



Catalin Starica och
Jan Marton



Är börsens minskade popularitet ett problem? ■

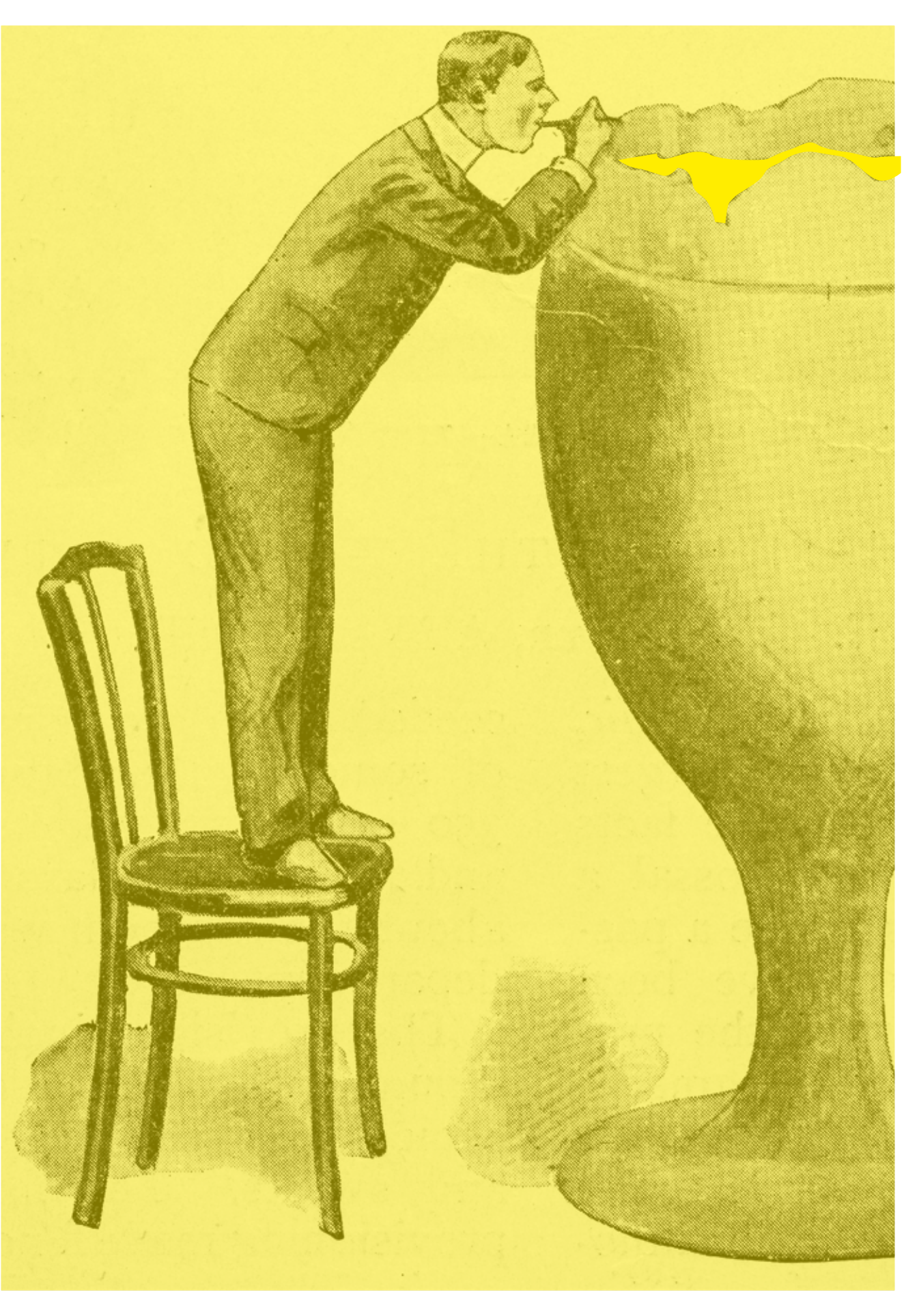
I korthet

Börsens minskade popularitet hänger ihop med svårigheten att redovisa immateriella tillgångar. ■

Under ett år av hög aktivitet på Stockholmsbörsen, med ett antal nya noterade företag, kan det vid en första anblick verka underligt att diskutera skäl till börsens minskade popularitet. Det finns dock under senare decennier en trendmässig nedgång i antalet noterade företag. I USA kulminerade antalet företag 1997 och har sedan dess halverats. Även på Stockholmsbörsen har antalet noterade företag minskat med cirka 50 procent sedan år 2000, justerat för BNP. Det senaste årets ökade intresse för börsnoteringar skapas snarare av tillfälliga effekter (ovanligt låga räntor och brist på alternativa placeringar) än av förändringar i grundläggande ekonomiska strukturer.

