrerer, er det positiv korrelasjon mellom prisutvikling på råolje og indeksene, med unntak av under finanskrisen. I perioden 2007 til 2008 ser man dermed et stort gap mellom de tre variablene. Dette er imidlertid før oljeprisfallet i 2014.

⁸ Bergverksdrift og utvinning, Industri, Transport og lagring, Finansierings- og forsikringsvirksomhet og Grunnfondsbevis.



Figur 5: Kursutvikling over råolje og hovedindeks på Oslo Børs

Kilde: Thomson Reuters & e24

Det finnes uttalelser om at det ikke eksisterer et langvarig forhold mellom variablene⁹. Noe figur 5 illustrerer. Råoljegrafen viser en høyere volatilitet, og oljekrisen reflekteres i den drastiske nedgangen i perioden mai 2014 til og med desember 2014. Kursutviklingen i hovedlisten på Oslo Børs har hatt en jevn økning i samme periode. Spørsmålet er om timingen for notering i Rogaland er til stede. Vi vil under kapittelet om analyse og drøftelse se nærmere på om fallet i oljeprisen har påvirket avgjørelsen om en notering¹⁰.

1.4 Vår problemstilling

Vi ønsker dermed å undersøke, med utgangspunkt i utviklingen beskrevet ovenfor, hvorfor det ikke har vært noen lokale noteringer de siste årene.

Vår problemstilling er dermed:

Hvorfor går ikke Rogaland på børs?

For å besvare problemstillingen vil vi gjennomgå litteratur vedrørende børsintroduksjoner. På grunnlag av den akademiske teorien vil vi foreta undersøkelser i form av intervju for å kunne

⁹ Bernhardsen og Røisland (2000) så på sammenhengen mellom oljepris og valuta. En økning i oljeprisen vil isolert sett bety en styrking av den norske kronen. Så i motsatt tilfelle vil en svekkelse i oljeprisen føre til en nedgang av den norske kronen. Denne svekkelsen vil føre til at det blir billigere for handelspartnere å importere varer fra Norge. Som en konsekvens av kronesvekkelsen vil flere eksportselskap få et økt salg. Flere av oljeselskapene i Norge har sin inntjening i USD, noe som vil føre til svekkelsen av NOK sett mot USD demper effekten av oljeprisfallet noe. De mener det derfor ikke gitt at det eksisterer en entydig sammenheng mellom høye oljepriser og gode framtidsutsikter for selskapene.

¹⁰ Avsnitt 5.3.4, side 48.

gå i dybden. Intervjuene vil bli drøftet i sammenheng med teori før problemstillingen besvares.

1.5 Oppgavens videre oppbygging

Kapittel 2 gir en oversikt over noteringsprosessen. Vi beskriver blant annet prismekanismer ved en børsintroduksjon, og hvilke krav som følger for ett notert selskap. Hensikten er å skape et utgangspunkt og gi innsikt i de omstillingene en børsnotering krever.

I kapittel 3 presenteres relevant litteratur om emnet. Gjennomgangen er delt i følgende kapitler «Hvorfor går selskap på børs?» og «Hvorfor går ikke selskap på børs?». Første kapittel er inndelt i kapitaltilgang, likviditet og exit strategi, overvåkning, oppkjøp og styrket rennømmé. Andre kapittel er inndelt i eierskap og kontroll, opplysningsplikt, og empiriske regulariteter.

I kapittel 4 beskrives våre metodiske tilnærminger, som avsluttes med en diskusjon over metodens pålitelighet og validitet.

Kapittel 5 innledes med en presentasjon av intervjuobjektene. Videre drøftes og analyseres funn fra intervju knyttet til teorigjennomgangen. Drøftelsen er inndelt i samme oppbygging som teorikapittelet, med utvidelse av andre synspunkter fra intervjuobjektene relatert til problemstillingen.

Opgaven avsluttes med en oppsummering og konklusjon.

2. Børsnotering i Norge

En børsintroduksjon vil gi tilgang til et bredere marked, hvor kapital kan reises fra flere og større investorer. Andre fordeler tilknyttet børsnotering er spredt eierskap og diversifisering. Samtidig er det knyttet stor risiko til børsintroduksjon av selskapet. Noteringsprosessen er tidkrevende og kan ta fokuset vekk fra den daglige driften av selskapet. I følge KPMG (Berner, 2017) vil en børsnoteringsprosess variere fra seks til tolv måneder, alt etter hvor beredt selskapet er for børsnotering. Notering på børs er også forbundet med store kostnader, hvor en børsintroduksjon med utstedelse av nye aksjer varierer mellom 4 til 10 prosent av netto kapitalforhøyelse (Maldan, Midttun & Jordbræk, 2016). I tillegg må selskapet forberede seg på store omstillinger, da børsnoterte selskap er underlagt lover og krav i henhold til de ulike handelsplassene. Beslutningen om å ta et selskap offentlig eller ikke, er dermed en vurdering som er tynget av et stort ansvar. Selv om selskapet beslutter å foreta en børsintroduksjon, er det sannsynlighet for at introduksjonen ikke vil bli gjennomført. Det er

ikke noen garanti for at noteringen vil være vellykket. Flere argumenterer imot en børsnotering på grunnlag av disse omstillingene (se for eksempel Brau & Fawcett, 2006). Vi vil derfor gi en oversikt over selve noteringsprosessen nedenfor, og i tillegg beskrive noen av de kravene som følger ved en notering.

2.1 Børsintroduksjon

Ved en børsintroduksjon omdannes et privat selskap til et offentlig selskap. Denne prosessen skjer ved at selskapets aksjer gjøres offentlig tilgjengelig for første gang på en regulert markedsplass. Dagens regelverk begrenser selskapsformene som kan utstede nye aksjer til offentligheten. Det er kun allmennaksjeselskap som har denne muligheten. Et aksjeselskap er et privat selskap, og kan ikke foreta offentlig emisjon. Utstedelse av nye aksjer kan da tilbys til eksisterende aksjonærer eller bestemte navngitte personer. Sistnevnte metode omtales som rettet emisjon.

Ved en børsintroduksjon foretar selskapet vanligvis en aksjeutvidelse. Normalt vil dette skje ved utstedelse av nye aksjer, kombinert med nedsalg fra opprinnelig aksjonærers andel på grunn av krav om eierspredning. Det har også vært tilfeller hvor selskap noteres på børs uten påfølgende emisjon og nedsalg. Dette omtales som en direkte notering. Ved en slik notering vil ikke selskapet ha behov for å bruke garantister, og kursen fastsettes på selve noteringsdagen. Metoden er et rimeligere alternativ sammenlignet med den tradisjonelle børsintroduksjonen. Den er derimot bare tillatt i enkelte tilfeller ved notering på Oslo Børs (Fjesme & Norli, 2011). For eksempel fikk det svenske strømmetjenesteselskapet Spotify godkjent sin direkte notering av SEC¹¹ på New York Stock Exchange. Det kan hende vi ser mer av denne metoden i fremtiden.

Veien mot opptak til en regulert handelsplass består av flere opptakskrav og krav fra lovverket oppgitt i tabell 1¹². For å kunne utføre en best mulig noteringsprosess er det normalt å bruke flere ulike typer rådgivere. Sentrale aktører vil involvere tilretteleggere (prospekt, verdsettelse, emisjon, markedsføring), finansielle rådgivere, kommunikasjonsrådgivere og revisorer (Maldan et al., 2016).

Utstedende selskap må få en godkjenning av styret før de kan gå videre for å lage et introduksjonsprospekt med hjelp av selskapets bank. Introduksjonsprospektet skal være med på å redusere den asymmetriske informasjonen mellom utsteder og andre aktører i markedet.

¹¹ Securities and Exchange Commission.

¹² Tabell 1, side 15.

Allerede her bør selskapet være ganske klar over hva de ønsker å oppnå ved en børsnotering, som fordeling av aksjekapital. Dette dokumentet distribueres til aktuelle investorer.

Når selskapet foretar en emisjon, må de vurdere risikoen av at minstebeløpet ikke tegnes. Hvis selskapet ikke blir fulltegnet må selskapet ta kostnadene med dette. For å sikre seg mot denne risikoen er det mulig å få en garantist som tilbyr en fulltegningsgaranti. Denne garantien er en direkte kostnad for selskapet. I litteraturen om børsintroduksjoner oppgis ofte en «gross spread¹³» på 7 prosent ved bruk av fulltegningsgaranti. Dette er på bakgrunn av Chen og Ritter (2000) sin undersøkelse. De fant at nesten alle børsintroduksjoner¹⁴ hadde en kostnad på 7 prosent av emisjonskursen (Berk & DeMarzo, 2007).

Garantistene vil da kjøpe samtlige aksjer i emisjonen dersom emisjonen ikke blir fulltegnet. Videre selger de aksjene på sekundærmarkedet. Garantien kan begrenses i tid eller ved annen måte, som for eksempel til å gjelde samtlige aksjer eller deler av aksjene.

2.2 Prismekanisme ved børsintroduksjon

Introduksjonskurs for aksjene som tilbys ved første handelsdag kan fastsettes med to ulike metoder; bokbyggings- eller fastprismetoden. Et tredje alternativ er auksjon. Sistnevnte metode er ikke brukt i norske børsintroduksjoner. Derfor velger vi å se bort fra denne metoden.

Ved bokbyggingsmetoden vil utstedende selskap og deres valgte investeringsbank sette et prisintervall, en nedre og øvre grense for introduksjonskurs per aksje. Deretter utfører investeringsbanken et såkalt «road show» hvor selskapets aksjer markedsføres til potensielle investorer. Ut fra interessen ved markedsføringen blir den endelige introduksjonskursen satt. Det er ikke uvanlig av kursen endres underveis.

Ved fastprismetoden vil investeringsbanken fastsette en fast introduksjonskurs. Investorer legger deretter inn bud for antall aksjer til den bestemte kursen. En vil ikke ha mulighet til å avdekke etterspørselen i samme grad som ved bokbyggingsmetoden.

Dersom børsintroduksjonen er en suksess, kan den bli overtegnet. Aksjene vil deretter bli rasjonert ut til investorer. Som et resultat av overtegningen vil investorene vanligvis ikke bli tildelt den andelen de har søkt om (Fjesme & Norli, 2011). Introduksjonen kan også gi et mindre ønskelig utfall, hvor selskapet er nødt til å trekke seg fra børsnoteringsprosessen, for

¹³ Rabatten garantisten får ved kjøp av aksjene med en fulltegningsgaranti.

¹⁴ 90 prosent i USA med innhenting av verdier mellom 20 - 80 millioner dollar.

eksempel på grunn av dårlig interesse for aksjene ved markedsføringen. Selskapet sitter da med et stort tap med tanke på ressurser som er brukt i prosessen.

2.3 Opptakskrav

Norges eneste regulerte markeds plass er Oslo Børs ASA. For notering av aksjer tilbys tre ulike markeds plasser; Oslo Børs, Oslo Axess og Merkur Market. Sistnevnte er ikke en regulert markeds plass, men en multilateral handelsfasilitet, som blant annet gir mulighet for små private aksjeselskap å notere sine aksjer. Som nevnt tidligere, kan aksjer bli utstedt av allmennaksjeselskap, eller tilsvarende utenlandsk selskap. Opptak på Merkur Market er også lagt til rette for aksjeselskap. Vilkåret er at aksjene «*antas å ha allmenn interesse og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning*» (Børsforskriften, 2007, § 4). Selskapets aksjer må være registrert i Verdipapirsentralen før notering kan finne sted.

Dersom selskapet vurderer å introdusere selskapet på børs, vil en rekke eksterne rådgivere påse at utstedende selskap er klar for en notering. Det stilles en rekke krav for å børsnotere selskap i henhold til handelsplassen aksjene skal noteres på. Utover dette finnes det også noen lover i verdipapirhandelloven og allmennaksjeloven. De viktigste kravene i handelsplassen er oppsummert i tabellen under.

Krav	Merkur Market	Oslo Axess	Oslo Børs
Markeds plassens status	Multilateral handelsfasilitet	Autorisert og fullt ut regulert markeds plass	Børsnotering iht. EU-krav og norsk børslov
Finansiell rådgiver	Ja, krav om Merkur-rådgiver	Nei, men vanlig i praksis	Nei, men vanlig i praksis
Selskapsform	Aksjeselskap, allmennaksjeselskap, egenkapitalbevisutsteder, og tilsvarende internasjonale selskapsformer	Allmennaksjeselskap og tilsvarende internasjonale selskapsformer	Allmennaksjeselskap, egenkapitalbevisutsteder og tilsvarende internasjonale selskapsformer
Opptaksprosessens varighet	1-2 uker	4-8 uker	4-8 uker
Beslutningstakende organ	Børsens noteringskomité	Styret i Oslo Børs ASA	Styret i Oslo Børs ASA
Markedsverdi	Ingen krav	Kr 8 millioner	Kr 300 millioner
Minstepris pr. aksje	Kr 1	Kr 1	Kr 10
Antall aksjeeiere	30	100	500
Spredning blant allmennheten	15 %	25 %	25 %
Due diligence	Begrenset finansiell og juridisk. Ikke krav til uavhengige rådgivere	Full finansiell og juridisk. Krav til uavhengige rådgivere	Full finansiell og juridisk. Krav til uavhengige rådgivere

Opptaksdokument / prospekt	Opptaksdokument som er mindre omfattende enn EØS-prospekt	EØS-prospekt underlagt kontroll hos Finanstilsynet	EØS-prospekt underlagt kontroll hos Finanstilsynet
Historikk og virksomhet	Må ha avlagt minst én års- eller delårsrapport. Virksomhet trenger ikke være fullt igangsatt	Må ha avlagt minst én års- eller delårsrapport. Må ha igangsatt planlagt virksomhet.	Må ha tre års historikk og virksomhet. Kan dispenseres.
Regnskapsrapportering	Halvårlig, men en måneds lengre frist enn for Oslo Axess og Oslo Børs	Halvårlig fra og med 01.01.2017, men kvartalsvis anbefales	Halvårlig fra og med 01.01.2017, men kvartalsvis anbefales
Informasjonsplikt	Fra opptakstidspunktet	Fra søknadstidspunktet	Fra søknadstidspunktet
Uoppfordret og umiddelbar offentliggjøring av innsideinformasjon	Ja	Ja	Ja

Tabell 1: Krav til børsnotering ved Oslo Børs, Merkur Market og Oslo Axess

Kilde: Oslo Børs

Valg av handelsplass kan være en konsekvens av de ulike kravene. Både Oslo Børs og Axess krever en eierspredning hvor 25 prosent av aksjekapitalen er tilgjengelig blant allmennheten, mens Merkur Market har et krav på 15 prosent. Verken Oslo Børs eller Axess krever positivt driftsresultat, men som tidligere oppgitt må de være gjenstand for regelmessig omsetning. Skillet går hovedsakelig på antall års drift. Oslo Børs krever 3 års historikk, mens Axess har kun krav om at de må ha avlagt minst en delårsrapport og planlagt virksomhet er igangsatt. Merkur sitt krav er kun at det foreligger en delårsrapport, og virksomheten trenger ikke være igangsatt. Merkur har heller ingen krav til markedsverdi, mens Axess har et mye lavere krav på 8 millioner sammenlignet med kr 300 millioner på Oslo Børs. Oslo Børs krever også minst 500 aksjeeiere, Axess krever 100 og Merkur kun 30. Det siste skille er at minstepris per aksje er kr 10 på Oslo Børs, og kr 1 for Axess og Merkur.

Opplysningsplikt for Oslo Børs og Axess gjelder allerede fra søknadstidspunktet. For Merkur Market gjelder plikten fra opptakstidspunktet. Selskapet må kontinuerlig sørge for at kravene til opptaksreglene er oppfylt.

2.4 Løpende forpliktelser

Etter notering har selskapet i henhold til verdipapirhandelloven (2007, kapittel 5) løpende og periodisk opplysningsplikt. Den løpende opplysningsplikten gjelder blant annet

offentliggjøring av innsideinformasjon som direkte angår selskapet, enkelte selskapsbeslutninger og transaksjoner mellom selskapets nærstående.¹⁵

Periodisk opplysningsplikt gjelder offentliggjøring av års- og halvårsrapport. Før gjaldt kvartalsrapportering for børsnoterte selskap. Rapporteringsmengden er dermed redusert fra 4 ganger i året, til 2 ganger i året. Oslo Børs anbefaler derimot kvartalsrapportering for noterte selskap på Oslo Børs og Axess.

Børsnoterte selskap er i tillegg pliktig til å gi opplysninger som er nødvendige av hensyn til investorene eller markedet i henhold til børsforskriften § 16 (Løpende forpliktelse for børsnoterte selskaper, 2018).

2.5 Kostnader

Det påløper både direkte og indirekte kostnader ved en børsintroduksjon av selskapet. Indirekte kostnader forbindes ofte med underprising av aksjene som tilbys første handelsdag¹⁶. De direkte kostnadene knytter seg hovedsakelig til tilretteleggelsen av introduksjonen. Eksempler på dette er «*provisjon og honorar til meglerhus, finansielle rådgivere, advokater og revisorer, samt trykking og distribuering av prospekt*» (Maldan et al., 2016, s. 96). Ved direkte notering av selskapet vil disse kostnadene kunne reduseres, da selskapet ikke behøver å engasjere tilretteleggere.

Det skal også betales avgifter til Oslo Børs¹⁷, hvor størrelsen på kostnadene avhenger av hvilken handelsplass én noteres på. Det skal blant annet betales en introduksjonsavgift som beregnes av selskapets markedsverdi første noteringsdag (Avgifter gjeldende for utstedere på Oslo børs og Oslo Axess, 2018). Etter introduksjonen er selskapet pliktig til å betale en kursnoteringsavgift, som er basert på selskapet markedsverdi. I tillegg foreligger øvrige avgifter etter notering. For å nevne noen gjelder disse redegjørelser for fortsatt handel, registrering av kapitalforhøyelser og endring av selskapsnavn og ticker (Avgifter gjeldende for utstedere på Oslo Børs og Oslo Axess, 2018)¹⁸.

Videre vil det påløpe kostnader tilknyttet utarbeidelse av halvårsrapportene og registrering i Verdipapirsentralen (Maldan et al., 2016).

¹⁵ Oversikt over løpende forpliktelser er vedlagt.

¹⁶ Avsnitt 3.2.3, Side 25-26.

¹⁷ Vedlagt i oppgaven foreligger en tabell med oversikt over de ulike avgiftene knyttet til børsnotering.

¹⁸ Egne avgifter gjelder for utstedere på Merkur Market (*Avgifter gjeldende for utstedere på Merkur Market*, 2018, s. 1-5). Nevnte avgifter gjelder også denne handelsplassen, men størrelsen på avgiftene er mindre sammenlignet med Oslo Børs og Axess.

3. Teori

I dette kapitlet presenteres det teoretiske rammeverket som blir anvendt i analysen. Vi forklarer motiver for børsnotering før det presenteres teori omhandlende hvorfor selskap ikke går på børs. Motivene for og imot børsnotering er i utgangspunktet hentet fra Brau og Fawcett (2006) sin undersøkelse hvor vi har tilføyd annen litteratur omkring emnene. Teoriene vil utdypes videre i kapitlet.

3.1 Hvorfor går selskap på børs?

Som påpekt i Bancel og Mittoo (2009, s. 846) vil motivasjonen for hvorfor selskap velger å introduseres på børs «*variare på tvers av selskap, land, og juridiske systemer*». Dermed vil ikke motivasjonen bak en børsnotering være forklart med en enkel teori, men vil være en nøye vurdering av både mulige fordeler og ulemper for selskapet. Under foreligger noen av de hovedmotivasjonene for børsnotering som tas opp i litteraturen. Motivasjonen er inndelt i kapitaltilgang, økt likviditet og exit for aksjonærer, overvåkning, oppkjøp og styrket rennommé.

3.1.1 Kapitaltilgang

En vanlig oppfatning vedrørende motiver for børsnotering er at selskapet har behov for kapital. En børsintroduksjon vil gi tilgang til et bredere marked, hvor kapital kan reises fra flere og større investorer. Ved å gå fra et privat til et offentlig selskap vil en ikke være begrenset til selskapets aksjeeiere og eget nettverk. Samtidig vil det være tilfeller hvor selskap ikke har de nødvendige ressursene som kreves for å gå på børs. Alternative metoder for tilførsel av kapital følger av tabellen nedenfor. Tabellen er sortert etter størrelse, hvor sistnevnte finansieringsalternativ vil bli brukt av større selskap, på grunn av det store kostnadene involvert (Ødegaard, 2017).

1. Egenkapital fra selskapets aksjeeier(e)
2. Banklån
3. Risikokapital/venture-kapital
4. Rettet emisjon av obligasjoner
5. Rettet emisjon av egenkapital
6. Offentlig emisjon av obligasjoner
7. Offentlig emisjon av egenkapital

Tabell 2: Alternative finansieringsmetoder
Kilde: Equity issuance, 2017, Bernt Arne Ødegaard

De fleste selskap vil starte med finansiering i form av fremmedkapital, som lån fra bank i tillegg til egenkapital. En børsintroduksjon kan gi forhandlingsmuligheter med banken vedrørende lånet, da bankens informasjonsfordel vedrørende selskapets kredittverdighet reduseres ved notering (Rajan, 1992). Pagano, Panetta, og Zingales (1998) tester denne hypotesen, og finner støtte for at kredittkostnaden reduseres ved en notering i sitt utvalg. Samtidig påpeker de at det ikke er mulig til å konkludere om årsaken bak reduksjonen.

Risikokapital eller venture-kapital er privat egenkapital. Betegnelsen risikokapital kommer av at kapitalen er investert i et prosjekt med stor risiko for tap. Risikokapital brukes til å forklare egen- eller fremmedkapitalfinansiering av nystartede selskap. Fremmedkapital som lån eller obligasjoner, ytes ofte som konvertible lån, slik at investorene senere kan innløse gjelden i aksjer. Kildene til risikokapital er ofte institusjonelle investorer og velstående privatpersoner, som er reist av dedikerte investeringsfirmaer. Institusjonelle investorer er investorer som pensjonsfond og forsikringselskap. Institusjonelle investorer kan enten gå inn i selskapet selv, benytte seg av et Private Equity (PE) fond, eller et venture-kapitalselskap.

PE fond investerer kapital i eksisterende unoterte selskap, hvor venture-kapitalselskap bidrar med kapital til nystartede selskap. En annen forskjell mellom de to er størrelsen på investeringen. PE fond investerer større beløper. Dette henger sammen med at unoterte selskap ofte er større og krever mer kapital (Berk & DeMarzo, 2014).

