

SNF-RAPPORT NR. 72/00

KAPITALNETTVERK FOR SMÅ OG MELLOMSTORE BEDRIFTER

av

**Kjell Henry Knivsflå
Linda Rud
Frode Sættem**

PROGRAMOMRÅDET TELEØKONOMI

Denne publikasjonen inngår i en serie arbeidsnotater og rapporter om teleøkonomi fra Stiftelsen for samfunns- og næringslivsforskning (SNF). Hovedmåsetingen med SNFs forskningsprogram om teleøkonomi er å studere teleindustriens reguleringsprosess, og de økonomiske og organisatoriske konsekvenser av endringer i marked, teknologi og regulering. Programmet, som startet i 1992, er nå i sin tredje periode som varer frem til årsskiftet 2001/2002. Forskningsprogrammet er forankret i Senter for økonomisk politikk, Senter for energi og industriell økonomi, Senter for strategi og ledelse og Senter for finansiell økonomi ved SNF. Programmet er finansiert av Telenor AS.

SNF- prosjekt nr.: 7855 "Forretningsmessig tenesteyting i informasjonsnettverk"
Prosjektet er finansiert av Telenor.

**STIFTELSEN FOR SAMFUNNS- OG NÆRINGSLIVSFORSKNING
BERGEN, OKTOBER 2000**

© Dette eksemplar er fremstilt etter avtale med KOPINOR, Stenergate 1, 0050 Oslo. Ytterligere eksemplarfremstilling uten avtale og i strid med åndsverkloven er straffbart og kan medføre erstatningsansvar.

ISBN 82-491-0104-9
ISSN 0803-4036

FORORD

Kapitalnettverk er vidt definert kontaktnett der bedrifter med behov for kapital kan komme i kontakt med personer og bedrifter med behov for å plassere kapital. Kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter er i dag preget av problemer med tilgang på risikovillig kapital, i alle fall i segmenter av dette markedet. Etablering av kapitalnettverk er foreslått som et tiltak for å bedre finansieringssituasjonen i dette markedet. Rapporten drøfter i hvilken grad et kapitalnettverk kan bidra til å effektivisere kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter, se på mulig form og oppbyggingen, samt å drøfte vilkår for at et kapitalnettverk skal være levedyktig.

Prosjektet inngår i Teleforskningsprogrammet ved SNF og er finansiert av Telenor. Prosjektleder er førsteamanuensis Kjell Henry Knivsfå, og prosjektmedarbeidere førsteamanuensis Frode Sættem og forsker Linda Rud. Rapporten er skrevet av Linda Rud. I tilknytning til prosjektet har en i forbindelse med underlagsmateriale brukt studenter i siviløkonomstudiet, der studentene har blitt veiledet spesielt med tanke på dette prosjektet. Siviløkonomoppgaver knyttet til prosjektet er:

- Lasse Iversen og Jan Erik Løvik (vår 1999): Innovasjonsmarknaden – Konsept og Handlekostnader
- Børge Nordvold og Christian Stangeland (vår 1999): Innovasjonsmarkedet – En ny og effektiv markeds plass?
- Snorre Gangaune og Rikard Søreng (vår 1999): Internett og aksjehandel – En studie av utviklingen.
- Stener Chr. Sælebakke (vår 1999): Bransjeanalyse og vurdering av prisutviklingen på internettelskaper
- Anders Bugge-Mahrt (høst 1998): Børshandel på Internett. Hva kan handel på Internett medføre for det norske aksjemarkedet?