Men är det egentligen ett problem om börsens popularitet minskar? Man kan tycka att det är skönt att denna källa till kvartalskapitalism minskar i betydelse. Men det finns flera skäl att oroa sig för en minskad aktivitet på börsen. I den mån det försvårar finansiering av nystartade företag kan Sveriges tillväxt påverkas negativt. Om det i stället är så att finansiering via aktiemarknaden ersätts av privat finansiering (ofta benämnd *private equity*) får det andra negativa följder. Det leder till att investerare som endast har tillgång till börsen – exempelvis privatpersoner och andra mindre investerare – får minskade placeringsmöjligheter. Eftersom det finns mycket information om noterade företag, både via deras egen redovisning och genom att de uppmärksammas i media, innebär en övergång till privat finansiering också att transparensen i näringslivet minskar.

En ytterligare effekt av privat finansiering är en koncentration av ekonomisk makt och välstånd till färre aktörer. Detta kan leda till ökade monopolistiska tendenser, särskilt när företag som redan har en monopolliknande situation startar riskkapitalbolag. Denna tendens är redan tydlig i USA,



där exempelvis Google Ventures är en av de mest aktiva investerarna i nystartade högteknologiska företag. Både minskad transparens och ökad koncentration kan leda till ett minskat politiskt stöd för näringslivet genom att allmänhetens förtroende för det minskar, vilket i sin tur kan resultera i minskad tillväxt.

För att kunna göra något åt situationen är det viktigt att förstå vilka mekanismer som driver den aktuella utvecklingen. Företag som behöver finansiering kan använda olika källor, exempelvis aktiemarknaden, privata investerare i aktier utanför börsen och lån. Nyare företag, särskilt i högteknologiska branscher, har ofta svårt att få lån på grund av hög osäkerhet om framtida avkastning. Då återstår finansiering via ägande (aktier), antingen på en marknad (börs) eller via privata investerare.



Både minskad transparens och ökad koncentration kan leda till ett minskat politiskt stöd för näringslivet”

Under de senaste decennierna har alltså andelen finansiering via börsen minskat, medan andelen finansiering via privata investerare ökat. Det gäller särskilt för unga och nystartade företag. Samtidigt har betydelsen av materiella tillgångar minskat i ekonomin, medan betydelsen av immateriella tillgångar har ökat. Jämfört med privata investerare utmärks notering på en börs av höga kostnader för att uppfylla olika regelverk och att all information som företaget lämnar till investerare blir

offentlig. Nystartade och unga företag kan vara särskilt känsliga för höga regleringskostnader. I den mån deras affärsmodell bygger på investering i immateriella tillgångar (såsom i it-företag och teknikföretag) kan dessutom offentliggörande av information vara ett problem. Immateriella tillgångar har två egenskaper som kan göra dem olämpliga för offentlig informationsgivning till investerare: kopierbarhet och komplementaritet.

Immateriella tillgångar, exempelvis kunskap eller digital kod, kan med lätthet kopieras. Det skiljer dem från materiella tillgångar, som är unika: om någon har kontroll över en maskin eller en fastighet kan inte någon annan samtidigt använda samma tillgång. Denna kopierbarhet har lett till stora och väl kända utmaningar för branscher som baserar sin affärsmodell på immateriella rättigheter, såsom musikbranschen. Ett nystartat företag som utvecklar kopierbara immate-



riella tillgångar har starka incitament att inte offentliggöra detaljer om sina tillgångar till en stor grupp investerare på börsen. Däremot är det oproblematiskt att dela information med en liten grupp privata investerare som själva har incitament att inte vidarebefordra informationen. Utvecklingen på börsen stöder detta resonemang. Exempelvis it-företag har inga problem att vara på börsen när de är så etablerade att de dominerar sin marknad och därigenom får en monopolliknande ställning. Kända exempel är Facebook och Googles ägarbolag Alphabet, som båda är noterade. De har i och för sig kopierbara affärsmodeller, men de är genom sin dominans svåra att utmana.