Emisjoner er som tidligere beskrevet en kapitalutvidelse¹⁹. Det innebærer at selskapet utsteder nye aksjer til eksisterende og/eller nye aksjonærer. Skillet går på om det er rettet eller offentlig emisjon. En offentlig emisjon gir anledning for alle til å delta ved nytegningen. En rettet emisjon er forbeholdt enkelte investorer som krever fraskrivelse av fortrinnsretten for opprinnelig aksjonærer (Woxholth, 2016).

En emisjon kan gjøres ved bruk av obligasjoner eller kjøp av aksjer. Obligasjonslån er verdipapir som kan omsettes. De fleste obligasjonslån er børsnoterte, og kan kjøpes og selges på lik linje med aksjer. I Norge er det hemmelig hvem som eier obligasjoner, selv ikke den som har utstedt obligasjonslånet vet hvem som har lånt dem penger.

En vanlig oppfatning er at kapital som hentes ved en børsintroduksjon brukes til finansiering av investeringer for videre vekst av selskapet (Ritter & Welch, 2002; Kim & Weisbach, 2008). Som en kontrast fant Pagano et al. (1998) i sitt utvalg av italienske børsintroduksjoner,

¹⁹ Side 13, avsnitt 2.1.

at selskap går på børs for å rebalansere etter en periode med høye investeringer og vekst. Undersøkelser i Sverige frem til 1990 fant at svenske selskap ikke gikk på børs for å finansiere vekst (Rydqvist & Högholm, 1995).

3.1.2 Økt likviditet og exit for aksjonær

Notering på en regulert markedsplass vil gi likviditet til selskapets aksjer. Da kan aksjene enklere selges og kjøpes. I tillegg vil opprinnelig aksjeeier ha større muligheter dersom aksjeeier ønsker å selge sin andel som en del av sin exit strategi. Børsnoteringen gir dermed også økt mulighet for diversifisering, da midlene fra salget av aksjene kan reinvesteres i andre aktiva (Pagano et al., 1998).

En aksjonær som foretar exit ved en børsintroduksjon, vil ha et ønske om å maksimere gevinsten ved salget. Ifølge Zingales (1995) vil økning i selskapets kontantstrøm og kontrollrettigheter gi økt verdsettelse fra potensielle kjøpere. Selskapets kontantstrømmer tilfaller samtlige aksjonærer, hvor kontroll kun tilfaller aksjonærer med høy eierandel. Dersom vedkommende har høy eierandel i selskapet, bør én derfor selge ved forhandling med kjøper. Aksjonær med ikke kontrollerende eierandel, maksimerer gevinsten ved å foreta exit ved en børsintroduksjon.

Som det følger av Fjesme og Norli (2011) vil forhandlinger være mulige i en rettet emisjon. Her selges aksjer i store blokker, og den investoren som er villig til å betale mest blir tildelt andelen. I en offentlig emisjon vil aksjer bli rasjonert ut til alle investorer som er villige til å betale den prisen som investeringsbanken har satt. Fjesme og Norli konkluderer med at rettede emisjoner brukes for å overføre kontrollrettigheter til selger.

3.1.3 Overvåkning

Overvåkning av et selskap foregår på flere former og fra ulike kilder. Kildene kan være styret, banker, revisor, aksjonærer, analytikere eller ulike analyseselskap²⁰. Disse kildene vil mest sannsynlig fokusere på aktiv overvåkning. Hensikten er å samle informasjon og involvere parter som skal styrke selskapet.

Alle disse aktørene vil imidlertid ha ulike insentiver. Ovenfor styret vil aksjonærer kunne ta ekstra risiko for å skape verdier, mens banker og analyseselskap vil ha sterkere insentiver for å oppdage feiltrinn. De vil mest sannsynlig ikke støtte mer risikofylte avgjørelser selskapet måtte stå for. Disse insentivene representerer også en del av problemstillingen mellom de

²⁰ For eksempel Morningstar Rating.

ulike kildene, da overvåkningen kan medføre forskjellige konsekvenser for forskjellige aktører.

Ut fra Holmström og Tirole (1993) sin modell om overvåkning fra investor kom en frem til at verdien av overvåkning er avhengig av selskapets oppbygging. Dette gjennom effekten av etterspørselen i markedet. Verdien av overvåkning er mindre ved et konsentrert eierskap, da markedslivviditeten reduseres. De mente også at børsmarkedet i dag fungerer som en viktig rolle som overvåker av ledelsen, både direkte ved å vurdere tidligere oppnåelser og indirekte ved å tilby kontroll gjennom krav.

Som et forklarende eksempel brukte Holmström og Tirole en investor som har en andel av selskapet for en langsiktig investering. Hvis han velger å selge en liten andel vil det være flere andeler i omløp og likviditeten i markedet vil gå opp. Med flere likvide investorer blir det enklere for en informert investor eller spekulant å skille sin private informasjon og å tjene penger på dette. Verdien av informasjon går opp samtidig som aksjeprisen går opp. Som en konsekvens vil spekulantene bruke mer tid på overvåkning og innsamling av informasjon. I modellen la de også vekt på at aksjeprisen måtte være lav nok til å kompensere uinformerte investorer for deres tap mot informerte spekulanter.

Overvåkning vil oppfattes som en fordel for investor og en kostnad for ledelsen og de kontrollerende aksjonærene. Pagano og Röell (1998) argumenterte for at private selskap med flere enn én investor kan få økte kostnader ved for stor overvåkning. Selskapet vil dermed være mest tjent med å gå på børs. Kostnaden med å ha nye investorer i private selskap er høy da investorene ønsker å verifisere selskapet som en god investering. Dette er noe som tar tid, krever overvåkning og ofte må eksterne parter inn i bilder. Pagano og Röell mener at selskap er tjent med en børsnotering da informasjonen og markedsplassen er regulert og tilgjengelig for flere potensielle investorer.

Stoughton og Zechner (1998) mener det er knyttet et agentproblem til at det bare er store investorer som er i stand til å overvåke. Investorer er ikke homogene i mulighetene til overvåkning av nylig børsnoterte selskap. Større investorer har en fordel, da de har mekanismer som har lagt til rette for overvåkning. Stoughton og Zechner stadfester at det eksisterer et agentproblem da overvåkingsaktiviteter er vanskelige å observere og dermed utnytte. Små investorer får små fordeler knyttet til overvåkning.

3.1.4 Oppkjøp

Hovedmotivasjonen for en børsnotering sett fra økonomidirektørers perspektiv, er ifølge Brau og Fawcett (2006, s. 400) sin undersøkelse, «å etablere en markedsverdi og det å skape offentlige aksjer til bruk i fremtidig oppkjøp». Ved å oppnå en markedsverdi for selskapet, vil det bli enklere å gjennomføre lønnsomt oppkjøp eller bli oppkjøpt til en riktig pris. Hsieh, Lyandres, og Zhdanov (2011) argumenterer for at en børsintroduksjon reduserer usikkerheten med verdien av selskapet.

Resultatene fra Brau og Fawcett sin undersøkelse gir indikasjoner på at oppkjøp er en stor motivasjon for å introduseres på børs. Gjennom videre undersøkelse så de nærmere på transaksjoner knyttet til oppkjøp og sammenslåinger. Resultatet var at flertallet av utvalget i undersøkelsen opptrer som oppkjøpere og bare et fåtall av utvalget ble selv oppkjøpt²¹, noe som gir støtte for at børsintroduksjoner muliggjør oppkjøp av andre selskap.

Celikyurt, Sevilir og Shivdasani (2010) reiser spørsmål ved Brau og Fawcett (2006) sin undersøkelse. De mener den kan være lite representativ, da perioden for undersøkelsen kjennetegnes ved at flere vekstselskap gikk på børs, samtidig som det var høy aktivitet av oppkjøp og fusjon i perioden 2000-2002. De stiller dermed spørsmål om undersøkelsen er representativ, og om den kan generaliseres til andre perioder. Dermed ser de nærmere på aktiviteter knyttet til oppkjøp etter en børsintroduksjon over en 20 års periode (1985-2004). Deres resultat finner også støtte for at nylig børsintroduserte selskap er aktive deltakere i oppkjøp av selskap, og at oppkjøp er en viktig motivasjon for børsintroduksjon. De påpeker derimot at det er uklart om selskap går på børs med formål om oppkjøp, eller om børsintroduksjon gir en fordelaktig sjans til å gjennomføre oppkjøp og fusjon ved overvurderte aksjer.

3.1.5 Styrket renommé

Ved en børsintroduksjon følger det også med mye publisitet, noe som kan medføre at utvalget av potensielle investorer og analytikere øker. Som en konsekvens av kravene til børsnoterte selskap, vil selskapenes troverdighet og dermed omdømme øke. Ifølge Rydqvist og Högholm (1995) sin studie i Sverige var det hele 67 prosent som mente at økt publisitet var en stor fordel ved å gå offentlig.

²¹ Børsintroduserte selskap var oppkjøpere 141 ganger og ble selv kjøpt opp 18 ganger, chi-square p-value = 0.0001.

På denne måten blir en børsnotering på mange måter tolket som markedsføring. Roëll (1996) mente at børsnotering ikke bare ga en sertifisering fra det finansielle markedet, men også et positivt langsiktig prissignal til kunder, leverandører og arbeidere. I tillegg vil disse slippe å bruke tid og penger på å sjekke selskapets posisjon og troverdighet.

Videre fant Bancel og Mittoo (2009) i sine undersøkelser ut at europeiske økonomidirektører mente muligheten til å øke selskapets prestisje og synlighet var den viktigste grunnen til en børsnotering.

Omdømmerisiko er noe som er relevant for de fleste selskap. Eidsvik og Frogner (2006) skrev en artikkel hvor de hevder at omdømmerisiko er en av de viktigste risikoutfordringene selskap står overfor i det moderne informasjonssamfunnet. De mener det ikke er mulig å helgardere seg mot denne type risiko, men at det også er mulig å forberede seg godt og minimalisere den. Ulike tiltak for å minimere risikoen mener de blant annet er å opprette ulike kontrollfunksjoner og internrevisjon. De strenge kravene til børsnoterte selskap vil på denne måten redusere omdømmerisikoen.

Et dårlig omdømme kan få store økonomiske konsekvenser for selskapet og investorer som har investert i selskapet. Eidsvik og Frogner konkluderer med at det er viktig at ledelsen implementerer gode interne kontrollrutiner. Ved å vise korrekte holdninger i bedriften kan man minimalisere denne risikoen.

3.2 Hvorfor går ikke selskap på børs?

I avsnittene under vil vi foreta en litteraturgjennomgang om mulige årsaker til hvorfor selskap ikke går på børs. Eierskap og kontroll er én av disse. Selskap med høy eierkonsentrasjon vil motvillig foreta en børsintroduksjon, da tilknytningen til selskapet er sterkere enn ved et spredt eierskap. I internasjonal teori omtales også opplysningsplikt. Frykten for å offentliggjøre sensitiv informasjon gjør at selskap velger å ikke noteres. Avsnittet avsluttes med en gjennomgang av dokumenterte regulariteter ved børsintroduksjoner.

3.2.1 Eierskap og kontroll

En børsintroduksjon vil ofte gi endringer i eierstrukturen, blant annet på grunn av krav om eierspredning²². For selskap med høy eierkonsentrasjon kan en børsnotering ha dramatiske konsekvenser for en aksjeeier som ønsker å beholde kontrollen, da eierandel/antall aksjer reflekterer aksjeeiers stemmerett i selskapet, og derav kontroll av selskapet.

²² Opptakskrav, avsnitt 2.3.

Unoterte selskap har en høyere eierkonsentrasjon enn noterte selskap. Berzins og Bøhren (2009) dokumenterte viktige forskjeller i eierskap og ledelse mellom noterte og unoterte selskap. I utvalget av noterte selskap, hadde største aksjonær en gjennomsnittandel på 25 prosent. Største aksjonær i unoterte selskap hadde i gjennomsnitt en andel på 70 prosent av aksjene. Som det fremgår av studien, vil en eierandel på 70 prosent gi avgjørende stemmerett ved viktige beslutninger i selskapet²³.

Berzins og Bøhren rapporterer videre at utvalget av unoterte selskap i hovedsak består av personlige aksjonærer med direkte eierskap i selskapet (2009). Personlige aksjonærer eier i gjennomsnitt 77 prosent av aksjene, og flertallet av dem er involvert i styret eller daglig ledelse. Litteraturen sier at høy eierkonsentrasjon ofte gir sterke insentiver til aktivt eierskap. Høyere aksjeandel fører til at en høyere del av selskapets økte markedsverdi tilfaller aksjonæren (Bøhren, 2006). En børsnotering vil da kanskje føre til svakere insentiver. Som beskrevet innledningsvis, kan nedgangen i antall børsnoteringer reflekteres i mangel på god eierstyring i det offentlige marked (Franks & Mayer, 2016).

Tap av kontroll er altså en argumentasjon imot en børsnotering. Flertallet av de unoterte selskapene i Brau og Fawcett (2006) hadde ingen interesse av å foreta en notering. Dette gjaldt utvalget unoterte selskap som er store nok til å børsnotertes. Årsaken til dette var «*ønsket om å bevare beslutningstakende kontroll og forhindre utvanning av eierandel*» (Brau & Fawcett, 2006, s. 422-424). Et selskap, hvor aksjonær eller ledelse er opptatt av å bevare kontroll, kan utstede mindre antall aksjer og allokere dem på en bestemt måte for å forhindre tildeling til store aksjonærer (Alavi, Pham & Pham, 2008)²⁴.

3.2.2 Opplysningsplikt

Børsnoterte allmennaksjeselskap har løpende opplysningsplikt i henhold til verdipapirhandelloven. I tillegg stilles det krav til offentliggjøring av års- og halvårsrapporter. For Oslo Børs og Axess gjelder opplysningsplikten allerede fra søknadstidspunktet. For Merkur Market gjelder den fra opptakstidspunktet. Opplysningsplikten kan føre til at selskap velger å forbli unotert, fordi kostnadene ved å offentliggjøre verdifull informasjon blir for høy.

²³ En eierandel på mer enn 50 prosent vil gi alminnelig stemmerett ved generalforsamlingen, en eierandel på 70 prosent gir 2/3 tilslutning som kreves ved vedtektsendringer, forutsatt ikke annet følger av vedtektene (aksjeloven, 1997, §§ 5-17 og 5-18).

²⁴ Utvalget i undersøkelsen gjaldt australsk data vedrørende børsintroduksjoner, og behøver ikke nødvendigvis være tilfelle i norske børsintroduksjoner.

Yosha har undersøkt selskapenes valg av finansieringskilder. Han konkluderer med at selskap med sensitiv informasjon vil velge privat plassering fremfor offentlig for å forhindre at konkurrenter får tilgang til informasjonen (Yosha, 1995). Samme konklusjon kommer Maksimovic og Pichler (2001) frem til.

I 2012 ble JOBS act²⁵ vedtatt i USA. Intensjonen ved lovgivningen er å fremme økonomisk vekst ved å gi små foretak anledning til å introduseres på børs. Lovgivningen letter samtidig på opplysnings- og rapporteringskravene for små foretak²⁶ som ønsker å introduseres på børs. Denne metoden børsintroduksjon kalles ofte konfidensiell eller diskret børsintroduksjon, fordi disse selskapene kan holde selve introduksjonsprosessen konfidensiell fra søknadstidspunktet til opptakstidspunktet. De har dermed mulighet til å unngå å offentliggjøre informasjon om selskapet i denne perioden. Dersom selskapet under «road show» finner liten interesse for selskapet, kan de dermed velge å trekke seg, og selskapet vil gi noe informasjon til konkurrenter.

I Norge har vi også lignende tiltak via handelsplassen Merkur Market. Handelsplassen legger til rette for omsetning av verdipapirer for andre selskapsformer enn allmennaksjeselskap, og også her vil informasjonsplikten gjelde fra opptakstidspunktet.

3.2.3 Empiriske regulariteter

Empiriske regulariteter ved børsintroduksjoner har blitt et sentralt forskningsspørsmål i akademisk arbeid om emnet. Det er dokumentert underprising av aksjer ved børsintroduksjon. En kan derfor stille spørsmål om hvorfor selskapets aksjonær foretar exit i form av børsintroduksjon, når aksjene selges til en underpris. Et annet fenomen, er at noteringsaktiviteter er sykliske. Antallet børsintroduksjoner varierer fra år til år og selskap vil «time» sin beslutning om å ta selskapet på børs. De empiriske regulariteter beskrives under, da de kan være mulige årsaker nedgangen i antall noteringer.

Underprising

Et kjent fenomen ved børsintroduksjoner er at aksjene som tilbys til offentligheten for første gang er underpriset, og gir dermed unormal høy førstedags avkastning for investorer. Den høye startavkastningen for investorer representerer en indirekte kostnad for de opprinnelige aksjonærene, ved at de tjener for lite ved salg av aksjene. Dette blir ofte referert som «leaving

²⁵ Jumpstart our business startups act.

²⁶ 1 milliard dollar eller mindre.

money on the table», altså å legge igjen penger på bordet. Underprising kan dermed være en årsak til at aksjeeier ikke vil foreta exit gjennom notering.

Ritter og Welch (2002) sin undersøkelse viste at kostnaden ved underprising i gjennomsnitt var dobbelt så stor sammenlignet med de direkte kostnadene tilretteleggeren for børsnotering utgjør for utstederne. Underprising er ikke ukjent i Norge og er blant annet undersøkt av Emilsen, Pedersen og Sættem (gjengitt av Ledaal, 2009) som kom frem til at gjennomsnittlig underprising i løpet av første dag ved notering var 12.5 prosent.

Det finnes flere empiriske studier om mulige årsaker til underprising ved børsintroduksjoner. Vi bruker systematisering av Jenkinson og Ljungqvist (2001), som har delt inn forklarende teorier etter asymmetrisk informasjon, institusjonelle forklaringer, eierskap og kontroll.

Asymmetrisk informasjon

Det er gjort mye forskning på hvordan skjev fordeling av informasjon mellom ulike aktører involvert ved børsintroduksjoner påvirker underprising. Det eksisterer empiriske observasjoner på at asymmetrisk informasjon er en viktig faktor ved underprising.

Rock (1986) introduserte en teoretisk modell kalt «vinnerens forbannelse» som mulig forklaring til underprising. Rock sin modell tar for seg asymmetrisk informasjon mellom investorer, og hvor informerte investor til og med har bedre informasjon enn usteder selv. Kort fortalt, driver risikoen ved en børsintroduksjon frem underprising, og en uinformert investor må bli kompensert for å delta. Informerte investorer vil by på attraktive børsintroduksjoner, mens uinformerte investorer vil by tilfeldig på introduksjonen. Som et resultat, og derav ordet vinnerens forbannelse, vil en uinformert investor kjøpe aksjer i ikke-attraktive introduksjoner. Ved attraktive introduksjoner vil man møte konkurranse fra informerte investorer. Underprising er et bevisst forsøk på å motivere uinformerte investorer til å forbli i markedet, ifølge denne modellen. Ved underprising vil uinformerte investor fortsatt møte konkurranse fra informerte investorer, men de vil ikke tape ved å by på overprisede ikke-attraktive børsintroduksjoner. Som en konsekvens vil de uinformerte ikke være villige til å delta i børsintroduksjonene med mindre prisen er så lav, at de gjennomsnittlig unngår negativ fortjeneste. I den amerikanske litteraturen, omtales ofte de institusjonelle investorene i denne sammenheng. Dette på bakgrunn av at de ofte har privat informasjon om børsintroduksjonen, og dermed er bedre informert enn andre investorer (Chemmanur, Hu & Huang, 2010).

Andre mener underprising eksisterer grunnet asymmetrisk informasjon mellom utsteder og potensielle investorer. Beatty og Ritter (1986) la vekt på at investors usikkerhet om selskapet gjør introduksjonsprisene lavere enn den ukjente fremtidige markedsprisen.

Baron og Holmström (1980) forutsetter asymmetrisk informasjon mellom garantist og utsteder i sin modell om screening. De påpeker at garantist ofte vil inneha bedre informasjon enn utsteder på grunn av sin kontakt tidlig i prosessen med potensielle investorer. Dette vil dermed gi insentiver for utsteder, som har begrenset informasjon, til å delegere prissettingen fritt til garantisten. For en garantist vil ryktet om problemer bære med seg høye kostnader, dermed vil de ha motiv for å underprise.

Signalene prissettingen av aksjene fører med seg er gjengitt i ulike signaliseringsmodeller. Nederlandske undersøkelser fra 2016 (van den Assem, van der Sar & Versijp) bekrefter funnene fra Brau og Fawcett (2006) om at det sendes et positivt signal ved store prisøkninger etter børsintroduksjon. Som Jenkinson og Ljungqvist (2001) skriver, er ulikhetene i signaliseringsmodellene færre enn likhetene. Hovedforutsetningen i modellene er at selskap som skal noteres er bedre informert om dagens situasjon angående fremtidige kontantstrømmer enn investorer og garantister. En annen viktig men ofte glemt forutsetning i modellene, er at selskap noteres på børs for å overføre eierskap eller kontroll til nye aksjeeiere. Dette er ikke alltid tilfelle.

Institusjonelle forklaringer

Det eksisterer ulike institusjonelle forklaringer på hvorfor underprising eksisterer. Tilhengere av «legal insurance» hypotesen mener at selskap bevisst underpriser for å forsikre seg mot mulige fremtidige søksmål fra investorer. Som påpekt i Jenkinson og Ljungqvist (2001), vil risikoen for søksmål ikke være spesielt stor utenfor USA. Hypotesen vil dermed være lite relevant for å forklare underprising i internasjonale tilfeller, og derved i Norge.

Eierskap og kontroll

Andre argumenterer for at underprising er et bevisst valg for å påvirke eierstrukturen etter en børsintroduksjon. Imidlertid er det delte meninger om hvilken eierstruktur en oppnår ved underprising. Som Jenkinson og Ljungqvist (2001) forteller, kan eierskap være viktig da insentivene til eierne med å foreta optimaliserende handlinger og investering blir påvirket. Særlig hvis skillet mellom eierskap og kontroll ikke er fullverdig, vil det oppstå et agentproblem mellom ledende og ikke ledende aksjeeiere.

Booth og Chua (1996) argumenterer for at underprising er et virkemiddel for å oppnå et spredt eierskap etter en børsintroduksjon. Underprising fører til overtegning, noe som gir selskapet anledning til å diskriminere ved tildeling av aksjer. Selskapet vil da favorisere investorer som søker små andeler foran investorer som søker store eierandeler, fordi et spredt eierskap gir et likvid annenhåndsmarked for aksjene som tilbys.

Brennan og Franks (1997) er enige med Booth og Chua i at spredt eierskap foretrekkes og underprising er assosiert med dette. De mener derimot at spredt eierskap gir en fordel for ledelsen fordi det reduserer sannsynlighet for fiendtlig oppkjøp. De mener også at underprising er en måte å etablere kontroll fra ledelsen.

Jenkinson og Ljungqvist (2001) konkluderer med at en enkelt teori ikke kan forklare årsaken til underprising, og teoriene bør derfor sees i sammenheng.