INNHold

1	INNLEDNING	1
2	KAPITALMARKEDET FOR SMÅ OG MELLOMSTORE BEDRIFTER	4
2.1	KAPITALMARKEDER: OPPGAVER OG MULIGE IMPERFEKSJONER.....	5
2.2	ASYMMETRISK INFORMASJON OG LIKVIDITETSPROBLEMER	9
2.3	NOEN KONSEKVENSER AV INFORMASJONSASYMMETRI OG LIKVIDITETSPROBLEMER	12
2.4	TILTAK FOR Å STIMULERE INVESTERINGER I SMÅ OG MELLOMSTORE BEDRIFTER	20
3	SPØRREUNDERSØKELSE: INVESTORER I SMÅ OG MELLOMSTORE BEDRIFTER	25
3.1	RESPONDENTER – KARAKTERISTIKA	26
3.2	ERFARINGER MED HANDEL I IKKE-BØRSNOTERTE SELSKAP	28
3.3	INVESTORENES HOLDNINGER TIL INNOVASJONSMARKEDET	35
3.4	OPPSUMMERING	39
4	NETTHANDEL PÅ BØRS: GENERELLE UTVIKLINGSTREKK	42
4.1	ELEKTRONISKE BØRSER	42
4.2	NETTMEGLERE – TYPER OG UTVIKLING.....	44
4.3	SIKKERHETSASPEKTER.....	49
4.4	KONKURRERENDE OMSETNINGSFORMER	50
4.5	LÆRDOM FOR KAPITALMARKEDET FOR SMÅ OG MELLOMSTORE BEDRIFTER?	52
5	INNOVASJONSMARKEDET I SVERIGE OG NORGE	54
5.1	SBI OG IM I SVERIGE	54
5.2	INNOVASJONSMARKEDET ASA, NORGE	62
6	KAPITALNETTVERK FOR SMÅ OG MELLOMSTORE BEDRIFTER: BETRAKTNINGER OMKRING MARKEDSDESIGN	70
6.1	LIKVIDITET – ET MÅL PÅ MARKEDETS EFFEKTIVITET	70
6.2	OMSETNINGSMEKANISME.....	77
6.3	MARKEDETS TRANSPARENS.....	83
6.4	MARKEDETS INTEGRITET OG KRAV TIL NOTERTE SELSKAPER	85
6.5	OPPSUMMERING	86
7	KAPITALNETTVERK FOR SMÅ OG MELLOMSTORE BEDRIFTER?	87
	REFERANSER	97
	APPENDIKS: EN ANALYSE AV HANDLEKOSTNADER PÅ IM-MARKNADEN	100

SAMMENDRAG

Kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter er i dag preget av problemer med tilgang på risikovillig kapital, i alle fall i segmenter av dette markedet. Formålet med denne rapporten er å drøfte i hvilken grad et kapitalnettverk kan bidra til å effektivisere kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter, se på mulig form og oppbygging, samt å drøfte vilkår for at et kapitalnettverk skal være levedyktig.

Utgangspunktet vårt er en gjennomgang av problemer i kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter. Informasjonsproblemer og problemer med likviditet og annenhåndsomsetning blir fremholdt som viktige underliggende problemer i markedet. Konsekvenser av dette har vært redusert tilgang på kapital og høye kapitalkostnader, og en tilpasning i markedet med en høy grad av gjeldsfinansiering og en sterk kobling mellom eiere og ledere. Etablering av et kapitalnettverk for små og mellomstore bedrifter blir her foreslått som et tiltak for å effektivisere kapitalmarkedet, gjennom å bedre likviditet og informasjonsspredning. Kapitalnettverk er vidt definert et organisert og formelt kontaktnett der bedrifter med behov for kapital kan komme i kontakt med personer og bedrifter med behov for å plassere kapital.

Fokus er på kapitalnettverk basert på Internett og ny teknologi. Utviklingen i informasjonsteknologi generelt og Internett spesielt, har nå gjort det mulig å etablere desentraliserte kapitalnettverk til en lav kostnad. Rapporten ser på generelle utviklingstrekk mht. elektroniske handlesystem og netthandel på børs, og drøfter dette i relasjon til kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter. Tema som tas opp er bruk av elektronisk handlesystemer, utviklingen mht. nettmeglere og strukturendringer som følge av dette. Rapporten tar også for seg erfaringer med etablering av organisert, elektronisk handel i aksjer i små og mellomstore bedrifter.