Vissa immateriella tillgångars komplementaritet (vilket innebär att de endast är användbara i kombination med andra tillgångar) gör att tillgångarnas värde kan bli svåra att kom-



Forskning i redovisning har länge pekat på att ökningen av immateriella tillgångar försämrar redovisningens användbarhet för aktiemarknaden”

municera via offentlig informationsgivning. I stället kommuniceras de med fördel till några få privata investerare, där företagsledning och investerare kan ha en kontinuerlig dialog med betydande informationsutbyte. Då möjliggörs en ”poolning” av resurser, där det nystartade företaget har produktrelaterade idéer och privata investerare har både kapital och marknadskunskap. Privata investerare har möjlighet att bli betydligt djupare involverade i det nystartade företaget än vad investerare på en marknad normalt har, till fördel för båda parter. Fenomenet stärks av att börsernas tillsynsmyndigheter i syfte att undvika insiderhandel inte tillåter fördjupad kommunikation med vissa investerare. I stället måste den kommunikation som noterade företag offentliggör vara tillgänglig samtidigt för alla investerare.

Det finns med andra ord goda teoretiska förklaringar till börsens minskade betydelse som finansieringskälla för nystartade företag. Frågan är om dessa förklaringar står sig i verkligheten. Här finns det anledning att se på den stora mängd data som finns tillgänglig när det gäller finansiella marknader.

Forskning i redovisning har länge pekat på att ökningen av immateriella tillgångar försämrar redovisningens användbarhet för aktiemarknaden. Det som redovisningen framför

allt bidrar med är att göra om kassaflöden till redovisade resultat via periodiseringar. En försämrad användbarhet hos redovisningen borde därför visa sig som en relativ minskning av användbarhet för redovisade resultat jämfört med användbarhet för kassaflöden. Och mycket riktigt visar det sig att redovisningens användbarhet minskar över tid och att det finns en tydlig skillnad mellan högteknologiska och lågteknologiska företag. För lågteknologiska företag är det en begränsad och gradvis minskning av redovisningens användbarhet under perioden 1990–2020. För högteknologiska företag är det en markant minskning: under 1990-talet var redovisat resultat mer användbart än kassaflöden, medan det motsatta gällde under 2010-talet. Det ger empiriskt stöd för att redovisningens relevans minskar för företag med ökande immateriella tillgångar, det vill säga högteknologiska företag.

Men sambandet är inte fullt så enkelt. Det är exempelvis möjligt att titta på andra redovisade resultatmått än årets resultat, det vill säga det som står längst ner på resultaträkning. Ett annat resultatmått, det så kallade EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization), blir inte mindre användbart över tid. Det är konsekvent mer användbart än kassaflöden under hela perioden 1990–2020, och detta gäller för både hög- och lågteknologiska företag. Det innebär att man kan se olika effekter beroende på vilka mått i resultaträkningen som fokuseras. Olika slags periodiseringar i redovisningen ger med andra ord olika mycket relevans ur ett aktiemarknadsperspektiv.

Vare sig man ser börsens relativt minskade betydelse som önskvärd eller inte tillför forskningen användbar kunskap. Policyimplikationen är att kunskapen kan ligga till grund för åtgärder som förstärker eller försvagar den pågående utvecklingen. Vi vet att börsens minskade roll kan kopplas till branscher där immateriella tillgångar är betydelsefulla. Vi kan också se hur redovisningen har svårigheter att ge relevant information om sådana tillgångar. Samtidigt är det en tydlig signal till dem som utvecklar redovisningsregler att det framför allt är vissa typer av periodiseringar (det vill säga redovisningsområden) som gör redovisningen mindre användbar för företag med stora immateriella tillgångar. ■

Om författarna

Catalin Starica är professor vid Neuchâtel University, Schweiz. Hans utbildning är inom sannolikhetslära. Hans aktuella forskning handlar om kvantitativ metodutveckling inom redovisning och relationen mellan redovisningsinformation och aktiekurser.

Jan Marton är docent i företagsekonomi med inriktning extern redovisning vid Handels-högskolan, Göteborgs universitet. Hans senaste forskning handlar om användning av nya statistiska metoder och maskininläring för att studera hur redovisning används på aktiemarknader. ■

Litteratur

- Doidge, C., Kahle, K.M., Karolyi, G.A. & Stulz, R.M. (2018). Eclipse of the public corporation or eclipse of the public markets? *Journal of Applied Corporate Finance*, 30(1), s. 8–16.
- Lev, B. & Zarowin, P. (1999). The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting Research*, 37(2), s. 353–385.
- Marton, J. & Starica, C. (2021). *Do accruals render earnings more informative than cash flows?* Working paper.
- Srivastava, A. (2014). Why have measures of earnings quality changed over time? *Journal of Accounting and Economics*, 57(2–3), s. 196–217.