Timing

Antall børsintroduksjoner og omfanget av underprising er svært sykliske. Børsintroduksjoner kommer i bølger som dokumentert av blant annet Ibbotson og Jaffe (1975) og Ritter (1984). Strømmen av selskap som introduseres på børs, vil avhenge av en rekke faktorer som avgjør om en introduksjon vil være gunstig eller ikke. Når disse faktorene varierer over tid, vil også antall selskap som går på børs variere over tid. Dette omtales i litteraturen som timing av børsintroduksjon.

Generelle betingelser i markedet

Det vil være perioder hvor betingelsene i aksjemarkedet er godt tilrettelagt for en børsintroduksjon, og i enkelte tilfeller vil betingelsene være dårligere, og en vil se mindre antall børsintroduksjoner som følge av dette. Lucas og McDonald (1990) utviklet en modell om asymmetrisk informasjon, og argumenterte for at undervurderte selskap vil utsette utstedelsen til en periode hvor de oppnår høyere verdsettelse av selskapet. Ritter og Welch (2002) argumenterer også for betingelser i markedet som det viktigste forholdet ved beslutningen om å gå på børs.

Bransjeomfattende betingelser

Pagano et al. (1998) var først ute med å teste ulike faktorer som kan ha påvirkning på antall børsintroduksjoner i markedet. De kom frem til at selskap mest sannsynlig vil gå på børs når noterte selskap i samme bransje har høy gjennomsnittlig market-to-book andel. De bemerker at den høye market-to-book andelen ikke reflekterer investeringsmuligheter. Dette fordi selskapene viser tendenser til å gå på børs etter, og ikke før, perioder med høy investering.

Videre forklarer de sine funn som indikasjoner på at selskap timer sin beslutning om å introduseres på børs for å utnytte bransjeomfattende overvurderinger. Lowry (2003) finner også at bransjeomfattende betingelser har stor effekt på antall selskap som går på børs.

Vanlige oppfatninger

Lowry (2003) tester tre potensielle forklaringer tilknyttet aktiviteten rundt børsintroduksjoner. Den første gjelder etterspørsel for kapital, hvor variasjonen i antall børsintroduksjoner forklares med endringer i det unoterte selskaps totale etterspørsel etter kapital. Den andre mulige forklaringen er endringer i investorers optimisme. I perioder med høy grad av optimisme er investorer villige til å betale en høyere pris for selskapet. Dette vil resultere i et høyt antall børsintroduksjoner (vise versa ved lav investor sentiment). Den siste forklaringen går ut på at kostnadene med ugunstig seleksjon forandrer seg over tid ved en børsintroduksjon. Når asymmetrisk informasjon er høy, vil selskapet utsette børsintroduksjonen og søke alternative finansieringsmetoder. Utsettelsen skjer på bakgrunn av at asymmetrisk informasjon representerer forskjeller mellom ledelsens og markedets informasjon angående selskapets verdi. Ledelsen vil ha insentiv til å utstede ny egenkapital når selskapet er overvurdert, og dermed vil markedet senke sitt estimat på selskapets verdi når selskapet annonserer aksjeutstedelsen.

Resultatet til Lowry indikerer at etterspørsel etter kapital og nivå av investor sentimentalitet forklarer en stor mengde av svingningene i antall børsintroduksjoner. Dette er en forklaring som har fått lite støtte, men den påpeker at selskap er mer sannsynlig for å gå på børs dersom kostnadene ved ugunstig seleksjon er lav. Choe, Masulis og Vikram (1993) finner at selskap unnviker utstedelser i perioder hvor det er få vellykkete selskap som utsteder.

Teoriene beskrevet ovenfor fikk god støtte i studien til Brau og Fawcett (2006). Da utvalget i studien ble spurt om i hvilket omfang og om hvilke faktorer som påvirker timingen av en mulig børsintroduksjon, fikk følgende mest utslag: *generelle betingelser i aksjemarkedet, bransjeomfattende betingelser og behovet for kapital for videre vekst.*

Svak langsiktig avkastning

Børsintroduksjoner gir unormal høy avkastning for investor ved første handelsdag. Tendensen er derimot at investering i introduksjonen gir lav langsiktig avkastning. Ritter (1991) og Loughran og Ritter (1995) dokumenterte at børsintroduserte selskap presterer dårlig de første 3-5 årene sammenlignet med andre selskap notert på børs. Så hvorfor har det seg slik at avkastningen ved børsintroduksjoner er lav?

Ritter (1991) foreslo tre mulige forklaringer; feil måling av risiko, uflaks, eller overoptimisme. Hans resultat indikerer at investorer er overoptimistiske til selskap som går på børs for første gang, da underpresteringen er større blant unge vekstselskap. Brav og Gompers (1997) mener derimot at den dokumenterte avkastningen ikke er et særpreg ved børsintroduksjoner, men et resultat av hvilken type selskap det er. Nærmere bestemt er dette små selskap med lav book-to-marked andel. I samme studie så de nærmere på om støtte fra venturekapital-selskap ved en børsintroduksjon ville ha noen påvirkning på den langsiktige avkastningen. Deres resultat var at venture-støttede børsintroduksjoner gjør det bedre sammenlignet med ikke-venturestøttede børsintroduksjoner over en femårs periode.

Eckbo og Norli (2002) argumenterte for at den svake langsiktige avkastningen skyldtes forskjeller mellom gjeldsgrad og likviditet. De fant at selskap som introduseres på børs, vil ha lavere gjeldsgrad og høyere likviditet de tre første årene sammenlignet med lignende selskap²⁷. Dette vil føre til lavere risiko og dermed lavere forventet avkastning.

Brau, Couch og Sutton (2012) undersøkte om oppkjøpstransaksjoner kunne ha noen påvirkning på den dårlige langsiktige presentasjonen. Dette på bakgrunn av Brau og Fawcett (2006) sin undersøkelse, hvor mulighet for oppkjøp var en viktig motivasjon for børsintroduksjon. De fant at selskap som driver oppkjøp første året etter børsintroduksjonen har betydelig dårligere langsiktig avkastning, sammenlignet med nylig introduserte selskap som ikke er involvert i oppkjøpstransaksjoner.

4. Metode

Utgangspunktet for oppgaven er akademisk teori vedrørende børsintroduksjoner. I undersøkelsen anvendes kvalitativ metode med bakgrunn i bøkene «Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag» av Johannessen, Christoffersen, og Tufte (2011) og «Det kvalitative forskningsintervju» av Kvale og Brinkmann (2012). I tillegg har vi innhentet kvantitativ data knyttet til historikken over noteringsaktiviteten i Rogaland.

Dette kapittelet gjør rede for den metodiske tilnærmingen som er benyttet for å besvare problemstillingen i oppgaven. Oppbyggingen av kapittelet er en presentasjon av hvorfor gjeldende metode ble valgt, hvordan den er utformet, samt en drøftelse av metodens sterke og svake sider.

²⁷ Erfarne noterte selskap med lignende størrelse og book-to-maket andel.

4.1 Beskrivelse av metode

Oppgaven er basert på en deduktiv tilnærming. Ved hjelp av akademisk teori ønsker vi å undersøke om de ulike teoriene har en kausal sammenheng knyttet til problemstillingen vår. En intervjuguide med utgangspunkt i litteraturgjennomgangen er dermed utarbeidet.

I oppgaven bruker vi en kombinasjon av kvalitativ og kvantitativ metode, med hovedtyngden på den kvalitative metoden²⁸. På grunnlag av innsamlingen kunne vi dermed konstatere en fallende trend, på lik linje med det globale aksjemarkedet. En kvantitativ metode fremstilles som et avgrenset metodevalg, i den forstand at den holdes til et avgrenset område, mot en stor undersøkelsesgruppe. Som en konsekvens vil datatilgangen være stor, men dybden være mindre. En kvalitativ metode beskrives derimot som en mer dyptgående metode da undersøkelsesgrunnlaget er begrenset.

4.2 Metodeutforming

I Kvale og Brinkmann (2012, s. 118) beskrives «*intervjuundersøkelsens syv stadier*». Ved å bygge oppgaven og forberedelsen rundt disse fasene sikrer en bevaring av opprinnelig formål av oppgaven (Kvale et al., 2012). I avsnittene under beskrives de ulike fasene, da disse illustrerer vår arbeidsprosess og hvordan undersøkelsen foregikk.

4.2.1 Tematisering

«*Forberedelsesfasen til et forskningsprosjekt starter med en idé, som utformes til et tema og deretter presiseres til en problemstilling*» (Johannessen et al., 2011, s. 57).

Problemstillingen var et forslag fra Professor Bernt Arne Ødegaard. Han ønsket å se nærmere på hvorfor selskap i Rogaland går/gikk på børs, med utgangspunkt i Næringsforeningens konferanse *Rogaland på børs*. Valg av metode ble også foreslått i form av intervju av selskap som har deltatt på konferansen.

Tematiseringsfasen bestod dermed av innhenting av kvantitative data knyttet til historikken vedrørende noteringsaktiviteten i Rogaland. Målet var å dekomponere og avgrense vår problemstilling (Johannessen et al., 2011). På grunnlag av innsamlingen kunne vi dermed konstatere en fallende trend, på lik linje med det globale aksjemarkedet. Problemstilling ble å undersøke hvorfor selskap i Rogaland ikke noteres.

²⁸ Oversikt over metodiske tilnærminger er vedlagt.

4.2.2 Planlegging

I planleggingsfasen avklarte vi hvordan det var ønskelig å gjennomføre prosessen (Kvale et al., 2012). Prosessen er illustrert i figuren under.



Figur 6: Arbeidsprosess

Da problemstillingen var avklart, var det nødvendig å kartlegge aktuell teori på bakgrunn av oppgavens formål. Gjennomgangen av den akademiske teorien var krevende, da det eksisterer et mangfold av publiserte studier knyttet til emnet børsintroduksjoner. Samtidig var det en viktig del av oppgaven, da intervjuguiden utarbeides på grunnlag av gjennomgangen.

Gjennom hele oppgaven har det vært fokus på kvalitetssikring ved å påse bruk av pålitelige teoretisk grunnlag. Majoriteten av den akademiske litteraturen er artikler publisert i godkjente tidsskrifter i henhold til NSDs²⁹ register over vitenskapelige publiseringskanaler. Eksempler på dette er *The Journal of Finance*, *Journal of Banking & Finance* og *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

Etter at teorien var kartlagt og beskrevet i eget kapittel, ble intervjuguide utarbeidet og ferdigstilt. Næringsforeningen i Stavanger var med å kartlegge selskap som var aktuelle for oppgaven. Vi fikk blant annet overlevert en liste over selskap som hadde vært med på arrangement *Rogaland på børs; Utsikter i 2017*.

Gjennomgang av listen ga en oversikt av aktuelle selskap for de ulike handelsplassene. De aktuelle intervjuobjekter ble kontaktet, og vi fikk god hjelp fra nettverket til kollegaer. Utvalget av intervjuobjekter fikk en naturlig avgrensning grunnet få selskap som var på arrangementet *Rogaland på børs; Utsikter i 2017* og bare fem selskap var interessert i å delta som intervjuobjekter. Utvalget endte med 5 selskap. Vi mente dette ville være tilstrekkelig, da det forelå en mulighet til å gå i dybden og dermed komme nærmere inn på ønsket målgruppe (Johannessen et al., 2011). Samtlige informanter innehar stillinger i ledelsen, og utvalget betegnes som homogent da det er liten variasjon mellom informantene (Johannessen et al., 2011).

²⁹ Norsk senter for forskningsdata.

4.2.3 Gjennomføring av intervju

Kontakten foregikk hovedsakelig via melding eller e-post, men også muntlig over telefon hvor en oppsummerende melding ble sendt i etterkant. Selve intervjuet foregikk på objektene premisser, i et separert rom for å hindre forstyrrelser. Alle intervjuene ble utført hos selskapene, med intervjuguiden og båndopptaker. Intervjuene startet med en presentasjon av oss, oppgaven og intervjuets intensjoner. Formålet var å gi et inntrykk av prosessen rundt oppgaven og oss selv. Vi ønsket å legge til rette for en trygg atmosfære under selve intervjuet (Kvale et al., 2012).

Ved bruk av en tilnæringsmetode som intervju kan strukturen i samtalen variere. Vi brukte et semistrukturert intervju. En intervjuguide ble utarbeidet, hvor det forelå faste emner og spørsmål vi skulle ha svar på. Det ble brukt en dialog som gjorde det mulig å sammenligne svarene mellom intervjuobjektene i etterkant. Underveis gikk ofte intervjuobjektene innom flere av spørsmålene i ett svar, noe som gjorde at enkelte av de ferdigdefinerte spørsmålene ble overflødige. Dette medførte et naturlig utgangspunkt for samtalen, og fokuset ble heller på utdypete emner den enkelte så på som viktige. Åpne spørsmål kan sørge for utfyllende informasjon og dybde (Johannessen et al., 2011).

4.2.4 Transkribering

De neste fasene i undersøkelsen omhandler arbeidet gjort etter intervjuene. I disse fasene ble intervjuene bearbeidet. Transkriberingen innebar å gå fra ulike muntlige intervjusamtaler til skriftlige tekster ved å gjengi intervjuet ved hjelp av lydopptakene. Kvale og Brinkmann (2012) mener at transkriberingene utgjør oppgaven sin base for empirisk data.

Intervjusamtalene ble gjengitt ordrett. For å sikre reliabiliteten av intervjuene har vi gjennomgått hverandres transkriberinger og vi har begge gjennomgått lydopptakene.

4.2.5 Analysering

Etter transkribering av intervjuene må betydningen av informasjonen analyseres (Kvale et al., 2012). For å kunne organisere intervjutekstene i henhold til teoriene ble det gjennomført kategorisering og konkretisering til den enkelte teori.

Drøftelsen har samme oppbyggingen som teoridelen i oppgaven og etter svar fra objektene. Intervjuobjektene synspunkter gjorde det naturlig å dele drøftelsen i to nye avsnitt, kostnader og andre synpunkt. Irrelevant informasjon ble fjernet. Under videre arbeid er det forsøkt å formidle intervjuobjektene meninger kortfattet slik de ble oppfattet (Kvale et al., 2012).

4.3 Metodedrøfting

I litteraturen brukes begrepene reliabilitet og validitet som kvalitetskriterier innenfor forskning. I avsnittene under presenteres derfor en drøftelse av disse begrepene i henhold til våre valgte metoder.

4.3.1 Reliabilitet

Ved evaluering av kvantitative undersøkelser er reliabilitet knyttet til dataens pålitelighet. Det vil si «*hvilke data som brukes, hvordan de samles inn, og hvordan de bearbeides*» (Johannessen et al., 2011, s. 243). I forarbeidet med oppgaven tok vi kontakt med blant annet Oslo Børs og Verdipapirsentralen om forespørsel etter statistikk vedrørende notering av selskap hjemmehørende i Rogaland. En slik oversikt fantes ikke. Vi fant imidlertid statistikk over listeendringer for perioden 1996-2018 på Oslo Børs sine nettsider. Excel dokumentet inneholdt informasjon om endring av selskapsnavn, notering og denoteringer av selskap på Oslo Børs. Våre kvantitative data er hovedsakelig innsamlet gjennom leting i arkivet til Stavanger Aftenblad etter noterte selskap hjemmehørende i Rogaland. Funn av selskap her ble sammenholdt med Oslo Børs sin statistikk vedrørende listeendringer. Systematisk feil kan ikke utelukkes. Vi anså det derimot som nødvendig da statistikken avgrenset til Rogaland var utilstrekkelig.

Ifølge Johannessen, Christoffersen og Tuft (2011) er det lite hensiktsmessig å vurdere metodens reliabilitet ved kvalitative undersøkelser. Blant annet på bakgrunn av at intervju ofte er semistrukturerte, hvor «*samtalen styrer datainnsamlingen*» (Johannessen et al., 2011, s. 243). De argumenterer også for at slike undersøkelser er kontekstavhengig, og det vil ikke være mulig for andre å kopiere samme kvalitative undersøkelse. Vi har derimot prøvd å sikre undersøkelsens reliabilitet ved å stille åpne spørsmål. Dette skal sikre at informantenes svar ikke blir påvirket, slik som ledende spørsmål kunne ha gjort (Kvale et al., 2012).

Kvalitetssikring av hverandre transkriberinger ble også foretatt.

4.3.2 Validitet

Kvalitetskravet om validitet omhandler metodens gyldighet. «*En redegjørelse for validitet i kvalitative undersøkelser skal inneholde opplysninger om de metodene som er brukt i datainnsamlingen, intervjumetode og analyse av transkripsjoner*» (Johannessen et al., 2011, s. 244).

Kvalitativ metode i form av intervju gir muligheter til å få detaljerte og utfyllende svar, men også tillatelse til å kunne spørre oppfølgings spørsmål for å klarere svarene. Ved bruk av en overordnet intervjuguide var det på forhånd klarert temaer og spørsmål vi ønsket å få svar på. Svarene ble dermed sammenlignbare på tvers av objektene. Etter hvert som objektet valgte å svare på noen emner ble det tatt opp flere elementer vi kunne videreføre rundt neste emne. Hvert intervju ble avsluttet med oppsummeringss spørsmål. Hensikten med slike spørsmål er å sikre korrekt videreformidling av intervjuobjektene meninger, og for å forhindre misforståelser mellom intervjuer og intervjuobjekt.

Vårt utvalg består av 5 intervjuobjekter, og dette kan defineres som for lite. I følge Johannesen, Christoffersen og Tufta bør utvalget holdes til mindre enn 10 intervjuer ved studentprosjekter (2011). Muligheten til å generalisere resultatet er derfor begrenset, da det er få informanter som deltar i undersøkelsen (Kvale et al., 2012). Selskapene, som informantene var knyttet til, var også av varierende størrelse. Det er kun ett som er stort nok til å kunne noteres på Oslo Børs. Den ene informanten ble derfor mer sentral, og fikk større oppmerksomhet enn de andre informantene (Johannesen et al., 2011).

Intervjuene ble foretatt med kun én informant fra selskapet, noe som vil si at dataen vi mottok er avhengig av dennes personlige oppfattelse av situasjonen. Det optimale ville vært å intervjuer både ledelse og eiere i selskapet for å belyse oppgavens problemstilling bedre. En annen svakhet er at vi ikke vet om objektene har insentiver til å skjule informasjon. Børsnotering er et sensitivt tema som kan ha stor påvirkning på selskapet og ansatte.

5. Analyse og drøftelse

I denne delen av oppgaven presenteres vår kvalitative datainnsamling. Hvert avsnitt er presentert likt som i oppgavens teoridel, da vi drøfter utsagn fra intervjuobjektene knyttet opp mot litteraturgjennomgangen. Andre synspunkt knyttet til oppgaven som ikke inngår i litteraturgjennomgangen er ført under eget avsnitt. Analysedelen avsluttes med en tabell hvor funnene oppsummeres.

5.1 Presentasjon av intervjuobjektene

Det ble en del utfordringer ved å få aktuelle objekter til å stille til intervju, da flere av våre henvendelser ikke ble besvart. Ved hjelp av gode kontakter i bransjen fikk vi omsider 5 intervjuobjekter. Disse blir presentert under.

På bakgrunn av disse utfordringene, er det variert kunnskap og erfaring knyttet til emnet børsnotering. Med tanke på størrelse, og erfaring av børsnotering kom det frem at kun ett av selskapene kan få nytte av en notering på hovedlisten og Oslo Axess³⁰. Ideelt sett, hadde vi ønsket kandidater som oppfylte disse kriteriene. Når det er sagt, så har vi fått gode innspill fra alle intervjuobjekter, og samtlige selskap kvalifiserer til notering på Merkur Market. Noe vi har tatt utgangspunkt i.

Egil Bue – Finansdirektør i Stangeland Gruppen AS

Konsernet Stangeland Gruppen er en av Norges største maskinentreprenører, med 700 ansatte og en omsetning på 108 millioner kroner. Konsernet omfatter aksjeselskapene Stangeland Rental AS, Stangeland Maskin AS, Stangeland Brukt AS, Vaule Sandtak AS, Stangeland Næringspark AS og Crane Norway Group AS. I tillegg har selskapet eierinteresser i Sandnes & Jærbetong AS og SR Transport AS. Egil Bue jobber som finansdirektør i konsernet og jobbet i bank før dagens stilling.

Ingvald Løyning – Konsernsjef i DSD AS

Konsernet Det Stavangerske Dampskibsselskab AS (DSD) er et transportselskap etablert i 1855 som i dag har konsentrert virksomheten rundt 4 forretningsområder. Ferje- og hurtigbåtdrift med selskapet Norled, busstransportsselskapet Tide, internasjonal skipsfart under DSD Shipping og godstransport under DSD Cargo. DSD hadde i 2016 totalt rundt 4200 ansatte og en omsetning på 3 500 millioner kroner. Tide ble i 2007 kjøpt av DSD og ble tatt av børs. Ingvald Løyning har vært med i konsernledelsen og jobbet tett med problemstillinger knyttet til børsnoteringer i Kvernaland, Nutreco, Skretting. Utenom dette har Ingvald stor erfaring som styreleder i Sparebank 1 SR-Bank og Tide. Ingvald Løyning jobber nå som konsernsjef i DSD.

Lauritz Løvø – Daglig leder i Malm Orstad AS

Selskapet Malm Orstad AS er en oljerettet industribedrift i Klepp. De produserer både egne produkt og på oppdrag fra kunder. Selskapet har tatt grep i de dårlige tidene å oppsøkt andre markeder, både innenfor forsvarsindustrien, vannkraft og oppdrett. Selskapet hadde i 2017 en omsetning på 136 millioner. Selskapets resultat er kraftig forbedret fra 2016. Fra 40 millioner i underskudd til nå 6 millioner kroner i overskudd. Lauritz Løvø var tidligere administrerende

³⁰ «Har du markedcap på under halvannen milliard til 2 milliard så bør du kanskje ikke tenke på børs i det hele tatt, og heller tenkte et annet salg. Tror jeg.» - Ingvald Løyning

direktør i Øglænd System, og jobber nå som daglig leder. Lauritz Løvø har jobbet i et selskap hvor børsnotering ble vurdert.

Håkon Skjelvik – Daglig leder i Tomax AS

Selskapet Tomax AS har utviklet verktøyet Anti Stick-slip Technology (AST). De jobber med blant annet momentdempere, en teknologi som øker boreeffektiviteten. Teknologiselskapet har avdelinger i Aberdeen, Houston, Odessa, Cape Town og Dubai. Selskapet hadde i 2016 en omsetning på 66 millioner kroner. Håkon Skjelvik jobber som daglig leder og har erfaringer med selskap som har blitt oppkjøpt.