Med utgangspunkt i ønske om god likviditet drøfter rapporten viktige elementer vedrørende markedsdesign, spesielt mht. hvordan et organisert, elektronisk kapitalnettverk for små og mellomstore bedrifter bør utformes for å sikre at brukerne, både bedriftene og investorene, ser seg tjent med nettverket. Dette relaterer seg både til utforming av omsetningsmekanismen med valg av klareringssystem og informasjonsformidling gjennom handleprosessen, samt regelverk for å sikre markedets integritet. Teorien og drøftingen representerer på mange måter nødvendige betingelser for å oppnå likviditet i markedet, men representerer ikke nødvendigvis tilstrekkelige betingelser for å oppnå likviditet. Avslutningsvis drøftes ytterligere forhold knyttet til potensialet for et levedyktig kapitalnettverk for små og mellomstore bedrifter. Viktige spørsmål er knyttet til fremveksten av slike kapitalnettverk og kapitalnettverkets bidrag til løsning av informasjonsproblemene i markedet. Dette knytter seg både til interesse fra potensielle investorer, men også interesse fra de egenkapitalsøkende bedriftene selv. Kapitlet drøfter suksessfaktorer og problemer knyttet til likviditet i en oppstartsfasen, samt forhold knyttet til de grunnleggende informasjonsproblemene i markedet. Til slutt oppsummeres ulike løsninger knyttet både til et formelt organisert transaksjonsbasert kapitalnettverk og til rene informasjonsbaserte kapitalnettverk.

1 INNLEDNING

Kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter synes i dag å være preget av problemer med tilgang på risikovillig kapital. Etablering av kapitalnettverk er foreslått som et tiltak for å bedre finansieringssituasjonen i dette markedet. Formålet med denne rapporten er å drøfte i hvilken grad et kapitalnettverk kan bidra til å effektivisere kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter, se på mulig form og oppbygging, samt å drøfte vilkår for at et kapitalnettverk skal være levedyktig.

Utgangspunktet vårt er en gjennomgang av problemene i kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter, noe som er tema i kapittel 2. Kapittel 3 belyser markedet ytterligere gjennom en spørreundersøkelse om norske investorers erfaringer med handel i unoterte aksjer i små og mellomstore bedrifter. Informasjonsproblemer og problemer med likviditet og annenhåndsomsetning blir fremholdt som viktige underliggende problemer i markedet. Konsekvenser har vært redusert tilgang på kapital og høye kapitalkostnader, og en tilpasning i markedet med en høy grad av gjeldsfinansiering og en sterk kobling mellom eiere og ledere. Etablering av et kapitalnettverk for små og mellomstore bedrifter blir her foreslått som et tiltak for å effektivisere kapitalmarkedet, gjennom å bedre likviditet og informasjonsspredning.

Kapitalnettverk er vidt definert et organisert og formelt kontaktnett der bedrifter med behov for kapital kan komme i kontakt med personer og bedrifter med behov for å plassere kapital. Denne definisjonen er svært vid og fordrer en nærmere presisering. Denne er sammenfattet i figur 1. I det tradisjonelle kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter, punkt (a) i figuren, skjer både transaksjonsinngåelse og informasjonsinnhenting på privat, uformell basis. Unntak er ulike former for kursrapportering gjennom bl.a. meglerlister, og tiltak i den senere tid med etablering av ulike former av kapitalnettverk. Slik vi definerer begrepet kapitalnettverk favner det i det ene ytterpunktet, organiserte handelsplasser som en børs, punkt (b) i figuren, der transaksjoner inngås på markedsplassen, og i det andre ytterpunktet et organisert/formelt informasjonsnettverk med spredning av informasjon, punkt (c) i figuren, der investorene kan oppnå kontakt med hverandre, men der handel skjer bilateralt utenfor kapitalnettverket. Figur 1 illustrerer også en ytterligere presisering, der vi skiller mellom etablert teknologi, og ny Internettbasert teknologi. Grunnet den kostnadseffektive løsning den nye teknologien representerer, har vi holdt fokus på dette, dvs. punktene (b) og (c), og går i rapporten ikke inn på eventuelle løsninger basert på annen teknologi (de skraverte feltene).

Figur 1. Organisering av kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter: Kapitalnettverk og dagens organisering.