Kristjan Eymundsson – Daglig leder i Faktabygg AS

Selskapet Fakta Bygg AS er totalleverandør innen nybygg, påbygg og rehabilitering – både i privat- og bedriftsmarkedet. Selskapet har blitt Gassele-bedrift 7 ganger på bakgrunn av god økonomisk vekst. Selskapet hadde i 2016 en omsetning på 115 millioner kroner og vokser. Daglig leder Kristjan Eymundsson sitter også som majoritetseier med over 70 prosent andel i selskapet. Han har ingen tidligere erfaringer med børsnotering av selskap.

5.2 Hvorfor går selskap på børs?

Under drøftes intervjuobjektene utsagn tilknyttet teori på hvorfor selskap velger å noteres på børs. Drøftelsen er delt inn kapitaltilgang, økt likviditet og exit for aksjonær, overvåkning, oppkjøp og styrket rennommé.

5.2.1 Kapitaltilgang

En vanlig oppfatning knyttet til motivasjon for børsnotering er behov for kapital. Dette er noe alle intervjuobjektene ser seg enig i. Samtidig argumenterer de for at det i dag finnes flere alternativer for å innhente kapital, som dermed taler imot en notering. Renten er lav, og andre alternativer som Private Equity (PE) fond er blitt mer vanlig.

Ingvald Løyning nevner tre veier for kapitalinnhenting. Fusjon, slag til PE fond og børsnotering. Han bemerker at alt annet enn fusjon innebærer et salg for aksjonær. Salg av selskapet identifiseres som hovedårsaken til at selskap går på børs.

«Det er de tre veiene du kan gå ... Faktum er at du har solgt selskapet i alle tre scenario. Utover det, så er det bare om familien (eierne) er rik og å spørre om de har lyst å putte mer penger i selskapet. Det vil de vanligvis ikke være begeistret for.» - Ingvald Løyning

Det å hente mer kapital fra eiere er ofte vanskelig å få gjennomført som Ingvald Løyning påpeker. Banklån er også en kilde til kapital som ofte blir brukt. Flere av intervjuobjektene forteller om gode betingelser og renter i banken. Egil Bue kommenterer at andre alternativer ville vært mer aktuelt ved dårligere betingelser i banken.

«... Har det også litt med dagens rentenivå å gjøre. Det er tilgang på penger, og penger er billige. Hvis renten hadde vært høyere, si 10 prosent, så kunne det vært mer aktuelt med notering. Da tror jeg mange hadde tenkt annerledes på alternative metoder å skaffe seg penger på.» - Egil Bue

Det mest nevnte alternativet til børs er PE fond. Løyning forteller er dette en god kilde til finansiering, som også er forbundet med mindre kostnader for selskapet sammenlignet med børsnotering. Han forteller også at PE fond ofte er i forkant før et selskap vurderer børsnotering.

«Også har nok salget til Equity tatt over en ganske stor andel av de som tidligere gikk på børs. Så Equity fond er i forkant av at en familie eller grunder tenker børsintroduksjon.» - Ingvald Løyning

Håkon Skjelvik bekrefter dette. Tomax har hatt tilbud fra andre som ønsker å kjøpe opp selskapet. Han stiller seg skeptisk til PE fond, da formålet ofte er strategisk videresalg. Hvis det forelå et valg mellom bruk av PE fond og en børsintroduksjon ville Skjelvik foretrukket en notering. Begrunnelsen er at ved en notering sitter du uten et mellomledd i salgsprosessen.

«Det er jo klart at et Equity selskap blir mellommann, for de vil jo selge videre strategisk. De gjør det jo kun for å selge dyrt.» - Håkon Skjelvik

Personene i selskapene vi har intervjuet forteller at de har gått andre veier for å tilføre kapital. For Kristjan Eymundsson innebærer dette å la investorer kjøpe seg inn i enkeltprosjekter de utfører. Lauritz Løvø forteller om salg av eiendommer. Både Egil Bue og Håkon Skjelvik mener at selskapet ikke har stort behov for ekstra kapital, da de ønsker en organisk vekst.

Vi ser at alle intervjuobjektene er enige i at innhenting av kapital er en av hovedmotivasjonene for notering. De bemerker at alternativene som eksisterer er mer attraktive. En notering krever en aktiv handling fra selskapet side, mens andre alternativer ofte innebærer at andre gjør arbeidet forbundet med salget. Motivasjonen for en notering blir heller identifisert som et grunnlag for ikke å gå på børs.

5.2.2 Økt likviditet og exit for aksjonær

Exit for aksjonær er den mest omtalte motivasjonen for notering. En notering krever et spredningssalg, og det er ikke unaturlig at det blir sett på som et salg. Ingvald Løyning bekrefter også dette.

«Børs er for meg et verktøy hvis du ønsker en exit. Det er veldig sjeldent annet enn i exit-sammenheng at du benytter børsen til kapitalinnhenting. Du gjør det typisk den ene gangen du går på exit.» - Ingvald Løyning

DSD kjøpte Tide og valgte å ta Tide av børs. Begrunnelsen for avgjørelsen ligger i at de ønsker å styrke bedriften gjennom langsiktige mål før en eventuell ny notering og nytt salg.

«Vi valgte å ta det av for så å forvalte det litt selv for så å evaluere en evt. ny exit i form av et industrielt salg eller børsnotering.» - Ingvald Løyning

Lauritz Løvø har sittet med erfaring som eier og arbeidstaker i tidligere stilling hvor selskapet vurderte en børsnotering, valget falt på å bli oppkjøpt av et oppkjøpsfond. Begrunnelsen lå i å kunne la andre større og internasjonale aktører ekspandere selskapet videre.

«De ville ta ut en del gevinst og la større selskap, som har mer internasjonal kapasitet, overta. Det var min oppfatning av situasjonen.» – Lauritz Løvø

Gjennom intervjuene kom det frem at ingen av selskapene var interessert i et salg per dags dato. Motivasjonen for en notering er dermed også lav. Kristjan Eymundsson forteller også at han ville holdt seg til private investorer fremfor en notering. Begrunnelsen ligger i størrelsen av selskapet. Han kommenterer også sin begrensede kunnskap om emnet.

«Men det kan være, sånn som jeg sier, bare mitt syn, ikke basert på mye kunnskap, kan jo være basert på min begrensede kunnskap. Men jeg tror jeg ville vurdert det fremfor børs.» - Kristjan Eymundsson

En børsnotering kan gi en økt mulighet for diversifisering, da midlene fra salget av aksjene kan reinvesteres i andre aktiva (Pagano et al., 1998). Ingvald Løyning stiller seg kritisk til at det foreligger investeringer andre steder.

«Det jeg synes er dumt er at veldig mye at de pengene som blir frigjort fra børs, eller disse exitene at de ikke nødvendigvis går tilbake til industri og næring, men heller eiendom og finanstransaksjoner.» - Ingvald Løyning

Ved nærmere undersøkelse og drøfting av motivet om børs som en mulig exit og økt likviditet finner vi stor støtte. Gjennom konkrete synspunkt kommer det også frem at selskapene ser på seg selv som for små til å vurdere en notering, og at salg ikke er ønskelig. Erfaringen med notering er minimal, og notering blir kanskje ikke reelt vurdert. For å oppsummere kan vi si at motivasjonen blir brukt som et argument mot notering, da salg og exit ikke er ønskelig.

5.2.3 Overvåkning

Overvåkningen av selskapet er en motivasjon for notering. Våre intervjuobjekter sitter hovedsakelig i ledelsen med den operative driften. Overvåkning vil i den forbindelse innebære å styrke bedriften. Eieren som også sitter som daglig leder er tett opp mot operativ drift. Det kan argumenteres at fordelene med overvåkningen faller mest til gode på investorer som ikke er involvert i driften.

Litteraturgjennomgangen beskriver insentiver fra ulike aktører som forårsaker forskjellig overvåkning. Dette er noe Ingvald Løyning kjenner litt igjen, men konkluderer med at de jobber på samme måte i dag. Ingvald Løyning identifiserer også at du må tolerere en ekstra gjennomgang på avgjørelsene dine ved en notering.

«Føler du noe er greit, så gjør du det. Så du får du mer strenge regler på det. Du må tåle en revisjon på det. Det trenger du ikke et familiedrevet privat selskap. Du får nok strammet opp strukturene ganske kraftig. Det er nok og en fordel med å være børsnoterte, du strammer opp hvor mye folk prater, du strammer opp strukturen, du strammer opp systemer.» - Ingvald Løyning

Som Holmstöm og Tirole identifiserte, er verdien av overvåkning mindre ved et konsentrert eierskap. De fleste av våre informanter representerer selskap hvor eierstrukturen er konsentrert. Overvåkning utgjør derfor ikke en stor motivasjon for notering.

Pagano og Röell mener at selskap er tjent med en børsnotering da informasjonen og markedsplassen er regulert, og tilgjengelig for flere potensielle investorer. Dette ville nok vært tilfelle hvis selskapene vurderte salg. Ingvald Løyning har erfaring med noterte selskap, han identifiserte rutineene i forbindelse med rapportering internt som et positivt bidrag, og tok dette med seg videre etter å ha trukket Tide fra børs.

«.. Det er mange positive elementer i forhold til struktur og måten du driver selskapet på ... Det er fordeler å være på børs. Som eksempelvis nå når vi tok vekk Tide fra børs så har vi

sagt at vi vil bevare alle rutinene vi hadde i forbindelse med børs. Vi ville ikke slippe de ned og med tanke på da er det mye enklere å re introdusere seg på børs.» - Ingvald Løyning

Vi finner ikke støtte i at overvåkning for ledelsen er en motivasjon for notering. Verdien av overvåkningen er begrenset på bakgrunn av det konsentrerte eierskapet som er i selskapene. For investorer vil overvåkning tilføre en verdi, og skape en mulighet til å opprettholde kontroll over selskapet. Ingen av selskapene vurderer et salg, og dermed faller denne motivasjonen vekk. De som har erfaring med notering ser en høyere verdi av overvåkningen, og bevarer rutinene en notering medfører for et eventuelt nytt salg. Kan ønsket om å bevare rutiner være en konsekvens av mindre kontakt med den operative driften? Større selskap krever naturlig nok flere ansatte og mindre innsikt i detaljer.

5.2.4 Oppkjøp

Hovedmotivasjonen for en børsnotering sett fra økonomidirektørers perspektiv er ifølge Brau og Fawcett (2006) å etablere en markedsverdi og å skape aksjer til bruk i fremtidig oppkjøp. Konsekvensene blir blant annet at det blir enklere med lønnsomme oppkjøp eller å bli oppkjøpt til en riktig pris. Dette er noe som henger sammen med exit strategi for selskapet.

Gjennom samtaler med intervjuobjektene var alle enige i at en markedsverdi var en viktig motivasjon for en eventuell notering. Med tanke på markedsforholdene som tidligere har vært i Rogaland ble markedsverdien identifisert som en ulempe i flere av de påvirkede selskap. Dette vil vi drøfte nærmere under timing i avsnitt 5.3.4.

Ved en børsnotering vil det skapes en markeds plass for kjøp og salg. Våre intervjuobjekter identifiserer børsnotering med salg og en regulert markeds plass blir et motiv for notering. Løyning mener motivet for exit strategien ofte blir sett i sammenheng med en visualisering av verdier for selskapene.

«Det er sjeldent du bare går for å hente penger. Men det hender nok det og. Men mange argumentere og for at det er for å visualisere verdier gjerne.» - Ingvald Løyning

Under intervjuene ble ikke oppkjøp trukket frem som en motivasjon for notering. Motivasjonen om å etablere en markedsverdi finner vi støtte for. Selskapene har derimot ikke vurdert notering på grunnlag av dette motivet, da selskapene ikke er til salgs per dags dato.

5.2.5 Styrket renommé

Med en børsintroduksjon følger det også mye publisitet, noe som kan medføre at porteføljen av potensielle investorer og analytikere øker. Gjennom undersøkelser gjort i Sverige viste

målingene at 67 prosent anser økt publisitet som en stor fordel ved børsnotering (Rydqvist & Högholm, 1995).

Kravene til et børsnotert selskap gjør at selskapet får en markedsføringsfordel sammenlignet med unoterte selskap. Omdømmerisikoen til selskapet reduseres som en konsekvens av handelsplassens reguleringer.

«Men børs er jo egentlig ikke noe annet enn at du etablerer tilgjengelighet for at diverse folk skal kunne kjøpe andeler i selskapet ditt ... De er opptatt av at du skal være profesjonelle i alle tilnærminger hvis du skal være på børs.» - Ingvald Løyning

Ved å gjennomgå en notering vil investor få en utvidet verifisering av selskapet. Som Ingvald Løyning legger til må selskapet sikre at informasjonen er riktig for å nå ut til massene.

«Børsen er jo egentlig bare at du må sikre at du har korrekte budskap, at du har korrekte tall og at du har en plan om hvordan du kommuniserer det markedet.» - Ingvald Løyning

Objektene bekrefter at børsnotering vil fungere som en styrkelse av rennomméet. En notering vil kunne fungere som en markedsføringsfordel, da kjøpermassen og tilgjengeligheten øker. Omdømmerisikoen i selskapene vil også reduseres, som følge av reguleringer hos noterte selskap.

5.3 Hvorfor går ikke selskap på børs?

I dette avsnittet drøftes intervjuobjektene utsagn tilknyttet teori på hvorfor selskap ikke går på børs. Drøftelsen er inndelt i eierskap og kontroll, opplysningsplikt, kostnader, empiriske regulariteter og andre synspunkter knyttet til oppgaven.

5.3.1 Eierskap og kontroll

Tre av fem intervjuobjekter representerer familieeide selskap. Disse vil ofte ha en eierstruktur med få eiere, høy eierandel, og direkte eierskap. Dette er en sterk motpol til eierstrukturen i børsnoterte selskap, som oftest har svært mange eiere fordelt på relativt små andeler, uten eierskap i styret eller ledelse (Berzins & Bøhren, 2009). En børsnotering vil dermed føre til drastiske endringer i eierstrukturen. Argumentasjonen vil også være sterkere mot en børsnotering. Eierne har ofte sterkere tilknytning til selskapet, noe vi også får inntrykk av gjennom intervjuene.

Egil Bue presiserer at selskapet kunne kommet i en situasjon med generasjonsskifte etter at entreprenøren av selskapet, Trygve Stangeland, døde i 2011.

«Etter at Trygve døde, er det nå 2. og 3. generasjon som eier selskapet. Så vi kunne kommet i en situasjon med generasjonsskifte. Selskapet er familiedrevet, og det er det de er interessert i. Det har noe med den gründer sjelen å gjøre, og det er det som er deres motivasjon.» - Egil Bue

Selskapet drives i dag av Trygve Stangelands sønn, Olav Stangeland, og barnebarnet, Tommy Stangeland. Trygve Stangeland er anerkjent for sitt entreprenørskap, og ble blant annet utmerket med Kongens Fortjenestemedalje for sin innsats som gründer i 2011. Vi får inntrykk av at etterkommerne ønsker å videreføre Trygves visjon, og børsnotering har dermed ikke vært aktuelt.

Malm Orstad AS ble dannet i 1946 av Malm Orstad. I dag eies selskapet av sønnene til Malm, Magne og Leif Orstad. De har 50 prosent eierandel hver. Lauritz Løvø forteller at eierne har vurdert å få inn medeiere, men dette gjaldt i en periode hvor selskapet hadde behov for kapital. Utenom det, har eierne hatt et ønske om å beholde eierstrukturen slik den er, opplyser Lauritz. Vi spør om dette er på bakgrunn av frykten for å tape kontroll. Dette er en av årsakene som ofte nevnes i litteraturen vedrørende motiver for å ikke gå på børs (Brau og Fawcett, 2006). Dette bekrefter Lauritz Løvø.

«Tap av kontroll er et av de viktige momentene, helt klart. Det ønsker ikke eierne, de ønsker å ha kontroll. Drive det som en familiebedrift.» - Lauritz Løvø

Ingvald Løyning påpeker også at endringen ofte blir dramatisk når et selskap går på børs, enten det er fra familie- eller fondsbasert struktur. Dette eksemplifiserer han ved å nevne datterselskapet Tide, som tidligere var børsnotert.

«I Tide hadde vi 49 prosent eierandel. Det er en håpløs situasjon, for hele markedet ser at du styrer for mye. Vi har jo full kontroll i generalforsamlinger og alt. Så for alle praktiske formål styrer du selskapet, men du har ikke full kontroll på selskapet. Så du må, etter min mening, vekte det kraftig ned, minimum helst til type 34 prosent, eller helst under 34 prosent, som en eiergruppering. Og da blir det jo en dramatisk endring for en familie som hadde kontroll.» - Ingvald Løyning

Videre forteller Løyning at Tide ble tatt av børs, fordi de blant annet ønsket kontroll. Valget stod mellom å selge seg ut, helt eller delvis, eller kjøpe seg opp til en høyere andel. DSD eier nå majoriteten av selskapet, med en eierandel på 89.53 prosent.

Et selskap med høy andel av institusjonelle investorer vil ha større sannsynlighet for å gå på børs (Norli, 2007), noe som muligens kan forklares i redusert tilknytning til selskapet.

Ved en samlet vurdering, er det tydelig at selskapene ikke har vurdert notering på bakgrunn av at aksjeeierne ønsker å beholde eierstrukturen. En børsnotering fører til utvanning av eierandel, og tap av kontroll.

5.3.2 Opplysningsplikt

Mye av litteraturen vi har gjennomgått tidligere tar utgangspunkt i datasett fra internasjonale utvalg, og som dermed må forholde seg til internasjonale reguleringer. I Norge skal alle regnskapspliktige selskap offentliggjøre årsregnskapet, årsberetning og revisjonsberetningen, da *«enhver har rett til å gjøre seg kjent med innholdet av dokumentene hos den regnskapspliktige eller hos Regnskapsregisteret.»* (Regnskapsloven, 1998, § 8-1).

Opplysningsplikten følger dermed ikke med en eventuell børsnotering, slik som den gjør i for eksempel USA.

Dersom notering av selskapet var aktuelt, vil offentliggjøring av sensitiv informasjon til konkurrenter ikke være en bekymring etter Håkon Skjelviks mening. Selskap kan finne en måte å skjule denne informasjonen for markedet.

«Opplysningsplikten tror jeg ikke ville vært en bekymring. Det er jo bare økonomisk opplysningsplikt. I Norge er vi pliktige til det uansett, enten du er børsnotert eller ikke. I utlandet er det annerledes. De som er bekymret, vil nok på en eller annen måte pakke det inn og skjule det de trenger. Da får du jo ikke ut det du vil uansett.» - Håkon Skjelvik

Ingvald Løyning er enig i at opplysningsplikten ikke vil ha betydning i enkelte bransjer, men påpeker at plikten vil være en ulempe når en driver konkurranseutsatt. Da særlig med tanke på offentlig anbud, som er en naturlig del av bransjen konsernet DSD opererer i.

«Tar du vår bransje, med offentlige anbud, så bruker de fleste samme systemer, basert på hvordan du legger opp logistikk- og bemanningssystemer. Utstyr og bemanning er jo 90 prosent av kostnadene. Hvis du i tillegg offentliggjør hvilket avkastningskrav en har, så har du på en måte sagt hvilket tilbud du skal levere.» - Ingvald Løyning

Ingvald Løyning bemerker også at markedet ikke vil være særlig fornøyd med skjult informasjon.

«I dagens marked er du pliktig til å levere fra deg ganske mye informasjon. Så lenge du driver konkurranseutsatt, så er dette ofte sensitiv informasjon, som en ikke er spesielt glad i å gi fra seg. Hvis du prøver å skjule, altså at du har en segmentrapportering, et hovedsegment og delsegment vil ikke markedet være fornøyd med.» - Ingvald Løyning

Opplysningsplikten vil dermed kunne ramme enkelte selskap i konkurranseutsatte bransjer, og er en av hovedårsakene til at Ingvald Løyning ikke er så begeistret for børs.

Som tidligere nevnt følger ikke opplysningsplikten ved en børsnotering. Det som derimot følger med en børsnotering på Oslo Børs, er større krav knyttet til rapporteringen. Børsnoterte selskap har løpende og periodisk opplysningsplikt i henhold til verdipapirhandelloven. Det innebærer blant annet halvårsrapportering. Men Oslo Børs anbefaler kvartalsrapportering, noe som tidligere var kravet for børsnoterte selskap. Ingvald Løyning oppsummerer arbeidet med kvartalsrapporteringen.

«... Du er typisk ferdig med resultatet for et kvartal. Endelig ferdig, kanskje i slutten av neste måned, og så starte prosessen med å lage presentasjonene, forklaringene til at du skal bli bedre fremover, også har du børspresentasjon da, typisk i midten av måneden, neste måned. Det som er historie får veldig mye fokus i ytterligere halvannen måned.» - Ingvald Løyning

Samtidig påpeker Ingvald Løyning viktigheten av månedlig resultatfokus, men mener den ekstraordinære kvartalsrapporteringen er litt i overkant. Lauritz Løvø og Egil Bue argumenterer også for at arbeidet med rapporteringen er krevende. Begge mener børsnotering gir strengere rammer til hvordan en skal drive selskapet, og det blir mye fokus på historiske resultater.

«... Hovedmotivasjonen for å ikke være på børs, tenker jeg, er at det skaper mer forutsigbare rammer i forhold til å kunne drive selskapet. Du slipper å ta hensyn til børskursen hver måned, eller hvert kvartal. Det med rapporteringer altså, det er ganske mye formaliteter som følger med børsnotering. Så jeg tenker, det er jeg glad jeg slipper. Det er mye enklere å være privateide.» - Lauritz Løvø

På grunnlag av de synspunkt som er uttrykt i det enkelte intervju, vil rapporteringskravene som følger ved en børsnotering være et sterkt argument for at våre intervjuobjekter ikke har vurdert børs. I tillegg vil også offentliggjøring av sensitiv informasjon i enkelte konkurranseutsatte bransjer være uheldig.

5.3.3 Kostnader

En børsnotering er forbundet med store kostnader. I Brau og Fawcett (2006) er dette et av argumentene som taler mot børsnotering. Kostnadene er hovedsakelig knyttet til tilretteleggelse av børsintroduksjonen og denne anslåes å være mellom 4-10 prosent av netto kapitalforhøyelse (Maldan et al., 2016).

Lauritz Løvø mener kostnadene ikke er avskrekkende så lenge en får reell markedsverdi. Han påpeker samtidig at dette faller utenfor hans oppgaver som økonomidirektør.

«For meg så betyr det ingenting om at kostnadene er høye hvis du bare får den rette prisen. Så lenge det henger i hop. Sant, får du nok for selskapet, så er jo det sånt sett greit nok.» – Lauritz Løvø

Ingvald Løyning er enig at kostnadene ikke er et problem. Kostnadene knyttet til en notering behøver ikke være en utfordring hvis selskapet er stort nok. Utgiftene kan reduseres ved å ha god tilrettelegging før en eventuell børsnotering.

«... Det behøver ikke være veldig dyrt å gå på børs. Det handler om å tilrettelegge og få på plass de forskjellige organer. Krever litt mer revisor og andre ting. Gitt at du har alt på plass er ikke selve kosten av å være på børs, hvis du har en slik størrelse at du kan være der, særlig stor.» – Ingvald Løyning

Kostnadene ved en børsnotering dekkes av selskapet. Andre former for salg av eierandel dekkes som regel av aksjeeierne.

«Altså hvis du går på børs så er det selskapene selv som dekker kostnadene, mens hvis du selger selskapet er det eierskapet selv som dekker kostnadene. Så det blir en litt annen profil på hvem som dekker kosten.» - Ingvald Løyning

For større selskap vil kostnadene ved en børsnotering naturligvis ikke være like avskrekkende. De har ofte større inntjening, og dermed kapital til å dekke kostnadene. Som regel vil også disse ha strukturer innad i selskapet som er mer tilrettelagt for en børsnotering, enn mindre selskap. Omstillingene knyttet til selskapets rutiner vil da ikke være så omfattende. Kostnadene knyttet til omstillingen vil dermed også reduseres. Ved en notering er det selskapet selv som må dekke kostnadene, ved salg i andre former er det eierne som dekker kosten.

5.3.4 Empiriske regulariteter

Empiriske regulariteter har vi delt inn i underprising, sykliske svingninger og svak langsiktig avkastning under avsnitt 3.2.3, om teori. Vi utarbeidet en intervjuguide, hvor spørsmål knyttet til de ulike emnene ble tatt med. Bakgrunnen for at vi valgte å ikke spørre enkelte om disse emnene, er at vi anså det unødvendig med tanke på intervjuobjektene erfaringer og kjennskap til børsnotering.

I ettertid ser vi også at den dokumenterte langsiktige avkastningen knyttet til nye noteringer er et mindre relevant tema for våre intervjuer, da dette gjelder investorer som velger å investere i børsintroduksjonen. Vi har valgt å beholde avsnittet i litteraturgjennomgangen, da regulariteten har vært gjenstand for en rekke studier, og dermed har blitt et sentralt forskningsspørsmål.

Underprising

Ingvald Løyning mener underprising er nødvendig for å kompensere de nye investorene for risiko knyttet til børsintroduksjonen, blant annet fordi noteringen kan mislykkes. Dette har vi sett flere eksempler på opp gjennom årene. For eksempel, har kursutviklingen vært negativ for 6 av 13 børsintroduksjoner i 2017³¹. Ingvald Løyning påpeker at det må være et element av lønnsomhet for investorene, for å vise soliditet til børsen fra selskapets side.

«Det må være en opp-side for de som velger å investere i selskapet og kjøper seg inn i en børsintroduksjonen. Fordi det er forbundet med risiko, bør det være høyere enn, kall det normal forventet avkastning, når du er med på introduksjonen. For den kan feile.» - Ingvald Løyning

Ingvald Løyning poengterer videre at en historikk over flere mislykkede børsintroduksjoner kan føre til at de institusjonelle investorene velger å avstå fra å investere i selskap ved en børsnotering. Institusjonelle investorer er viktige aktører ved børsintroduksjoner, og som han presiserer *«det er de som driver børsen»*. De omtales ofte i litteraturen angående prising og allokering ved en børsintroduksjon. I Rock (1986) er underprising en konsekvens for å kompensere for den skjeve informasjonsfordelingen mellom de ulike investorene i markedet, hvor institusjonelle investorer ofte benevnes som den informerte aktøren.

³¹ Gjelder kursutvikling fra vedtatt notering i 2017 til årsslutt, per 20.12.2017.

«... Men hvis det blir en historikk på at det er mange feiler får du ikke inn de institusjonelle investorene til å bli med på børs. Fordi du er nødt til å ha et spredningssalg. Du er nødt til å ha noe som garanterer for en pris. Og meglerne tar godt betalt for dette.» - Ingvald Løyning

Underprising må eksistere for å kompensere investorer for risikoen med børsintroduksjoner. Vi finner ikke støtte i at underprising er en mulig årsak til at selskapene ikke noteres på børs.

Timing

Det siste året har det vært en generell optimisme i aksjemarkedet. I 2017 var det 21 nye noteringer på Oslo Børs. Et så stort antall har det ikke vært på 10 år. Ifølge Knut Brundtland, sjef i meglerhuset ABG Sundal Collier, vil vi se flere selskap noterer seg på børs fremover. Dette blant annet på grunn av *attraktiv historisk verdsettelse* (Asgeir Aga Nilsen, 2017).

Investorer er villige til å betale en høyere pris i perioder med høy grad av optimisme. Ingvald Løyning bekrefter også at markedsforholdene ligger til rette for en børsnotering på nåværende tidspunkt, men påpeker samtidig at det raskt kan snu.

«Akkurat nå er det jo helt fantastisk, det er jo all time high på børs osv. Så isolert sett er det en veldig god tid nå. Men hvilken tid det er best vet du jo aldri, du vet bare dagen i dag, så vet du ingenting om fremtiden ... Det er det nå. Alle snakker om at det blir en korreksjon, men det blir det jo alltid.» - Ingvald Løyning

For 2-3 år siden var det andre tider. Oljeprisnedgangen har hatt sin påvirkning på regionen. Det er dermed ikke unaturlig at færre selskap fra fylket noteres på børs, da mye av industrien i Rogaland er relatert til olje- og gassbransjen. Som nevnt i litteraturgjennomgangen, kan bransjeomfattende betingelser ha effekt på antall noteringer, da det er dokumentert at flere selskap timer børsnotering for å utnytte bransjeomfattende overvurderinger. Både Tomax AS og Malm Orstad AS leverer produkter og tjenester til oljebransjen, og begge versifiserer at timingen for en børsnotering ikke har vært optimal de siste tre årene. Lauritz Løvø og Håkon Skjelvik er enige om at de hadde ventet noen år, før notering hadde vært aktuelt.

«I fjor var det bra, men før det var det jo katastrofe. Vi har hatt kjempe tøffe tider ... Jeg hadde hvert fall ikke anbefalt det (børsnotering) nå. Vi måtte kjørt noen år, bare for å se at vi nå er på rett vei og tjener gode penger.» - Lauritz Løvø

Oljekrisen har også gitt utfordringer til andre bransjer i Rogaland. Stangeland Gruppen AS har også merket følgene av oljenedgangen, hvor blant annet Stangeland Maskin AS hadde en nedgang på 3 prosent sammenlignet med i fjor.

«Dersom vi hadde hatt planer om en notering, så hadde timingen for notering vært total feil. For inntjeningen vår er også lavere. For eksempel, var Stangeland Maskin nede på 3 prosent i fjor. Og det er ikke bærekraftig over tid. Det hadde vært surt om vi hadde børsnotert oss nå.» - Egil Bue

Det påpekes at etterdønninger fra oljekrisen gjør at betingelsene i olje- og gassbransjen ikke har vært til stede de siste årene. Timingen for en notering er ikke optimal hvis det foreligger pessimisme i markedet, slik tilfelle har vært de siste 2-3 årene. Dagens markedsforhold tilsier derimot en optimal timing for en notering.

5.3.5 Andre synspunkter knyttet til oppgaven

Vi avsluttet hvert intervju med oppsummering og spørsmål om andre synspunkt knyttet til vår oppgave. Relevante synspunkter er presentert under. Dette er knyttet til emner som selskapsstørrelse og lokalisering av børsintroduksjon.

Et selskap må ha en markedsverdi på kr 300 millioner for å noteres på Oslo Børs. For notering på Oslo Axess er kravet kr 8 millioner. Merkur Market har derimot ingen krav til markedsverdi. Ingvald Løyning mener selskapene bør være større enn kravene som følger ovenfor, for å tiltrekke industrielle investorer. Skal du hente ut den fulle verdien av selskap, må du på hovedlisten ifølge Ingvald Løyning. Markedsverdi for å noteres på hovedlisten bør være over en milliard etter hans mening.

«... Du må bygge det opp til en milliard eller to. Hvis du da titter rundt i byen her på de privateideselskapene som kunne hatt en marked cap stor nok, så er du på Laerdal og DSD. Jeg tror det stopper der. Resten er i utgangspunktet for små i forhold til det jeg sa for en stund siden med det at du ikke er attraktive for institusjonelle investorer.» - Ingvald Løyning.

Et annet viktig poeng som Ingvald Løyning bemerker angående nedgangen i børsnoteringer er at mye av børsintroduksjonen er knyttet til hovedstaden. Gründervirksomheten skjer i distrikter som Rogaland. Gründeren selger til rike investorer som ofte befinner seg i Oslo. Disse investorene foretar ofte børsintroduksjon når de ønsker en exit.

«... egentlig bare Oslobaserte selskap som kjører børs inn. Gründer aktivitetene skjer i distriktene. Når det begynner å gå bra og gründeren vil ut, selger en til et fond eller en rikere familie og den sitter typisk i Oslo. Det er ut ifra oslomiljøet at en børs introduserer seg og de skal ha en exit.» - Ingvald Løyning.

Størrelse i form av markedsverdi kan ha betydning for hvorfor selskap i Rogaland ikke går på børs. En annen årsak til nedgangen kan være tilknyttet investors lokalisering ved exit.

5.4 Oppsummering

I tabellen under er en oppsummering av teori, analyse og grunnlaget for vår konklusjon.

Tema	Litteraturgjennomgang	Intervju og data
Kapitaltilgang	Kapitaltilgang som motivasjon for notering.	Det er attraktivt med andre alternativer, som fremmedkapital, da det er gunstige betingelser i banken. Private Equity fond er i forkant før en aksjonær vurderer børsnotering. Selskapene har ikke behov for kapital, mer fokus på organisk vekst.
Økt likviditet og exit for eiere	Vi har hovedsakelig tatt for oss tre temaer som motivasjon for notering: <ul style="list-style-type: none"> - Maksimering av inntekter ved salg. - Exit strategi. - Børs som mulighet for diversifisering og reinvestering. 	Alle intervjuobjektene så på børsnotering som et salg. <ul style="list-style-type: none"> - En god exit mulighet ved ønske om salg. - Midlene ved salg reinvesteres i eiendom og finanstransaksjoner og ikke tilbake til industrien. Vurderingen om å ikke gå på børs kan være tatt med manglende kunnskap om emnet.
Overvåkning	For unoterte selskap med flere enn en investor er det lønnsomt med en børsnotering. Fokus på aktiv overvåkning av selskap på børs. Ulike insentiver for overvåkning og kontroll etter ulike aktører.	Intervjuobjektene sitter i ledelsen og har tett kontakt med eierne i bedriften. Et konsentrert eierskap gjør at verdien av overvåkning er minimal. Selskap med erfaring fra børs mener rutinene som følger ved notering er positive og bør opprettholdes internt. Insentivene behøver ikke endres ved en notering.
Oppkjøp	Hovedmotivasjonen for en notering: <ul style="list-style-type: none"> - Skape en markedsverdi. - Gjennomføre et lønnsomt oppkjøp eller bli oppkjøpt. 	De som har erfaring med børsnotering ser seg enig i viktigheten med å skape en markedsverdi. Vi fant ikke oppkjøp som en motivasjon for notering.
Styrket renommé	Børsnotering som markedsføring og dermed motivasjon for notering.	Under intervjuet kommer det frem at en børsnotering medfører verifisering av selskapet. Vi fant støtte i børsnotering som markedsføring og reduksjon av omdømmerisikoen til selskapet.
Eierskap og kontroll	Bevare beslutningstakende kontroll og forhindre utvanning av eiere som grunnlag til å ikke noteres.	Stor støtte i intervjuene. Selskapene ønsker å beholde eierskapet og kontrollen.
Opplysningsplikt	Opplysningsplikt som et grunnlag for å ikke noteres. Selskap med sensitiv informasjon velger å forbli private for å sikre konkurransefortrinnet.	Spredt resultater i intervjuene. Et av selskapene med offentlig anbud og med god erfaring med notering så på opplysningsplikten som en viktig grunn til å ikke noteres.

		Det poengteres imidlertid at jobben med rapportering er krevende. Fokuset blir rettet mot historisk data.
Kostnader	Det er forbundet høye kostnader med en børsintroduksjon. Kostnadene er inndelt i indirekte og direkte kostnader. Disse kan være årsak til at selskap avstår fra notering.	Kostnader er ikke et motiv imot børsnotering forutsatt reell markedsverdi. Kostnadene kan reduseres ved å ha god tilrettelegging før en eventuell børsnotering. Ved børsnotering er det selskapet som må dekke kostnadene. Annet salg medfører at eierskapet må ta kostnadene.
Underprising	Underprising et grunnlag for ikke å noteres. Forklaringen på underprising er delt inn i asymmetrisk informasjon, institusjonelle forklaringer og eierskap og kontroll.	Underprising skal finne sted for å kompensere investor for risiko knyttet til børsintroduksjonen.
Timing	Børsnoteringer foregår i bølger etter ulike forhold i markedet: <ul style="list-style-type: none"> - Generelle betingelser i markedet. - Bransjeomfattende betingelser. - Vanlig oppfatning. 	Timing for en notering har ikke vært optimal de siste årene på grunnlag av pessimisme i markedet. Oslo Børs har hatt en jevn økning, og markedsforholdene er nå preget av optimisme.
Svak langsiktig avkastning	Lav avkastning ved børsintroduksjon på grunnlag av tre forklaringer: feil måling av risiko, uflaks eller overoptimisme.	Fant ikke støtte for dette blant intervjuobjektene.
Andre synspunkter til problemstillingen		Størrelse i form av markedsverdi kan ha betydning på hvorfor selskap i Rogaland ikke går på børs. Gründervirksomheten skjer i distriktene, mens noteringene hovedsakelig skjer i større byer som har sammenheng med investors lokalisering ved exit.

Tabell 3: Oppsummering av viktige elementer i oppgaven

6. Konklusjon

På grunnlag av vår kvantitative og kvalitative metode er det utfordrende å skulle gi et entydig svar på årsaken til nedgangen i antall børsnotering av selskap i Rogaland. Vi mener imidlertid analysen gir grunnlag til å trekke konklusjon om mulige årsaker til nedgangen.

Industrien i Rogaland er sterkt tilknyttet olje- og gassbransjen. De børsnoterte selskapene i perioden 1997 til 2017, har også i hovedsak vært innenfor dette feltet, enten i form av utvinning, levering av tjenester eller utvikling av produkter. Det er dermed ikke unaturlig at selskap innenfor denne bransjen har valgt å avstå fra børsnotering på bakgrunn av oljekrisen. Timingen for en børsintroduksjon har ikke vært optimal de siste årene. Alt annet likt, forventet vi å se selskap i andre bransjer prøve seg på børs. Men som Løyning bemerker, kan årsaken til dette være mangel på store selskap i Rogaland i form av markedsverdi. *«Det stopper nesten ved DSD og Laerdal. Resten er i utgangspunktet for små, og er ikke attraktive for institusjonelle investorer»* - Ingvald Løyning.

Som uttrykt i finanspressen har Private Equity fond i Rogaland, som for eksempel HitecVision og Energy Ventures, gjort stor suksess med oppkjøp av unoterte selskap. Disse fondene har nok tatt over en stor andel av dem som tidligere gikk på børs. Forvaltningsselskapene er ofte i forkant, før en entreprenør tenker børsintroduksjon som exit. En kan dermed spørre seg hvorfor meglerhusene ikke klarer å overtale eierne?

Mange av gründeraktivitetene skjer i distriktene, som for eksempel i Rogaland. Gründerne selger ofte til fond eller til velstående investorer i Oslo. Dermed er det selskap i Oslo som børsintroduseres, da disse investorene igjen ønsker en exit.

7. Referanseliste

- Aksjeloven. (1997). Lov om aksjeselskaper av 13. juni nr. 44. Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-44>
- Alavi, A., Pham, P.K. & Pham, T.M. (2008). Pre-IPO ownership and its impact on the IPO process. *Journal of Banking & Finance*, 32(11), 2361-2375. doi: 10.1016/j.jbankfin.2007.12.030
- Bancel, F. & Mittoo, U.R. (2009). Why do European firms go public?. *European Financial Management*, 15(4), 844-884. doi: 10.1111/j.1468-036X.2009.00501.x
- Baron, D.P. & Homström, B. (1980). The investment banking contract for new issues under asymmetric information: Delegation and the incentive problem. *The Journal of Finance*, 35(5), 1115-1138. doi: 10.1111/j.1540-6261.1980.tb02199.x
- Beatty, R.P. & Ritter, J.R. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 213-232. doi: 10.1016/0304-405X(86)90055-3
- Berk, J. & DeMarzo, P. (2014) *Corporate finance*. England: Pearson Education Limited.
- Bernhardsen, T. & Røisland, Ø. (2000). Hvilke faktorer påvirker kronekursen?. *Norges Bank, Penger & Kredit*, 3(00), 187-194. doi: 11250/2480484
- Berzins, J. & Bøhren, Ø. (2009). Unoterte aksjeselskaper er viktige, utforskede og spesielle. *Praktisk økonomi & Finans*, 25(02), 65-75.
- Berner, P. T. (2017). *Børsnotering – Vurderer du å ta selskapet ditt på børs?* Hentet fra <https://verdtavite.kpmg.no/boersnotering-vurderer-du-aa-ta-selskapet-ditt-paa-boers/?s>
- Booth, J.R. & Chua, L. (1996). Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing. *Journal of Financial Economics*, 41(2), 291-310. doi: 10.1016/0304-405X(95)00862-9
- Brau, J.C., Couch, R.B. & Sutton, N.K. (2012). The desire to acquire and IPO long-run underperformance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(3), 493-510. doi: 10.1017/S0022109012000233
- Brau, J.C. & Fawcett, S.E. (2006). Initial public offering: An analysis of theory and practice. *The Journal of Finance*, 61(1), 399-436. doi: 10.1111/j.1540-6261.2006.00840.x

- Brav, A. & Gompers, P.A. (1997). Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture and nonventure capital-backed companies. *The Journal of Finance*, 52(5), 1791-1821. doi: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb02742.x
- Brennan, M.J. & Franks, J. (1997). Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK. *Journal of Financial Economics*, 45(3), 391-413. doi: 10.1016/S0304-405X(97)00022-6
- Bøhren, Ø. (2006). Eierskap og lønnsomhet. *Praktisk økonomi & finans*, 22(03), 91-103.
- Børsforskriften. (2007). Forskrift om regulerte markeder av 29. juni 2007 nr. 875. Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2007-06-29-875>
- Celikyurt, U., Sevilir, M. & Shivdasani, A. (2010). Going public to acquire? The acquisition motive in IPOs. *Journal of Financial Economics*, 96(3), 345-363. doi: 10.1016/j.jfineco.2010.03.003
- Chemmanur, T.J., Hu, G. & Huang, J. (2010). The role of institutional investors in initial public offerings. *The Review of Financial Studies*, 23(12), 4496-4540. doi: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq109>
- Chen, H.-C. & Ritter, J.R. (2000). The seven percent solution. *The Journal of Finance*, 55(3), 1105-1131. doi: 10.1111/0022-1082.00242
- Choe, H., Masulis, R.W. & Nanda, V. (1993). Common stock offerings across the business cycle: Theory and evidence. *Journal of Empirical Finance*, 1(1), 3-31. doi: 10.1016/0927-5398(93)90003-A
- Doidge, C., Karolyi, G. A. & Stulz R. M. (2017). The U.S. listing gap. *Journal of Financial Economics*, 123(3), 464-487. Doi: 10.1016/j.jfineco.2016.12.002.
- Eckbo, B.E. & Norli, Ø. (2002). *Leverage, liquidity and long-run IPO returns*. Upublisert manuskript. Tuck School of Business, Dartmouth College.
- Eidsvik, D. & Frogner, A. (2006). Omdømmerisiko. *Praktisk økonomi & finans*, 22(04), 41-46.
- Finansdepartementet. (2018). *Statens pensjonsfond 2018* (Meld. St. 13 2017-2018). Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-13-20172018/id2596754/sec1>

- Fintland, O. (2005, 13. juli). Lille speil på veggen der. Hvem er best på børsen her?, *Stavanger Aftenblad*, s.6.
- Fjesme, S.L & Norli, Ø. (2011). Initial Public Offering or Initial Private Placement?. *Arbeidsnotat nr. 4, Center of Corporate Governance Research*. Oslo: Handelshøyskolen BI.
- Fosse, D.H. (2012, 5. november). Bråstopp for børsnotering, *Stavanger Aftenblad*, s. 20.
- Fosse, D.H. (2012, 5. november). Sprer risikoen-henter penger, *Stavanger Aftenblad*, s. 21.
- Franks, J. & Mayer, C. (2016). The death of the public corporation. *London Business School Review*, 27(3), 44-45. doi: 10.1111/2057-1615.12141
- Gao, X., Ritter, J.R. & Zhu, Z. (2013). Where have all the IPOs gone?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(6), 1663–1692. doi: 10.1017/S0022109014000015
- Hammoudeh, S. & Li, H. (2005). Oil sensitivity and systematic risk in oil-sensitive stock indices. *Journal of Economics and Business*, 57(1), 1-21. doi: 10.1016/j.jeconbus.2004.08.002
- Haune, H. (2009, 10. november). Oslo Børs slo de lokale, *Stavanger Aftenblad*, s. 21.
- Holmström, B. & Tirole, J. (1993). Market liquidity and performance monitoring. *The journal of political economy*, 101(4), 678-709. doi: 10.1086/261893
- Hsieh, J., Lyandres, E. & Zhdanov, A. (2011). A theory of merger-driven IPOs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(5), 1367–1405. doi: 10.1017/S0022109011000421
- Ibbotson, R.G. & Jaffe, J.F. (1975). “Hot issue” markets. *The Journal of Finance*, 30(4), 1027-1042. doi: 10.1111/j.1540-6261.1975.tb01019.x
- Jenkinson, T. & Ljungqvist, A. (2001). *Going public: The theory and evidence on how companies raise equity finance*. Storbritannia: Oxford University Press.
- Johannessen, A., Christoffersen L. & Tufte, P.A. (2011). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag*. Oslo: Abstrakt Forlag.
- Kim, W. & Weisbach, M.S. (2008). Motivations for public equity offers: An international perspective. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 281-307. doi: 10.1016/j.jfineco.2006.09.010
- Kvale, S. & Brinkmann, S. (2012). *Det kvalitative forskningsintervju*. Oslo: Gyldendal Akademisk.