		Etablert teknologi	Internettbasert teknologi
Uorganisert marked	Bilaterale transaksjoner og privat informasjonsinnhenting	(a)	
Kapitalnettverk	Organisert transaksjonsmarked (børs)		(b)
	Organisert informasjonsnettverk, private bilaterale transaksjoner		(c)

Utviklingen i informasjonsteknologi generelt, og Internett spesielt, har nå gjort det mulig å etablere desentraliserte kapitalnettverk til en lav kostnad. Kapittel 4 ser på generelle utviklingstrekk i børsmarkedene, og drøfter dette i relasjon til kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter. Utviklingen har allerede medført gjennomgripende forandringer for organisert børshandel. Børsene har effektivisert ved å ta i bruk elektroniske handelssystem. Dette har også skapt det teknologiske grunnlag for å etablere en kostnadseffektiv handleplass for aksjer i små og mellomstore bedrifter. Internett og overgangen til elektroniske handelssystem har bidratt til en formidabel økning i bruken av nettmeglere. I prinsippet muliggjør teknologien også direkte registrering av ordre, uten mellomledd. Utviklingen synes også å medføre en strukturendring, der tradisjonelle børser møter sterkere konkurranse fra elektroniske og etter hvert digitale kapitalnettverk. På den ene side synes dette å innebære en form for fragmentering av børsmarkedene, og på den annen side en sentralisering ved at det tvinger frem samarbeid og fusjoner mellom børser.

Kapittel 5 tar for seg erfaringer med etablering av organisert, elektronisk handel i aksjer i små og mellomstore bedrifter. Tanken om et kapitalnettverk for små og mellomstore bedrifter er ikke ny. IM InnovationsMarknaden AB opprettet i Sverige 1994, og InnovasjonsMarkedet ASA opprettet i Norge 1998 ble etablert som elektroniske handleplasser for første- og annenhåndsomsetning av aksjer i små og mellomstore vekstbedrifter. Her ser vi på oppbygging og utviklingen i disse markedene, der IM InnovationsMarknaden nå er fusjonert med SBI, og InnovasjonsMarkedet i Norge erfarer dårlig likviditet, og har per juli 2000 stanset handelen. Med utgangspunkt i et ønske om god likviditet og lave handlekostnader, drøfter kapittel 6 viktige elementer i markedsdesign mht. hvordan et organisert, elektronisk kapitalnettverk for små og mellomstore bedrifter bør utformes for å sikre at brukerne, både bedriftene og

investorene ser seg tjent med nettverket. Dette relaterer seg både til utforming av omsetningsmekanismen, med valg av klareringssystem og informasjonsformidling gjennom handleprosessen, samt regelverk for å sikre markedets integritet.

Teorien og drøftingen representerer på mange måter nødvendige betingelser for å oppnå likviditet i markedet, men representerer ikke nødvendigvis tilstrekkelige betingelser for å oppnå likviditet. Kapittel 7 drøfter ytterligere forhold knyttet til potensialet for et levedyktig kapitalnettverk for små og mellomstore bedrifter. Kapitlet oppsummerer og trekker på de forutgående kapitlenes innsikt om erfaringer i organiserte børsmarkeder og kapitalnettverk i kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter. Kapitalnettverk synes i utgangspunktet å være et egnet og samfunnsøkonomisk effektivt hjelpemiddel for å skaffe risikovillig kapital til mindre bedrifter. Et viktig spørsmål i så henseende er knyttet til fremveksten av slike kapitalnettverk, og om et slikt marked vil være levedyktig på sikt. Dette knytter seg både til interesse fra potensielle investorer og dermed potensiale for likviditet i bedrifter notert på et marked, men også interesse fra de egenkapitalsøkende bedriftene selv. Kapitlet drøfter suksessfaktorer og problemer knyttet til likviditet i en oppstartsfasen, samt forhold knyttet til de grunnleggende informasjonsproblemer i markedet. Til slutt oppsummeres ulike løsninger knyttet til både til et formelt, organisert transaksjonsbasert kapitalnettverk og til rene informasjonsbaserte kapitalnettverk.

2 KAPITALMARKEDET FOR SMÅ OG MELLOMSTORE BEDRIFTER

Kapitalmarkedets hovedoppgave er å bidra til en mer effektiv allokering av kapital og risiko i samfunnet. For større bedrifter notert på et organisert aksjemarked, og for større mellomstore bedrifter notert for eksempel på SMB-listen på Oslo Børs, legger aksjemarkedet grunnlaget for likviditet i omsetningen av aksjen. For investorene innebærer dette bl.a. muligheter for diversifisering, likvid annenhåndsomsetning, og tilgang til markedsbasert informasjon gjennom priser og omsetningssystemet. For bedriftene innebærer likviditet at de står overfor markedets risikojusterte avkastningskrav ved emisjoner, og dermed en tilgang på egenkapital på betingelser i samsvar med markedets vurdering av bedriftens risiko og lønnsomhet.