- Ledaal, T. (2009). *Analyse av kostnader ved børsintroduksjoner på Oslo Børs, 1998-2008*. (Mastergradsavhandling, Universitetet i Agder). Hentet fra <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/135456/Torjus%20Ledaal.pdf?sequence=1>
- Loughran, T. & Ritter, J.R. (1995). The new issues puzzle. *The Journal of Finance*, 50(1), 23-51. doi: 10.1111/j.1540-6261.1995.tb05166.x
- Lowry, M. (2003). Why does IPO volume fluctuate so much?. *Journal of Financial Economics*, 67(1), 3-40. doi: 10.1016/S0304-405X(02)00230-1
- Lucas, D.J. & McDonald, R.L. (1990). Equity issue and stock price dynamics. *The Journal of Finance*, 45(4), 1019-1043. doi: 10.1111/j.1540-6261.1990.tb02425.x
- Maksimovic, V. & Pichler, P. (2001). Technological innovation and initial public offerings. *The Review of Financial Studies*, 14(2), 459-494. doi: <https://doi.org/10.1093/rfs/14.2.459>
- Maldan, N., Midttun, J. & Jordbræk, R. (2016). Børsnotering eller ikke?. *Praktisk Økonomi & Finans*, 32(1), 90-96. doi: 10.18261/issn.1504-2871-2016-01-10
- Nilsen, A.A. (2017, 29. desember). Børsrush i 2017: Høyeste antall børsnoteringer siden før finanskrisen. *E24*. Hentet fra <https://e24.no/boers-og-finans/oslo-boers/boersrush-i-2017-hoeyeste-antall-boersnoteringer-siden-foer-finanskrisen/24216409>
- Norges Bank Investment Management. (2016). The listings ecosystem: Aligning incentives – Asset manager perspective. *Forvalterperspektiv*. Hentet fra <https://www.nbim.no/no/apenhet/forvalterperspektiver/2016/tiltak-for-flere-borsnoteringer/>
- Norli, Øyvind. (2007). Børsintroduksjoner. *Praktisk Økonomi & Finans*, 23(03), s.11-19.
- Oslo Børs. (2018). *Avgifter for utstedere på Merkur Market*. Hentet fra <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Handel/Priser-og-avgifter>
- Oslo Børs. (2018). *Avgifter for utstedere på Oslo Børs og Oslo Axess*. Hentet fra <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Handel/Priser-og-avgifter>
- Oslo Børs. (2018). *Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper*. Hentet fra <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Regler-for-utstedere>
- Oslo Børs. (2018). *Løpende forpliktelser for selskaper tatt opp til handel på Merkur Market*. Hentet fra <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Regler-for-utstedere>

- Oslo Børs. (2018). *Sammenligning av Oslo Børs, Oslo Axess og Merkur Market*. Hentet fra <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Aksjer-egenkapitalbevis-og-retter-til-aksjer/Sammenligning-av-Oslo-Boers-Oslo-Axess-og-Merkur-Market>
- Pagano, M. & Röell, A. (1998). The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(1), 187-225. doi: 10.1162/003355398555568
- Pagano, M., Panetta, F. & Zingales, L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 53(1), 27-64. doi: 10.1111/0022-1082.25448
- Rajan, R.G. (1992). Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt. *The Journal of Finance*, 47(4), 1367-1400. doi: 10.2307/2328944
- Regnskapsloven. (1998). Lov om årsregnskap m.v. av 17. juli 1998 nr. 56. Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56>
- Ritter, J.R. (1984). The "hot issue" market of 1980. *The Journal of Business*, 57(2), 215-240.
- Ritter, J.R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 46(1), 3-27. doi: 10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x
- Ritter, J.R., Signori, A. & Vismara, S. (2013). Economies of scope and IPO activity in Europe. *Handbook of Research on IPOs*, kapittel 1, 11-34, redigert av Levis, M. & Vismara, S. Storbritannia: Edward Elgar Publishing.
- Ritter, J.R. & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing and allocations. *The Journal of Finance*, 57(4), 1795-1828. doi: 10.1111/1540-6261.00478
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 187-212. doi: 10.1016/0304-405X(86)90054-1
- Röell, A. (1996). The decision to go public: An overview. *European Economic Review*, 40(3-5), 1071-1081. doi: 10.1016/0014-2921(95)00114-X
- Rydqvist, K. & Högholm, K. (1995). Going public in the 1980s: Evidence from Sweden. *European Financial Management*, 1(3), 287-315. doi: 10.1111/j.1468-036X.1995.tb00021.x
- Stoughton, N.M. & Zechner, J. (1998). IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 49(1), 45-77. doi: 10.1016/S0304-405X(98)00017-8

Van den Assem, M.J., Van der Sar, N., & Versijp, P. (2017). CEOs and CFOs on IPOs: The process and success of going public. *De Economist*, 165(4), 381-410. doi: 10.1007/s10645-017-9302-y

Verdipapirhandelloven. (2007). Lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75. Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2007-06-29-75>

Woxholth, G. (2016). *Selskapsrett*. Oslo: Gyldendal Juridisk.

Yosha, O. (1995). Information disclosure costs and the choice of financing source. *Journal of financial intermediation*, 4(1), 3-20. doi: 10.1006/jfin.1995.1001

Zingales, L. (1995). Insider ownership and the decision to go public. *The Review of Economic Studies*, 62(3), 425–448. doi: 10.2307/2298036

Vedlegg

Oversikt over nye noteringer etter år

Selskap	Noteringsdato
Navis	23.12.1997
Norwegian applied Technology	07.01.1997
RC-Gruppen	30.01.1997
Technor	12.06.1997
Solstad Offshore	14.07.1997
Pan Fish	01.07.1997
Ocean Rig	07.01.1997
Multi-Fluid	27.06.1997
Solstad Offshore	27.10.1997
Procon Offshore	04.06.1997
Acta Holding	16.07.2001
Statoil	18.06.2001
Sevan Marine	13.12.2004
Bjørge	17.12.2004
Conseptor	24.06.2004
Aker drilling	21.12.2005
Revus Energy	27.05.2005
Seadrill	22.11.2005
Allianse	25.05.2005
Deepocean	07.12.2005
AKVA Group	10.11.2006
Badger Explorer	12.06.2007
Etman International	11.10.2007
Norwegian Energy Company	09.11.2007
Comrod Communication	22.01.2007
Klepp Sparebank (Grunnfondsbevis)	03.05.2007
Crudecorp	15.06.2012

År	Antall
1997	10
2001	2
2004	3
2005	5

2006	1
2007	5
2012	1

Oversikt over selskap tatt av børs fra Rogaland

Børsnoterte selskap med hovedkontor i Rogaland	Notert år	De-listet	
Kverneland	1983	2012	Kjøpt opp av Kubota i 2012.
Smedvig	1990	2006	Kjøpt opp av Seadrill Limited i 2006. Smedvig eksisterer enda, men driver eiendomsforvaltning, og ikke børsnotert.
Stavanger Aftenblad	1993	2009	Tatt av børs i 2009. I dag en del av Schibsted konsernet som er notert på Oslo Børs. Hovedkontor i Oslo.
Hitec	1994	2000	Kjøpt opp av National Oilwell (i dag kjent som National Oilwell Varco) i 2000, og tatt av børs.
Rogalandsbanken	1994	2012	Noterte grunnfondsbevis på Oslo Børs i 1994. Navnendring til Sparebank 1 SR-Bank i 2007.
Sagatex	1995	2000	Navnendring til Winder ASA, og flytting av hovedkontor til Oslo i 2000.
Sandnes Sparebank	1995	d.d.	Fremdeles notert på Oslo Børs.
Scana Industrier	1995	d.d.	Navnendring til Incus Investor ASA i 2016, fremdeles notert på Oslo Børs. Driver nå investeringer.
SE-Labels	1995	2002	Kjøpt opp av Skanem Industrier i 2001, og strøket fra notering i 2002.
Multi-Fluid	1997	1998	Fusjon med Smedvig Technologies, navnendring til Roxar i 1999.
Navis	1997	2001	Kjøpt opp av Fred. Olsen Energy i 2001, og strøket fra notering.
Norwegian applied Technology	1997	2000	Fusjonerte med Devold AMT i 2000, og flyttet hovedkontor til Ålesund.

Ocean Rig	1997	2008	Kjøpt opp av DryShips Inc., flyttet hovedkontor til Kypros i 2008. Tatt av børs samme år.
Pan Fish	1997	2006	Flyttet hovedkontor til Oslo i 2006. Notert på Oslo Børs under navnet Marine Harvest.
Procon Offshore	1997	1997	Fusjonerte med Safe Offshore (hovedkontor i Oslo, notert på børs i 1997). Navnendring til Prosafe.
Prosafe	1998	d.d.	Flyttet hovedkontor til Kypros i 2007. Fremdeles notert på Oslo Børs.
RC-Gruppen	1997	2000	Fisjonert i selskapene Enwa Holding og Oceanor Holding i 2001.
Solstad Offshore	1997	d.d.	Navnendring til Solstad Farstad i 2017 etter fusjon med Farstad Shipping og Deep Sea Supply. Fremdeles notert på Oslo Børs, og hovedkontor i Rogaland.
Technor	1997	2006	Kjøpt opp av HitecVision i 2006, og strøket fra notering.
Roxar	1999	2009	Tatt av børs i 2003. Oppkjøpt av Corrocean i 2007 og tatt på børs igjen. Kjøpt opp av Emerson i 2009, og strøket fra børs.
Solvang	2000	2018	Kjøpt opp av Unity Invest i 2018, og strøket fra notering.
Acta Holding	2001	d.d.	Navnendring til Agasti Holding, og flytting av hovedkontor til Oslo i 2012. Notert på Oslo Børs under navnet AgaTech.
Enwa Holding	2001	2002	Strøket fra notering i 2002, grunnet "Interinvest eiend. Eier 82 prosent, lite selskap og lav likviditet".
Oceanor Holding	2001	2003	Kjøpt opp av Fugro BV i 2003, og strøket fra notering.
Statoil	2001	d.d.	Navnendring til Equinor i 2018. Fremdeles notert på Oslo Børs.
Bjørge	2004	2010	Kjøpt opp av HitecVision i 2009. Fisjonert i selskapene Stream, Align og Naxys i 2010 og tatt av børs.
Conseptor	2004	2007	Strøket fra notering i 2007, hadde ingen effekt av børsnotering.

Sevan Marine	2004	d.d.	Flyttet hovedkontor til Arendal i 2008, fremdeles notert på Oslo Børs.
Aker Drilling	2005	2011	Tatt av børs i 2008. Notert på børs igjen i 2010. Kjøpt opp av Transocean i 2011, og strøket fra notering.
Allianse	2005	2006	Kjøpt opp av ErgoGroup i 2006. Ergo Group fusjonerte med EDB Business Partner (hovedkontor i Oslo) i 2010 og ble EDB ErgoGroup ASA. Navnendring til Evry i 2012, hovedkontor i Oslo.
Deepocean	2005	2008	Strøket fra notering i 2008 (Trico Shipping eneste aksjonær).
Revus Energy	2005	2008	Kjøpt opp av Winterschall i 2008, og strøket fra notering.
Seadrill Limited	2005	d.d.	Flyttet hovedkontor til London i 2012. Fremdeles notert på Oslo Børs.
AKVA Group	2006	d.d.	Fremdeles notert på Oslo Børs, og hovedkontor i Rogaland.
Badger Explorer	2007	d.d.	Navnendring til Hunter Group ASA og flytting av hovedkontor til Oslo i 2017. Fremdeles notert på Oslo Axess.
Comrod Communication	2007	2014	Kjøpt opp av Habu Holding AS i 2014, og strøket fra notering.
Etman International	2007	2009	Tatt av børs i 2009 etter eget ønske.
Klepp Sparebank	2007	2014	Fusjonerte med Time Sparebank i 2015 og ble Jæren Sparebank.
Norwegian Energy Company	2007	d.d.	Flyttet hovedkontor til Oslo i 2016. Fremdeles notert på Oslo Børs.
Archer	2010	d.d.	Notert under navnet Seawell Limited i 2010, før selskapet endret navn til Archer Limited i 2011. Fremdeles notert på Oslo Børs.
Crudecorp	2012	2014	Kjøpt opp av Ymir Energi AS, og strøket fra notering i 2014.

Sparebank 1 SR-bank	2012	d.d.	Omdannet til allmennaksjeselskap og introdusert på børs i 2012. Fremdeles notert på Oslo Børs.
Jæren Sparebank	2015	d.d.	Fremdeles notert på Oslo Børs.

Antall børsnoterte selskap kategorisert etter næringshovedområde

Næringsområde	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
BERGVERKSDRIFT OG UTVINNING	6	6	6	5	5	5	4	5	9
FINANSIERINGS- OG FORSIKRINGSVIRKSOMHET	0	0	0	0	1	1	1	1	1
INDUSTRI	7	7	7	5	6	4	3	4	4
INFORMASJON OG KOMMUNIKASJON	1	1	1	1	1	1	1	1	2
JORDBRUK, SKOGBRUK OG FISKE	1	1	1	1	1	1	1	1	1
TRANSPORT OG LAGRING	2	2	2	2	2	2	2	2	2
VAREHANDEL	0	0	0	0	0	0	0	1	1
GRUNNFONDSBEVIS	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Totalt	19	19	19	16	18	16	14	17	22

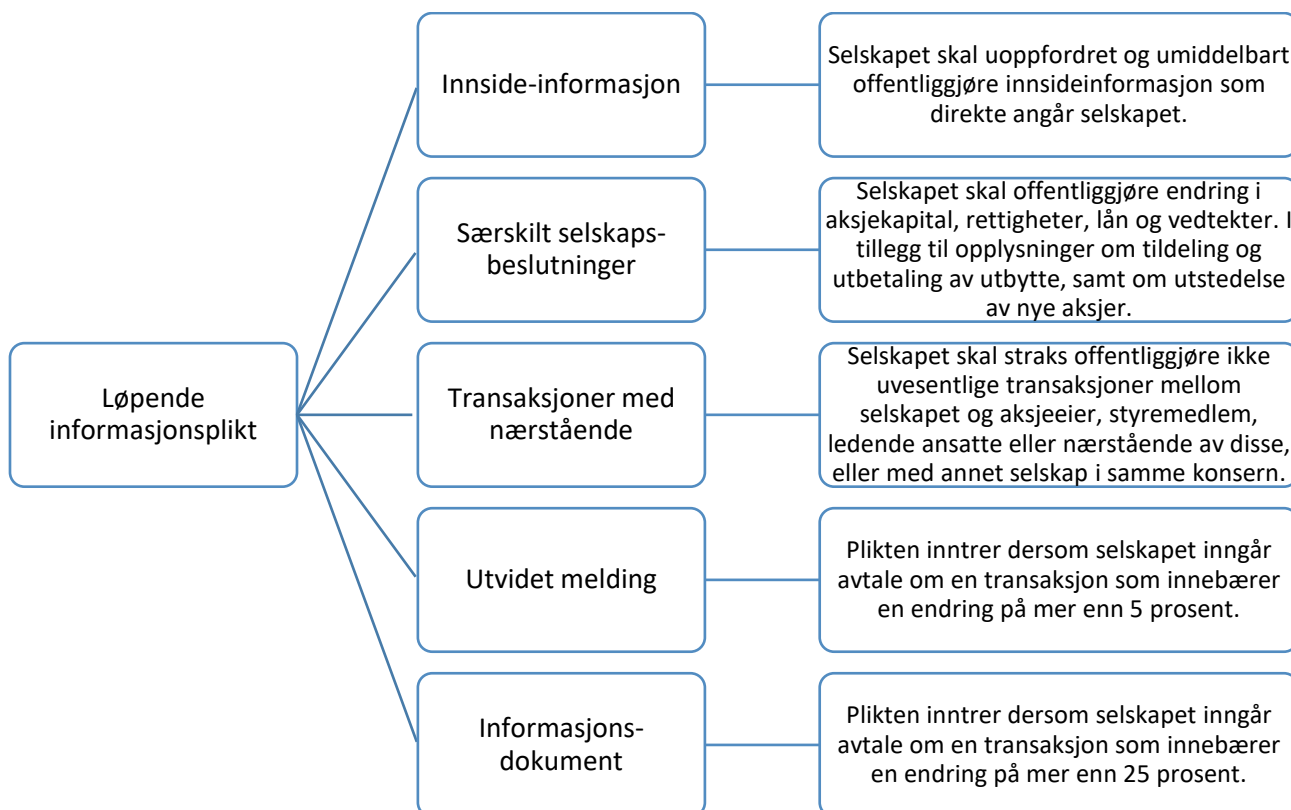
Næringsområde	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
BERGVERKSDRIFT OG UTVINNING	8	10	5	4	6	5	5	5	4
FINANSIERINGS- OG FORSIKRINGSVIRKSOMHET	1	1	1	1	1	1	1	1	1
INDUSTRI	4	5	5	5	4	4	3	3	2
INFORMASJON OG KOMMUNIKASJON	1	1	1	0	0	0	0	0	0
JORDBRUK, SKOGBRUK OG FISKE	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TRANSPORT OG LAGRING	2	2	2	2	2	2	2	2	2
VAREHANDEL	1	1	1	0	0	0	0	0	0
GRUNNFONDSBEVIS	2	3	3	3	3	3	2	2	2
Totalt	19	23	18	15	16	15	13	13	11

Næringsområde	2015	2016	2017
BERGVERKSDRIFT OG UTVINNING	4	4	2
FINANSIERINGS- OG FORSIKRINGSVIRKSOMHET	1	1	1
INDUSTRI	2	2	2
INFORMASJON OG KOMMUNIKASJON	0	0	0
JORDBRUK, SKOGBRUK OG FISKE	0	0	0
TRANSPORT OG LAGRING	2	2	2
VAREHANDEL	0	0	0

GRUNNFONDSBEVIS	2	2	2
Totalt	11	11	9

Oppsummering over den løpende informasjonsplikten

Ved enkelte transaksjoner plikter selskapet å utarbeide en utvidet melding eller et informasjonsdokument. Hvilke transaksjoner dette gjelder er beskrevet nærmere i tabellen nedenfor. Tabellen er ikke utfyllende, og gjelder notering på Oslo Børs og Axess.



Figur 7: Oppsummering over den løpende informasjonsplikten som følger ved notering

Kilde: Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper, Oslo Børs, 2018

For utvidet melding innebærer transaksjonen en endring dersom «den medfører en økning eller reduksjon på mer enn 5 prosent i selskapets eiendeler, driftsinntekter eller årsresultat. Dersom transaksjonen gjelder eiendel eller virksomhet som ikke har vært gjenstand for separat finansiell rapportering, skal beregningen av om transaksjonen overstiger fem prosent baseres på vederlaget for eiendelen eller virksomheten og den balanseførte verdien av selskapets samlede eiendeler før ervervet eller avhendelsen» (Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper, 2018, s.24).

Endringsavgrensningen som følger ved utarbeidelse av informasjonsdokument måles også opp mot selskapets eiendeler, driftsinntekter eller årsresultat (Løpende forpliktelser for

børsnoterte selskaper, 2018). Samme forpliktelser gjelder for noterte selskap på Merkur Market, da de er basert på samme rammeverk som for Oslo Børs eller Axess. De er imidlertid mindre omfattende. Blant annet gjelder en endringsgrense på 25 prosent for plikt til å utarbeide utvidet melding, og det er ikke krav om å utarbeide informasjonsdokument.

Kostnader

Introduksjonsavgift				
Markeds plass	Fast avgift	Pr. mill. MV	Minimum	Maksimum
Oslo Børs	530 400	623	717 180	1 140 700
Oslo Axess	472 200	566	476 800	1 037 000
Merkur Market	20 700	549	51 750	362 300

Kursnoteringsavgift			
Markeds plass	Pr. mill. MV	Minimum	Maksimum
Oslo Børs	84,60	187 900	1 386 000
Oslo Axess	76,90	170 800	1 260 000

Merkur Market - kursnoteringsavgift	
MV MNOK	Årlig avgift
MV < 80	51750 (minimum avgift)
80 - 250	51 750 + (MV - 80) * 362
250 – 2 225	113 290 + (MV - 250) * 19
2 225 – 8 543	150 815 + (MV - 2 225) * 75
MV > 8 543	621 000 (maksimum avgift)

Oversikt over metodiske tilnæringer

I tabellen under fremkommer en oppsummering over de ulike metodene vi benytter og dets formål:

Metode	Formål
Litteraturgjennomgang (Kvalitativ)	Det foreligger en grundig gjennomgang av tidligere forskning og teori som omhandler børsintroduksjon. Eksisterende teorier er dermed en del av vårt sekundære datamateriale. Hovedoppgaven var å sortere eksisterende litteratur og kartlegge kunnskapen om temaet.

<p>Intervju (Kvalitativ)</p>	<p>Intervjuer er brukt for å samle inn kvalitative primærdata, for å undersøke hvorfor selskap i Rogaland ikke går på børs.</p> <p>Vi benyttet semistrukturerte intervjuer. Temaene for intervjuene med tilhørende nøkkelspørsmål var fastsatt på forhånd. Intervjuene ble mer fleksible og tilrettelagt for drøftelser og diskusjoner om emnet.</p>
<p>Ulike data (Kvantitativ)</p>	<p>Vi fant ikke et oversiktlig register som viser alle noteringer av selskap i Rogaland. Datamateriale ble dermed hentet fra forskjellige kilder. Hovedvekten ligger på Aftenbladet sine arkiver. Dette defineres som kvantitative sekundærdata. Hensikten med dataene var å lage en oversikt over hvilke selskap som har foretatt en notering.</p>

Tabell 4: Oversikt over metodiske tilnærminger

Intervjuguide

Generelt

- Levere intervjuguide før intervju slik at kandidat kan få mulighet til å forberede seg.
- Gi opplysning om mulighet for anonymitet, og tillatelse til lydopptak.
 - Under intervju blir det også gjort notater. Lydopptak skal kun brukes for kvalitetssikring, og opptakene blir slettet når oppgaven er ferdig.

Innledning

- Tusen takk for at du tok deg til å møte oss.
- Presentere oss selv og oppgaven.

Intervju guide 1

Intervjuguide for intervjuobjekt i selskap som har vurdert å notere selskapet, men har valgt å ikke gjøre det (med utgangspunkt i deltakerliste fra konferansen *Rogaland på børs*).

1. Intervjuobjekt

1. Kan du fortelle litt om din stilling og dine arbeidsoppgaver?
 - a. Vi ser som sagt tidligere på lokale børsintroduksjoner. Har du noen tidligere erfaringer med tanke på børsnotering av et selskap?
2. Hva er ditt synspunkt vedrørende viktigheten av å ha børsnoterte selskap i regionen?

2. Motiv for børsnotering

1. Hva mener du er hovedmotivasjonen for notering på børs?
2. Hva var selskapets hovedmotivasjon for eventuell børsnotering?

3. Hvorfor går ikke selskap på børs?

3.1 Eierskap og kontroll

1. Kan du kort beskrive eierstrukturen i selskapet?
 - a. Eierkonsentrasjon?
 - b. Eiertype?
 - c. Direkte eierskap?

2. Hvilken endring i eierstrukturen mener du en vil se etter en eventuell børsintroduksjon?
3. Hvordan tror du denne endringen vil påvirke selskapet?
 - a. Med henhold til kontroll?
 - b. Økt overvåkning av selskapet?
 - c. Reduserte insentiver?
4. I hvilken grad har endring i eierstruktur og etterfølgende virkninger hatt vedrørende beslutningen om å ikke ta selskapet på børs?

3.2 Opplysningsplikt

1. Hvilke følger vil informasjonsplikten som følger ved børsnotering ha for selskapet?
 - a. Vil selskapet ta skade av informasjonsplikten som følger børsnoterte selskap?
 - b. På hvilken måte?
 - c. Eventuelt noen fordeler?
2. Har informasjonsplikten hatt noen påvirkning på selskapets beslutning om å ikke gå på børs?

3.3 Alternativer til børsnotering

3. Har dere sett på andre alternativer for å tilføre selskapet kapital?
 - a. Hvilke?
4. Det er forbundet store kostnader ved en børsintroduksjon. Har dere sett på andre rimeligere alternativer enn børsnotering?
 - a. Hvilke?
5. Har selskapet vurdert andre alternativer for å forhindre tap av konfidensialitet som følger av opplysningsplikten?
 - a. Relevant dersom intervjuobjekt har gitt inntrykk for at opplysningsplikten som medfølger børsnoteringer er en utfordring for selskapet.

3.5 Empiriske regulariteter

1. Har den dokumenterte underprising som følger ved børsintroduksjoner hatt noen påvirkning på beslutningen om å ikke ta selskapet på børs?
2. Har du noen formening om mulige årsaker til underprisingen?

3. Hvilke faktorer mener du vil ha avgjørende innflytelse vedrørende timingen av børsnotering?
 - a. Er det et optimalt tidspunkt for en børsintroduksjon? Hvilke faktorer mener du da må ligge til rette?
 - b. Hva må ligge til rette for en suksessfull børsintroduksjon?
4. I hvilken grad har timingen påvirket beslutningen om å ikke gå på børs?

4. Oppsummering

1. Hva var hovedårsaken til at dere valgte å ikke notere selskapet?
2. Er det sannsynlig at dere på noe tidspunkt i fremtiden vil notere selskapet på børs?
3. Til slutt, har du noen andre synspunkt knyttet til oppgaven vår?

Intervju Tomax AS

Transkribering av intervju

H: = Håkon Skjelvik

M: = Marianne Bjelke-Andersen

T: = Tonje Motland

T: Først og fremst har vi tillatelse til å bruke navn og stilling i oppgaven?

H: Ja

T: Jeg kan jo kort presentere oppgaven vår. Vi ser på hvorfor selskaper i Rogaland ikke går på børs med bakgrunn i den globale trenden i aksjemarkedet, der vi har sett signifikante reduksjoner av antall noteringer. Så vi har gjennomgått litteratur vedrørende emnet om ulike motiver for og imot børsnotering. Så ut ifra dette har vi laget noen spørsmål.

Vi så Tomax var på Rogaland på børs: Utsikter – konferansen i 2015. Vi lurer på om dere har vurdert en børsnotering?

H: Nei, egentlig ikke. Vårt syn er jo at vi kun trenger å gå på børs hvis vi trenger penger til å satse eller noe sånt. Vi får egentlig lånt penger i banken også går det litt på at vi ikke er store nok til å gå på børs. Omsetningen burde vært på en milliard eller noe sånt for at det skal være noe vits å gå på børs. Eller hvis eierne hadde lyst å redusere eller fått ut litt penger og heller

reducere eierandelen, men det er de ingen av eierne som har lyst til. Så da trenger vi ikke gå den veien.

T: da kan vi jo egentlig hoppe over disse. Først og fremst; kan du fortelle litt om din stilling og bakgrunn?

H: Jeg er jo daglig leder, her da. Bakgrunn så er jeg petroleum ingeniør også har jeg jobbet i amerikanske oljeserviceselskap fra 1987. Før var det jo mange små selskaper, så har de blitt kjøpt opp og konsolidert inn i Baker, Halliburton og Schlumberger. Så jeg har vært i mindre selskap som i dag er Halliburton og Baker. Så begynte jeg her for 10 år siden for å bygge opp selskapet. Før det var det han som startet det, så det var kun han som var ansatt. Så brukte han andre selskap til å gjøre administrasjon, salg, verkstedtjenester og sånt. Også når jeg begynte så var det for å ansette folk og ta over alle oppgavene.

T: Nå har jo dere ikke vurdert noe særlig å notere selskapet, men har du noen formening om hav hovedmotivasjon for en børsnotering er?

H: Ville vært hvis vi hadde gjort det?

T: Ja.

H: Nei, det ville jo vært enten, som sagt er det jo to store eiere, så hvis eieren har lyst; la oss si. Trenger penger eller sånne ting ville de kanskje redusere eierandelene for å få ut litt penger er jo det en ting. Ellers er det jo hvis vi hadde trengt, altså mye penger, som vi ikke fikk låne i banken eller det er veldig dyrt å låne i banken eller sånne ting og det har vi ikke hatt liksom. Vi vurderer det, men det er forholdsvis beskjedene summer vi trenger for å si det sånn, og det får vi.

T: Sånn som det står på hjemmesiden deres bruker dere produkter som brukes i olje og gass sektoren. Og en av de tingene som ofte tas opp i teorien er at opplysningsplikt ville være skadene for bedriften. Kan du bekrefte at dette hadde vært noe som hadde påvirket dere negativt? I forhold til konkurrenter?

H: Opplysningsplikten tror jeg ikke ville vært en bekymring. Det er jo bare økonomisk opplysningsplikt. I Norge er vi pliktige til det uansett, enten du er børsnotert eller ikke. I utlandet er det annerledes. De som er bekymret, vil nok på en eller annen måte pakke det inn og skjule det de trenger. Da får du jo ikke ut det du vil uansett.

M: Hvis dere ville vurdert og gått på børs; hvordan ville du ha sett på timingen nå med tanke på oljeprisen. Hadde du vært bekymret for markedsverdien til selskapet, at den skulle vært lavere på grunn av den lave oljeprisen.

H: Ja, jeg tror de siste 2-3 årene, hvis du skulle gått på børs, eller solgt. Det blir jo samme saken, så ville verdsettingen blitt lav. Så hvis vi skulle gått på børs hadde vi nok ventet et år for å få skikkelig driv og vekst. Og når alt så lyst ut så tror jeg vi hadde gått på børs. Det nærmer seg nå hvert fall.

M: Hva ser du som hovedårsaken til at dere ikke noteres på børs? Altså det er det at dere ikke har lyst til å utvanne eierandelen, dere har lyst å beholde de her på stedet?

H: ja, det stemmer.

M: Har du noen andre synspunkter som du tror vi kan få nytte av i oppgaven vår?

H: Nei, jeg tror jeg ikke jeg har andre grunner annet enn at du går på børs hvis du trenger penger.

M: Per dags dato er alternativene i forhold til en børsnotering, med rentene osv. såpass lukrative at det gjør at dere ikke går på børs

H: Ja, hvert fall vi får greie betingelser, med lånet og sånt. Så er det selvfølgelig et alternativt hvis banken sier stopp eller at det er for stor risiko.

M: Har dere tenkt på andre alternativer? Det i forhold til en notering.

H: Ja, for salg?

M: Ja, det også.

H: Ja, de kommer og spør oss støtt og stadig.

M: Ja, hvis du sammenligner det og en børsnotering. Hva ser du som bra?

H: Altså, børsnotering blir jo et delvis salg, mens et investeringselskap eller Privat Equity blir jo et salg, eller delvis salg. Vi er jo ganske skeptiske til Private Equity selskaper, det er vi jo skeptiske til, så da hadde børs vært best.

M: Ja, det er jo også basert på tanken deres om å ha eierskapet her i bedriften.

H: Ja, for ofte må du gi fra deg store deler. De kjøper jo. Du har de to, også har du strategiske oppkjøpere og de er jo de som hadde vært best her hvis noen skulle solgt hele selskapet. For

det er jo klart at et equity selskap blir mellommann for de vil jo solgt videre strategisk. De gjør det jo kun for å selge dyrt.

Intervju Malm Orstad AS

Transkribering av intervju

L: = Lauritz Løvø

M: = Marianne Bjelke-Andersen

T: = Tonje Motland

M: Kan du fortelle litt om din stilling og dine arbeidsoppgaver?

L: Ja. Min stilling er daglig leder. Min jobb er å gjennomføre strategien til selskapet i praksis, det er min hovedoppgave. Jobber med ledergruppen. Godt lederskap er viktig. Så er det jo selvsagt å foreslå nye strategiske retninger, eller initiativer, da i forhold til nye retninger og måter vi kan få til ting på, og veldig mye med forbedringsarbeid. Jeg har jobbet mye med forbedringsarbeid. Effektivisert drift kan du si. Egentlig så bruker jeg mest tid, for å være helt ærlig på å være inn forbi organisasjonen, ikke utenfor. Det er mer verdifull bruk av min arbeidstid. Vi har mye omstillinger og strukturering, og jobbet med verdiflyt for å få bedre prosesser.

Jeg har vært her i to og et halvt år. Før det jobbet jeg i Øglænd System. Der jobbet i 13 år. Der jobbet jeg som logistikk sjef de første årene, så var jeg fabrikk sjef i 5 år vel. De siste 8 årene var jeg administrerende direktør. Jeg har jo lang erfaring med å jobbe med driftsorganisasjoner og produksjonsbedrifter egentlig. Har jobbet i industrien hele livet.

M: Oppgaven vår handler jo om lokale børsintroduksjoner. Har du noen tidligere erfaringer med børs?

L: Jeg har aldri hatt noen erfaring med børs. Vi vurderte, da jeg jobbet i den forrige jobben, om vi skulle gå på børs eller gå andre veier. Men det var egentlig et oppkjøpsfond som kjøpte det til slutt.

M: Hva var hovedmotivasjonen da, med tanke på det selskapet?

L: Jeg oppfattet hovedmotivasjonen som at daværende eiere syntes at selskapet begynte å bli så stort at de kunne ikke håndtere det til slutt. De ville ta ut en del gevinst og la større selskap,

som har mer internasjonal kapasitet, overta. Det var min oppfatning over situasjonen. Men jeg var jo ikke i de innerst kretsene i forhold til eierskap. Jeg eide bare en liten post.

M: Men dersom du ser på din egen synspunkter. Hva mener du er hovedmotivasjonen for en børsnotering?

L: Fra mitt synspunkt synes jeg det er veldig greit å ikke være på børs. Og hovedmotivasjonen for å ikke være på børs, tenker jeg, er at det skaper mer forutsigbare rammer i forhold til å kunne drive selskapet. Du slipper å ta hensyn til børskursen hver måned, eller hver kvartal. Det med rapporteringer, altså det er ganske mye formaliteter som følger med børsnotering. Så jeg tenke, det er jeg glad jeg slipper. Det er mye enklere å være privateide.

M: Sånn med tanke på, du nevner for eksempel opplysningsplikten, er det noe du tenker i form av at du måtte gitt fra deg noen bedriftshemmeligheter?

L: Nei, nei. Det hadde ikke vært noen problem. Alle ansatte hos oss får egentlig alle bedriftshemmeligheter servert en gang i måneden. Vi kjører gjennom alle foiler med regnskapsinformasjon og alt på en måte. Bedriften er veldig transparente. Så er ikke bekymret for det. Absolutt ikke.

M: Hvordan er eierstruktur i selskaper per dags dato?

L: To eiere, 50 prosent hver. Det er to brødre. Gründeren som startet selskapet, hadde to brødre. De overtok aksjene, 50 prosent hver. De eier selskapet i dag, og har gjort det i 70 år.

M: I forhold til notering, vil det skje en endring i eierstrukturen. Tror du eierne hadde akseptert det?

L: De har ikke ønsket det. De har vært tydelig på at de vil beholde eierstrukturen slik den er i dag. Jeg selv prøvde å kjøpe meg inn når jeg begynte. Men det var de ikke motiverte for, så tenkte jeg det var greit nok det, for jeg synes det var en interessante jobb uansett. Så de har ikke ønsket å få inn andre egentlig.

Så tenker jeg og, at hvert fall for den ene eieren, kunne tenkt seg å hatt alle aksjene selv. Og han andre eieren kunne nok tenkt seg å selge, hvis prisen hadde vært veldig god. Så det har jo litt med det å gjør, sant, litt med maktbalansen og selge 50 prosent hvis han andre ikke vil det. Og jeg tror det kanskje er litt vanskelig å få til og, sånt rent logisk.

M: Med tanke på underprising. Det er jo historikk som viser at aksjene som tilbys ved børsintroduksjonen ofte er underpriset. Det vil jo være tilfellet der også, da vil du kanskje ikke få rett pris.

L: Nei, det er det jo stor fare for tror jeg. Vi har jo to-tre vanskelige år bak oss. I fjor var det bra, men før det var det jo katastrofe. Vi har hatt kjempe tøffe tider.

M: Så timingen ville ikke vært riktig?

L: Ja, veldig feil timing. Så jeg hadde hvert fall ikke anbefalt det nå. Vi måtte kjørt noen år, bare for å se at vi nå er på rett vei og tjener gode penger. Og at det er attraktivt å kjøpe seg inn.

Så tenker jeg at det har litt med hva patenter, rettigheter og produksjonsgrunnlag en har. Altså, hvilke verdier selskapet har. Er det en ren servicebedrift, så er det kanskje ikke så stor verdi. Sant, for det kan mange få til. Men hvis du har mye patenter og rettigheter, så kan det kanskje være mer aktuelt. Kommer litt an på hvordan verdsettingen er.

M: Hvis du tenker på kostnadene ved en børsintroduksjon. Det koster jo en del, i form av at du måtte hatt rådgivere, lagt prospekt osv. Er dette noe du hadde tenkt var negativt, eller ikke nødvendigvis hvis dere hadde fått en reell markedspris?

L: Da hadde det ikke vært problem hvis du hadde fått en riktig markedspris. Eller det vil si, hvis du hadde fått den rette prisen.

M: Virker kostnadene avskrekkende? Det er en prosess som tar lang tid, og så er det jo ...

L: For meg så betyr det ingenting om at kostnadene er høye hvis du bare får den rette prisen. Så lenge det henger i hop. Sant, får du nok for selskapet, så er jo det sånt sett greit nok. Men for meg, som er daglig leder, så er jeg jo mer opptatt av at vi skal ha god styring på selskapet og at en driver med verdiskapning. Det med transaksjoner og salg, kjøp og salg av selskaper, det er ikke mitt bord. Vi må ikke blande kortene her vet du. Da er jeg ute og kjører.

M: Har dere sett på andre alternativer? Eller hvilke planer har dere for selskapet, har dere planer om å ekspandere?

L: Vi har vurdert, når det var på det verste, å ta med medeiere. Bare får å se om vi kunne få litt mer finansiering. Men vi landet på at vi ikke gjør det, i og med at vi klarer å finansiere oss opp selv, nok til at vi klarer oss greit. Vi er på pluss, og i forhold til kapital. Om ikke den er så sterke som den burde være, så er den hvert fall på pluss og da er den for så vidt grei nok

foreløpig. Vi tenker ikke at vi skal ta med noen nå framover. Vi håper vi kan sitte stille i båten og jobbe oss opp litt egenkapital. Så får vi se etter hvert hvordan ting utvikler seg. Vi har ikke sånn veldig tanker om ekspensjon. Men vi har et positivt budsjett, og med tanke på vekst i forhold til omsetning, det har vi tro på. Men hvor mye det blir, det er litt vanskelig å si. Det er så mye forskjellig informasjon i fra media og konkurrenter osv. Det er ikke lett å orientere seg på hvor friskmeldt eller ikke markedet er. Vi oppfatter at det er tøffere i markedet enn det som blir sagt i media altså.

M: Men med tanke på om dere hadde gått på børs. Hvordan tror du det ville påvirket selskapet? Tror du det ville hatt reduserte insentiver, økt overvåkning, eller kontroll. Det siste har vi jo snakket litt om.

L: Ja kontrollen hadde jo det jo blitt mer av. Det er det ikke tvil om. Og så hadde det blitt vanskeligere i forhold til kommunikasjon, utad. Mer rigide rapporteringsrutiner. Mer stengte dører i forhold til hva som skal ut og ikke.

T: Du snakket litt om dette tidligere. Men ofte er hovedmotivasjonen som nevnes i forhold til børsnotering, tilgang til kapital. Du nevnte noe om at dere har klart dere med det dere tjener inn.

L: Ja, pluss at vi har solgt litt eiendommer som lå her, som vi ikke hadde behov for. Da fikk vi inn nok kapital slik at vi klarer oss selv.

M: Litt oppsummert da, hovedårsaken til at dere ikke har vurdert notering, er da tap av kontroll sånn som jeg har forstått det.

L: Tap av kontroll er et av de viktige momentene, helt klart. Det ønsker ikke eierne, de ønsker å ha kontroll. Drive det som en familiebedrift.

M: Så antakeligvis, det kan jo være sannsynlig at selskapet eventuelt ville vurdert en notering ved et senere tidspunkt hvis det ikke var den familierelasjonen, eller det kommer generasjonsskifte.

L: Da kan det være aktuelt selvfølgelig. Absolutt.

Vi har ikke seriøst vurdert en børsnotering altså. Det som har vært mest aktuelt har vært å ta med en medeier, som en kjenner fra før og som du kan jobbe sammen med.

M: Ja, du kan beholde litt av kontrollen..

L: Ja, for vår oppfatning er hvert fall det at, hvis du går på børs, så mister du fullstendig kontrollen på hvem som sitter i styremøte med deg. Så da måtte du vært majoritetseier, før du kunne, på en måte til en viss grad, kjørt ditt.

Intervju Fakta Bygg AS

Transkribering av intervju

K: = Kristjan Eymundsson

M: = Marianne Bjelke-Andersen

T: = Tonje Motland

M: Kan du fortelle litt om din stilling og dine arbeidsoppgaver?

K: Jeg er daglig leder i Fakta bygg, og andre tilknyttede selskap. Jeg eier 80 prosent. Vi er to eiere, 80 og 20 prosent hver.

M: Har du jobbet med noen selskap tidligere som har vurdert børsnotering?

K: Nei, jeg har ikke det og jeg har tenkt etter dere kontakt at jeg tror det er få i vårt distrikt.

M: har du noen synspunkter om det er viktig å være børsnotert eller ikke?

K: Nei, eller vi har aldri vurdert det seriøst. Vi har hentet inn litt kapital i prosjekter når vi har hatt behov for det. Det er på en måte det vi har gjort. Vi har egentlig vurdert det selv om vi aldri har gjort en seriøs vurdering. Vi er for små og har et konsentrert eierskap. Vi har styringen selv, og tenker det er fordeler og ulemper med å få inn mer kapital. Du kan kanskje gjøre en god del mer, men samtidig mister du en del av kontrollen. Så vi har ikke tatt det så mye lengre enn det.

M: Hva mener du er hovedmotivasjonen for at et selskap går på børs?

K: Kapitalinnhenting og mer lett omsettelige aksjer. Hvis du har for eksempel et veldig spredt eierskap og små eierposter kan det være lettere omsettelige, tenker jeg.

M: Hvilke endringer i eierstrukturen tror du du ville sett etter en børsnotering?

K: Nei, jeg vet ikke. Jeg vet som sagt lite om det, men det kommer an på hvis du går på børs med et så konsentrert eierskap som vi har er jo nærmest en merkelig børsnotering.

M: Ja, det kreves et spredningssalg for en notering.

K: Jeg vet ikke hvordan selskaper som oss er interessant som investeringsobjekt heller. Vi er jo et selskap som er ekstremt avhengig av de som er der til enhver tid. Og jeg tror ikke vi ville vært attraktive for noen langsiktige finansielle investorer. Tror heller kundene våre hadde vært mer aktuelle.

M: Med tanke på notering blir du pliktig til å gi fra deg mer opplysninger og strengere rapporteringsplikt. Hva tenker du om det?

K: I utgangspunktet ser vi på det som en ulempe. Jeg vet ikke. I utgangspunktet hadde dette vært en ulempe for oss, hvert fall i starten.

M: I forbindelse med anbud?

K: Ja

M: Arbeidet også?

K: Ja.

M: Du sa dere hadde sett på alternativer til notering. Kan du si noe mer om dette?

K: Ja, vi har hatt medinvestorer på enkeltstående prosjekter. Starter med egne selskaper på de prosjektene, og har med oss investorer på det. Det har vi gjort ved flere anledninger.

M: Så får de en viss eierandel i prosjektet?

K: Ja.

M: Hvis dere hadde gått på børs, kan det forekomme underprising av aksjene. Har du noen tanker med det?

K: Nei, vi har ikke kommet så langt i prosessen. Vi har egentlig vurdert ulempene med en notering større enn fordelene for å si det slik. Dette på bakgrunn av størrelsen og eierskapet. Jeg tror også at aktuelle investorer for oss er kunder og så videre. Det kunne raskt skapt ulempe og problematikk. Vår største kunder er profesjonelle utbyggere, og kunne ganske lett slukt oss til frokost. Vi hadde fort blitt et instrument i deres system, med mindre fokus på vårt selskap.

M: Hvis dere skulle ha gått på børs, ville timingen for en notering vært optimalt?

K: Tidspunktet hadde ikke vært så dårlig for oss. Vi har egentlig gått andre veien i forhold til de aller fleste konkurrentene. År 2017 er bra, og 2018 ser også veldig bra ut. Så nå hadde vært god timing.

T: Du eier majoriteten av Fakta Bygg. Hvis du skulle solgt din andel, eller deler av den. Har du tenkt hvilken vei du da ville gått?

K: Nei, jeg har ikke tenkt så mye på det. Men jeg ser nok mer på et konkret salg til noen private som et reelt alternativ. Men det kan være, sånn som jeg sier, bare mitt syn. Det er ikke basert på mye kunnskap. Men jeg tror jeg ville vurdert det fremfor børs. Det kan også være størrelsen, hadde vi vært 10 ganger større hadde det kanskje vært mer aktuelt med notering.

....

K: En tendens jeg har sett, er at det er flere fond og slikt som investerer utenfor. I stedet for at du går på børs, er fond enklere, for de kommer til oss.

Intervju med DSD AS

Transkribering av intervju

I: = Ingvald Løyning

M: = Marianne Bjelke-Andersen

T: = Tonje Motland

M: Kan du starte med å fortelle om din stilling og arbeidshverdag?

I: Der jeg er nå?

M: Ja, eller du kan begynne med det.

I: Ja, konsernsjef innebærer jo at du har det totale ansvaret. Så er du jo ansvarlig for summen av aktiviteter, forslag og prosesser for styret med endringer en foreslår. Også er en jo styreleder og delvis en aktiv styreleder. Altså en arbeidene styreleder i datterselskaper, så det er vel i sum min jobb.