For små og mellomstore bedrifter møter vi imidlertid ikke et like organisert og velfungerende kapitalmarked. En registrerer lav tilgang på egenkapital og høye avkastningskrav. Hovedtyngden av norske bedrifter befinner seg innen denne sektoren. En underinvestering i små og mellomstore bedrifter kan i prinsippet gi ringvirkninger og påvirke økonomiens utviklingstakt og ha implikasjoner for industristruktur, sysselsetting og det generelle velferdsnivå. En effektivisering av kapitalmarkedet for denne sektoren kan innebære betydelige samfunnsøkonomiske gevinster. Vi tror at vesentlige årsaker til dagens situasjon er mangelen på et velfungerende kapitalmarked for denne sektoren, sammen med problemer knyttet til informasjonsforskjeller mellom bedrift og marked.

Dette kapitlet drøfter problemer knyttet til kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter. Behandlingen bygger i stor grad på Johnsen & Sættem (1996) og Høegh-Krohn (1996), førstnevnte som tar for seg kapitalmarked og eierskap generelt, og sistnevnte som fokuserer på investors adferd i kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter. Avsnitt 2.1 redegjør for et kapitalmarkeds oppgaver samt mulige kilder til imperfeksjoner. Avsnitt 2.2 drøfter årsaker til asymmetrisk informasjon og likviditetsproblemer i kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter. Avsnitt 2.3 ser på hvilke konsekvenser disse problemene har hatt for markedets tilpasning. Avsnitt 2.4 ser først kort på tidligere tiltak i markedet, knyttet til bl.a. venturekapital og offentlige investerings- og støtteordninger, og stiller deretter spørsmålet om kapitalnettverk kan være et egnet tiltak for å bedre effektiviteten i kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter.

2.1 KAPITALMARKEDER: OPPGAVER OG MULIGE IMPERFEKSJONER

Handel i verdipapirer kan i prinsippet skje i mer eller mindre organiserte markeder, med uorganisert omsetning av aksjer i mindre bedrifter som et ytterpunkt, og organiserte markeder som Oslo Børs, som et annet ytterpunkt. Dette spekteret kan beskrives som følger:

Et *direkte-søk marked* er det minst organiserte markedet. Her må kjøper og selger finne hverandre direkte. Transaksjonskostnadene kan bli relativt store dersom det er vanskelig å finne motparter. Kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter fungerer på mange måter som et direkte-søk marked.

I et *broker-marked* er handelen med enkelte varer så regelmessig at det er lønnsomt for en agent å spesialisere seg på å finne kjøpere og selgere for varene. Et eksempel på dette kan være eiendomsmarkedet. Skalafordelene i dette markedet gjør at det blir lønnsomt at agentene får betalt for å drive søk for sine kunder. Agentene i disse markedene har også gjerne spesiell kunnskap om verdsettelse av de varene som blir handlet. Et viktig investeringsmarked av denne typen er primærmarkedet for aksjer. I primærmarkedet omsettes aksjer til publikum for første gang. Aksjemeglere eller investeringsbanker søker her etter kunder som kan kjøpe nyutstedte aksjer. Et annet investeringsmarked av denne typen er det såkalte blokkmarkedet. I blokkmarkedet selges store blokker av aksjer; blokker som vanligvis er så store at det ikke er lønnsomt å selge dem på en børs hvor investorene vanligvis er små.

Dealer-markeder oppstår når handelen med enkelte aktiva øker. Dealeren spesialisere seg på enkelte aktiva. Han kjøper aktiva, har dem på konto og selger dem med fortjeneste. Forskjellen mellom en dealer og en broker er at dealeren kjøper aktivaene for egen regning. Profitten kommer fra bid-ask spreaden. Dealere sparer handlere for søkekostnader i og med at gjeldende pris oppgis hos hver enkelt dealer. Det kreves mye markedsaktivitet for at det skal være lønnsomt å være en dealer. Et eksempel på et dealer-marked er handel over disk med allerede utstedte verdipapirer i det såkalte sekundærmarkedet.