M: Har du noen tidligere erfaringer med tanke på børsnoteringer av selskaper?

I: Ja, det har jeg. Da jeg var konsernsjef i Kverneland i 9-10 år. Der var vi børsnoterte, men ble etterhvert solgt til et japansk selskap og tatt av børs. Også var jeg med i konsernledelsen i

et annet selskap, Nutreco, som eier Skretting. Så har jeg vært konsernsjef i Skretting, og det børsnoterte vi i Amsterdam i 1997. I tillegg har jeg vært styreleder i en del børsnoterte selskaper. Blant annet SR-bank og Tide. Tide var børsnotert, også valgte vi å kjøpe det ut og tok av børs for et år siden. Så jeg har nokså mye børs erfaring.

M: Hva er ditt synspunkt vedrørende viktigheten av å børsnotere et selskap?

I: Jeg liker ikke være på børs. Nei, driver du konkurranseutsatt driver det ut til at du må ha 3 månedlige horisont på ting. Du er typisk ferdig med resultatet for et kvartal. Endelig ferdig, kanskje i slutten av neste måned, og så starte prosessen med å lage presentasjonene, forklaringene til at du skal bli bedre fremover, også har du børs presentasjon da, typisk i midten av måneden, neste måned. Det som er historie får veldig mye fokus i ytterligere halvannen måned. Det er ikke bare kjekt. Også er det slik at, jeg tror det er sunt at du har en slik voldsomt resultatfokus, egentlig månedlig. Men at du skal ha den voldsomme ekstraordinære 4 ganger i året synes jeg er litt drøyt. En gang i året på årsslutt synes jeg er ganske OK. Sånn i mitt hodet. I dagens marked er du pliktig å levere fra deg ganske mye informasjon. Så lenge du driver konkurranseutsatt, så er dette ofte sensitiv informasjon, som en ikke er spesielt glad i å gi fra seg. Hvis du prøver å skjule, altså at du har en segmentrapportering, et hovedsegment og delsegment vil ikke markedet være fornøyd med. Så generelt er jeg ikke glad i å være på børs. Børs er for meg et verktøy hvis du ønsker en exit. Det er veldig sjeldent annet enn i exit sammenheng at du benytter børsen til kapitalinnhenting. Du gjør det typisk den ene gangen du går på exit. Men du gjør det sjeldent senere, og hvis du gjør det senere er det ofte fordi du trenger kapital ikke fordi du har et fantastisk prosjekt. Ja, fordi hvis du har et fantastisk prosjekt så har du billigere finansieringer. Altså børskapital er jo.

Egenkapital skal jo alltid være dyrt. Har du et superprosjekt så går du heller andre veier for å finn pengene for å ikke å delute (utvanne) aksjonærene. Så går du på børs for å hente penger utenom med introduksjon ja så er det fordi du har trøbbel. Og da er det ikke så kjekt å gå der uansett. Ja, det er vel opplevelser om børs.

M: Hva mener du er hovedmotivasjonen for å gå på børs?

I: Exit for eiere er det veldig typiske. Og spesielt kanskje i et selskap der det er en familie som eier. Typisk tredje generasjon som gjerne har mange forskjellige oppfatninger om hva en burde gjøre videre. Noen ønsker å drive videre, kanskje og jobbe i det. Så gir det en mulighet for at noen kan komme seg ut, mens andre kan vekke seg opp eller evt. og kjøpe ut andre. Så

det er vel for meg ofte det som er det mest naturlige for å gå på børs. Det er sjeldent du bare går for å hente penger. Men det hender nok det og. Men mange argumentere også for at det er for å visualisere verdier.

M: Hvilken endring i evt. eierstrukturen mener du en vil se som følge av en børsnotering?

I: Nei, den blir jo dramatisk, vanligvis, fordi enten går du fra et equity fond eller familie basert struktur. I Tide så hadde vi 49 prosent eierandel. Det er en håpløs situasjon fordi hele markedet ser at du styrer alt for mye, så vi har jo full kontroll i generalforsamlinger og alt. Så for alle praktiske formål styrer du selskapet, men du har ikke full kontroll på selskapet. Så du må jo uansett, mener jeg, vekte det kraftig ned, minimum helst til type 34 prosent eller helst under 34 prosent, som en eiergruppering. Og da blir det jo dramatisk endring for en familie som hadde kontroll.

M: Hvordan tenker du om insentiver i bedriften, blir de påvirket?

I: Nei, det behøver de ikke bli. Her har vi egentlig samme insentiver som vi hadde i både Nutreco og Kvernaland. Mer eller mindre. Du er kanskje litt mer «ryddigere» til å følge de opp. I et børsnoterte selskap, så vil du typisk ha en sånn reemkomite, som er et utvalg ut av styret, som følger opp remuneration til øverste ledelse. Det har du ikke i et familiebasert selskap. Så du får du mer stringente regler på det. Du må tåle en revisjon på det. Det trenger du ikke et familiedrevet privat selskap. Du får nok strammet opp strukturene ganske kraftig. Det er nok å en fordel med å være børsnoterte, du strammer opp hvor mye folk prater, du strammer opp strukturen, du strammer opp systemer. Så en børsnotering har mange positive elementer i forhold til struktur og måten du driver selskapet på. Men jeg var mer på de opplevde forskjellene jeg misliker. Men det er fordeler å være på børs altså. Så eksempelvis nå når vi tok vekk Tide fra børs så har vi sagt at vi vil bevare alle rutinene vi hadde i forbindelse med børs. Vi ville ikke slippe de ned og med tanke på da er det mye enklere å re-introdueres på børs.

M: På hvilken måte tror du informasjonsplikten ville skade bedriften?

I: Nei, når du lever konkurranseutsatt må du for eksempel fortelle hva slags avkastningskrav du har. De fleste kjører mer og mer samme ERP systemer, du har kostnadsbasen som er veldig like. Tar du vår bransje, med offentlige anbud, så bruker de fleste de samme systemer basert på hvordan du legger opp logistikk og bemanningssystemet. Utstyr og bemanning er jo 90 prosent av kostnadene. Hvis du i tillegg offentliggjør hvilket avkastningskrav én har, så da

har du på en måte sagt hvilket tilbud du skal levere. Du har formidlet en ganske sensitiv informasjon til markedet i forhold til hvilken konkurranse utsatte sektor virksomheter operer i.

[REDACTED]

M: Har dere noen andre tanker om andre alternativer til å tilføye kapital.

I: Ja, Equity fond er veldig vanlig i dag. I tillegg er det mye billige penger der ute. Du kan jo selge av eller selge en andel til et Equity fond. Det er jo ikke en unaturlig reise. Det å fusjonere seg opp med noen, og basert på det, lage til en kapitalinjeksjon er også en mulighet. Men du må på en måte fortelle i de fleste tilfellene at du skal ha en exit på et tidspunkt. Og det er ikke mange valg da. Exit, det er børs, salg til fond eller salg til industrielle aktører. Det er de tre veien du kan gå. Et fond kan du selge til i to etapper. Det kan du gjerne også med et industrielt salg. Det samme gjelder for børsnotering. Faktum er at du har solgt selskapet i alle tre scenario. Utover det, så er det bare hvis familien er rik å spørre om de har lyst å putte mer penger i selskapet. Det vil de vanligvis ikke være begeistret for.

M: Har du noen tanker om kostnadene i forbindelse med kostnadene i forbindelse med børsintroduksjoner?

I: Altså hvis du går på børs så er det selskapet selv som dekker kostnadene. Hvis du selger selskapet er det eierskapet som dekker kostnadene. Så det blir en litt annen profil på hvem som dekker kosten. Men det behøver ikke være veldig dyrt å gå på børs. Det handler om å tilrettelegge og få på plass de forskjellige organer. Krever litt mer revisor og andre ting, men gitt at du har alt på plass er ikke selve kosten av å være på børs så stor, om du har en slik størrelse at du kan være der. Jeg mener du må ha en viss størrelse for å være på børs. Det er en utfordring hvis du ikke er attraktiv for institusjonelle investorer. Det er de som driver børsen. Altså pensjonsfond og disse. De store institusjonelle som driver dette. [REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

Har du marked-cap på under halvannen milliard til 2 milliard så bør du kanskje ikke tenke på
børs i det hele tatt, og heller tenkte et annet salg. Tror jeg. Tide var for små til å var på børs.

[REDACTED]

M: Hvorfor trakk dere Tide fra børs?

I: Vi ville ha kontroll på selskapet. Vi hadde en tanke om at enten skulle vi selge ut våre
aksjer eller selge oss ned. Eller så skulle vi kjøpe oss opp. Vi satt med 49 prosent. Det var
deadlock situasjon. Vi var ikke attraktive. Så ble utfordringen at vi opplevde at vi var for små.
Og det vil ta en god stund å både bygge mer størrelse, mer resultat, som gjorde at én kunne gå
for en større marked-cap. Og med 800 mill. i marked-cap så var det en for lang reise. Så vi
valgte å ta de av, foredle det litt selv, for så å evaluere en eventuell ny exit i form av en
børsnotering. Men på et eller annet tidspunkt sier vi at alle våre selskap per definisjon er for
salg. Vi er et holdingselskap. På en gitt tid til en gitt pris.

M: Det er jo dokumentert underprising i forbindelse med børsnotering..

I: Ja, men det skal det jo være! [REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED] Det må
være en opp-side for de som velger å investere i selskapet og kjøper seg inn i en
børsintroduksjonen. Fordi det er forbundet med risiko, bør det være høyere enn, kall det
normal forventet avkastning, når du er med på introduksjonen. For den kan feile. Men hvis det
blir en historikk på at det er mange feiler får du ikke inn de intensjonelle investorene til å bli
med på børs. Fordi du er nødt til å ha ett spredningssalg. Du er nødt til å ha noe som
garanterer for en pris. Og meglerne tar godt betalt for dette.

M: Hva tenker du i form av timingen av markedet?

I: Hva mener du?

T: Markedsforhold

I: Akkurat nå er det jo helt fantastisk, det er jo alltime high på børs osv. Så isolert sett er det en veldig god tid nå. Men hvilken tid det er best vet du jo aldri, du vet bare dagen i dag, så vet du ingenting om fremtiden.

M: sånn som i form av 2-3 år siden?

I: Ja, jeg tror jeg aldri ville gått på børs i det du hadde sånn nedgangstider, og generell pessimisme. Jeg ville gjort det når det var optimisme. Det er det nå, alle snakket om at det nok blir en korreksjon, det blir det jo alltid. Men én bør planlegge det i god tid. Du kan jo gjøre det relativt fort, men jeg tror det er lurt å planlegge i god tid. Sikre at du har gode backoffice rutiner til å håndtere det. Også tror jeg ikke en skal overvurdere børsen. Børsen er jo egentlig bare at du må sikre at du har korrekte budskap, at du har korrekte tall og at du har en plan om hvordan du kommuniserer det markedet.

M: Har du noen andre noen andre synspunkter tilknyttet oppgaven?

I.: Det er jo litt spesielt at i Rogaland at for en del år siden var det noe vi kalte «Rogaland på børs», som da hadde presentasjoner fra Rogalandsvirksomheter som var på børs. Det var jo ganske mange, og nå er det ganske få. Og de fleste har stukket av fra børsen. Det har nok sine grunner, og jeg tror elementer av disse grunnene er å finne i det jeg har sagt nå. Også var jo mye av Rogalands industrien, hvis vi kan kalle det det, relatert til olje og offshore. Så i seg selv var det ikke unaturlig at nå er det få. Også har nok salget til Equity tatt over en ganske stor andel av de som tidligere gikk på børs. Så Equity fond er i forkant av at en familie eller grunder tenker børsintroduksjon.

Så det er nok mange gode grunner til at det er færre relativt sett nå, og også kanskje relativt sett som har gått på børs enn det du finner i andre deler av landet. Men når det er sagt så er det jo egentlig bare Oslo baserte selskap som kjører børs inn. Det er gründer aktivitetene som skjer i distriktene, når det begynner å gå bra og gründeren vil ut, selger én til et fond eller en rikere familie. Og den sitter typisk i Oslo, også er det ut ifra oslomiljøet at en børsintroduserer seg og de skal ha en exit. Jeg finner det naturlig at det skjer. Det jeg synes er dumt er at veldig mye at de pengene som blir frigjort fra børs, eller disse exitene at de ikke nødvendigvis går tilbake til industri og næring, men heller eiendom og finanstransaksjoner.

Nå er det alternativ måter. Jeg tror du nå finner at gründere, la oss si de har generert en 100 millioner eller noe sånt, så har det kanskje brukt sine 20-30 år på dette og brukt døgnet rundt på det. Da har du kanskje lyst til å ta en exit. Det å stå på å ta en 20 år til, for så at ungene skal ta en exit når du selv har ikke har det. Jeg tenker sånn som Kverneland som sa at de bygget opp de nye fabrikkene og ungene ikke fikk noe julepresang, selv om familien utenfor var rik, så skulle alt gå inni virksomheten. Så det å da ta ut når du er på min alder, å få tilbud, og selger da til et fond. Får da 100 mill. Alt for lite å gå på børs med. Du må bygge det opp til en milliard eller to. Hvis du da titter rundt i byen her på de privateide selskapene som kunne hatt en marked-cap stor nok, så er du på Laerdal og DSD. Jeg tror det stopper der. Resten er i utgangspunktet for små i forhold til det jeg sa for en stund siden med det at du ikke er attraktive for institusjonelle investorer. [REDACTED]

T/M: Veldig godt innspill.

I: Har dere snakket med noen som har gått av børs også?

M: Nei

I: [REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]. Børs er egentlig ikke noe annet enn at du etablerer tilgjengelighet for at diverse folk skal kunne kjøpe andeler i selskapet ditt. Men skal du gå der må du akseptere at du slipper kontroll på selskapet tror jeg. For det å sitte å eie 50 prosent eller styre på generalforsamling og alt sånn, da blir du ikke attraktiv for folk. De er opptatt av at du skal være profesjonelle i alle tilnærminger hvis du skal være på børs. Og det er du ikke hvis du selv eier det og så introduserer det på børs. Men si du gjør det bare for å få ut litt penger, men vil beholde kontroll, da har du ikke gjort det skikkelig mener jeg. Så det er et salg.

Intervju Stangeland Gruppen AS

Transkribering av intervju

E: = Egil Bue

M: = Marianne Bjelke-Andersen

T: = Tonje Motland

M: Bakgrunnen for intervjuet er masteroppgaven vår som omhandler hvorfor selskaper i Rogaland ikke går på børs.

M: Kan du fortelle litt om deg selv og din arbeidsoppgaver?

E: Ja, jeg er nå finansdirektør i Stangeland Gruppen. Startet i 1989 som økonomisjef i Stangeland Maskin. Har vært her i snart 30 år, hvert fall 29 år. Når jeg er heldig å jobbe en plass hvor familien bruker mindre penger enn det en tjener, så blir dette med kapitalforvaltning, det har gradvis utviklet seg slik, slik at det i dag, jobber jeg mest med

konsern ting og med familien sin formue, så det er jo så vidt relevant til det dere skal undersøke om etterpåk. Men i Stangeland Gruppen og de selskapene under der, så er det Stangeland maskin og Nordic Crane som går på drift, og vi har samlet det under Stangeland Gruppen, som går på det meste av det som er driftsrelatert, og så har vi ikke det som kalles for forvaltning av formue, som i grunnen, det pleier å tas ut i utbytte eller annen måte. Skiller det ut av gruppen, slik at ikke Stangeland Maskin osv. Vi har sagt at vi ikke skal under 30 prosent egenkapital, men får vi 50 prosent egenkapital, så har ikke driftsselskapene bruk for det, da får eierne forvalte det selv på annen måte. Vi har 20-25 selskap her nå, så vi har en del struktur utenom det som går på Stangeland Gruppen, som jeg regner med du retter deg mot her.

M: Har du noen tidligere erfaring med børsnotering?

E: Nei. Jeg jobbet i bank i 15 år før jeg kom her, og har ikke erfaring med det fra den tiden. Den eneste erfaringen vi har nå, er i forbindelse med investeringer. Men da er du på motsatt side. På investeringssiden. Men har ikke erfaring med det, nei.

M: Synes du det er viktig med børsnoterte selskap i Rogaland?

E: Børsnoterte selskap er et viktig instrument for dem som kan nyttiggjøre seg av det.

M: Hva mener du er hovedmotivasjon for børsnotering?

E: For oss, her i huset, nå er det jo etter Trygve døde, 2. og 3. generasjon som eier selskapet. Det er far og sønn. Så vi kunne kommet i situasjon med generasjonsskifte. Trygve skrev i bedriftsavisen at Stangeland Gruppen ikke skal være et selskap hvor noen sitter på generalforsamlingen og hylter etter utbytte. Det er familiedrevet, og det er det de er interessert i. Internt her fleiper vi om at eierne ser på en gravemaskin akkurat som du ser på en fin jente. Det har noe med den gründer sjelen å gjøre, og det er det som er deres motivasjon.

Så er det jo noen av disse spørsmålene som er, for eksempel dette med rapportering. Dette er ikke noe vi hadde vært bekymret for, fordi det er ikke så mye som er så sensitivt. Men arbeidet med det. Jeg har kollegaer i samme jobb som meg, der det er folk som velger å hoppe av, for det er kjekkere å jobbe med økonomien i den operative driften enn å bare sitte å rapportere.

Kursen blir viktigere enn den beslutningen du ville ha tatt. Og sånn som for huset her er det klart at de tenker langsiktig. Selskapene er ikke til salgs, og da investerer du deretter, med

hjerter og mage. Hvis det var kursen neste måned som var viktigst, så får du en annen måte å forholde deg på.

Og det ser vi. Vi har en del eiendommer som vi leier ut, og en del av disse leies ut til oljeselskaper. Og det er klart at der er mye av beslutninger som blir tatt er kun kortsiktig. «Vi kan ikke, for da ødelegger vi kursen» osv.

M: Hvordan ville dere reagert på endring i eierstrukturen?

E: Hvis vi skulle børsnotert selskapet, så. Det har jo dere satt dere mye mer inn i. Men hvis du da tenker på et selskap som vi har vært med litt i, som investor. Eidesvik. Der har vel familien 67 prosent. Da bruker du markedet imot deg. Du er så store. Du har for liten innflytelse. Så hvis vi her skulle gått for børsnotering, så ser jeg for meg at du måtte gjort det skikkelig, og ikke bare med 20-30 prosent for å si det sånt. Og da river du i denne gründer sjelen. Du mister litt følelsesmessig kontroll over det. Nei, de er for mye gründerere til det.

Men om dette drives videre som det er, så er det klart at neste gang det er generasjonsskifte igjen, så kan det være det at ... Eller på en eller annen måte skulle ha vekst, som er mer enn den organiske veksten. Men der og, familien har ikke, altså vi kunne jo tenkt nasjonalt. Det synes ikke vi er spennende, vi vil heller være «maks Rogaland». Nå jobber vi litt utenfor Rogaland, men det har litt med markedet å gjøre. Når vi får markedet i trynet så må vi tilpasse oss. Å ta jobb der det trengs.

M: Så dere har ikke tanker om ekspansjoner?

E: Ikke nasjonalt. Hvis du først begynner på det. De liker å reise rundt, å ha et forhold til det vi er. For oss, eller hvert fall Stangeland Maskin. Hvis vi tar jobb i Bergen, det er jo mange forskjellige jobber, men for eksempel et byggefelt. Så er det så mange fag, og vi har verkstedene her, og alt, og de forskjellige fagene så skal du begynne å ta ferjer og reise. Og da, vi er blant annet selv ikke redde enten det er utlendinger eller tyskere eller hva det måtte vær. Eller de store nasjonale, for hvis de slår oss, på det vi kaller vår hjemmebane. Da må vi gjøre noe nytt igjen, for da er vi ikke flinke nok. Vi tror ikke der er mange utenforstående som kan slå oss på hjemmebane.

Da vil og oppleve, du kan si, du kan gå ned til en enkel tomt. Den dårlige massen fra tomten skal du tippe en plass. Og hvis vi reiser til Bergen, hvor skal vi tippe den massen. Vi har ikke avtaler på det.

Og hvis vi går over til mobilkranene våre igjen, vi kan ha Europa som marked der, for der er det en mann og en kran som reiser. Men på maskin, er det så mange ting som er involvert i det samme.

Men så har du Veidekke og AF, de store i vår bransje. De også er sånn at de leier mye lokalt, selv om de bygger seg opp på, i grunnen kompetansen til ingeniørene. Men vi har ikke hatt kultur for det, og vi har ikke ambisjoner om det.

M: Har dere tenkt på alternative kilder til finansiering?

E: Nei, det er slik som jeg tidligere har sagt, at heldigvis har de forvaltet og gått for organisk vekst hele veien. Vi har ikke gjort det, eller tenkt det i forbindelse med for å få kapital til driften eller veksten.

Da er det klart at, det måtte vært hvis du ville fordele økonomien i familien på en annen måte, eller gjort det i den forbindelsen. Men har ikke hatt noen reelle planer om det.

T: Så for å oppsummere; hvorfor ikke notering?

E: Eierne liker best å ha kontrollen selv, og ikke minst følelsen av at de gjør det de har mest lyst til. Så er det klart, at det er nok noen investeringer som blir gjort som av og til går mer på følelser og lyst, enn det at det skal være så forbannet økonomisk riktig hele veien. Slik kan en ikke tillate seg hvis en var et børsnotert selskap.

Det ser du jo på de bygningene vi sitter i nå. Eierne mener det at det skaper trivsel for de ansatte. Vi kunne jo klart oss med noen enklere kår, men da tenker de at dette bygget kan vi ha i hundre år. Gleden av å ha det skikkelig, den er større enn å få tak i den siste kronen.

M: Har dere tenkt noe på markedsverdi?

E: Jo, det kunne vært et motiv for notering. Men da vil du jo dempe din egen risiko. Og det er klart at hvis du vil dempe risikoen og heller brukt de pengene på andre type investeringer. Du kan si, at da er jo de plussene og minusene, som vi nettopp har snakket om. Da ville de nok for, det er dette de synes er kjekt, og det er dette de koser seg mest med og føler de kan.

Og hvis vi da skulle tone oss ned der, så hadde du investert i noe annet du hadde mer tro på selv, og per dags dato har det ikke vært aktuelt.

M: Har du noen andre synspunkter for oppgavene?

Hvis jeg tenker kran, så har det litt med dagens rentenivå og gjør og. Fordi, hvis renten hadde vært 10 prosent, så kunne det vært for mange mer aktuelt med notering. Så lenge det har vært tilgang til penger, og penger er billige, så tror jeg at motivene ... Men som jeg har sagt, var renten 10-12 prosent, så tror jeg mange hadde tenkt annerledes på alternative metoder å skaffe seg penger på.