I et *auksjonsmarked* møtes alle som ønsker å tilby eller etterspørre et aktiva. Oslo børs er som nevnt et eksempel på et slik auksjonsmarked. Fordelen med et

auksjonsmarked er at man ikke trenger å søke for å finne den beste prisen på et aktiva. Auksjonsmarkedet trenger god likviditet for at kostnaden ved å opprettholde markedet skal være rettferdiggjort. Det er bl.a. derfor børsene stiller krav om at det må være tilstrekkelig interesse for et selskap som skal noteres.

Organiserte kapitalmarkeder er bygget opp omkring varianter av de tre siste markedsformene, med variasjoner med hensyn til oppbygging av auksjon og bruk av meglere og market-makers.

Kapitalmarkedets oppgaver

Kapitalmarkedets hovedoppgave er å bidra til økt verdiskapning gjennom å bedre allokeringen av kapital og risiko mellom ulike aktører i økonomien. For bedriften innebærer et velfungerende kapitalmarked kort sagt tilgang på kapital til markedsbestemte betingelser i samsvar med avkastning og risiko. Organiserte kapitalmarkeder forventes å løse en rekke viktige samfunnsoppgaver, jfr. Johnsen & Sættem (1996):

Kapitalmarkedsfunksjonen: Dette innebærer at kapital og risikovilje blir kanalisert og resirkulert mellom investorer og bedrifter/prosjekter. Dette foregår både i primær- og sekundærmarkedet, dvs. både gjennom emisjoner og gjennom omsetning av eksisterende aksjer. I et velfungerende kapitalmarked vil selskapene stå overfor det samme risikojusterte avkastningskravet. Dette bidrar til en optimal allokering av kapital, ettersom kapitalen vil tilflyte de selskaper som gir best avkastning i forhold til markedsrisikoen.

Markedsovervåkning og "renovasjon": Gjennom markedet blir bedriftens lønnsomhet og ledelse vurdert, og knappe ressurser blir forsøkt allokert der ressursbruken er mest effektiv. Børsen tilfører på denne måten markedsovervåkning av selskapenes ressursbruk og ledelsens dyktighet. Slik vil markedet også "straffe" dårlig ledelse/lønnsomhet ved at aktørene trekker sine finansinvesteringer ut av ulønnsomme selskaper, og "belønner" god ledelse/lønnsomhet ved at investorene øker sine investeringer i de mest lønnsomme bedriftene. Denne renovasjonsmekanismen underbygger børsens rolle som allokeringmekanisme av ressurser og velferd i økonomien.

Likviditetsfunksjonen: Gjennom organisering i et kapitalmarked omgjøres lite likvide realinvesteringer til likvide finansinvesteringer. Investor vil i et mer likvid marked kreve en lavere likviditetspremie, noe som fører til at selskapene blir stilt ovenfor en lavere kapitalkostnad og kan gjennomføre investeringer med lavere rentabilitet. Videre vil investor kunne tilpasse sitt konsum ved kjøp og salg av aksjer og blir mindre avhengig av utbytte. Selskapene kan derfor finansiere en større del av sitt kapitalbehov med tilbakeholdt overskudd.

Diversifisering: Gjennom et organisert kapitalmarkedet kan investor spre sin investering på flere aktiva, og derved redusere sin risiko. En veldiversifisert investor vil bare kreve kompensasjon for markeds- eller konjunkturrisiko. Siden en slik investor ikke krever kompensasjon for selskapsspesifikk risiko, vil kapitalavkastningskravet overfor selskapet reduseres, noe som vil stimulere til investeringer og vekst i selskapene. Diversifiseringsmuligheten åpner også for at selskapene kan rendyrke komparative fortrinn, siden eierne sprer risikoen selv.

Informasjon formidlet gjennom markedspriser: Pris på bruk av risikokapital fastsettes på grunnlag av løpende, markedsbestemt verdsettelse. I et marked desentraliseres vurderingsprosessen. I et marked vil det være mange profesjonelle aktører, disse vil hver for seg verdsette de noterte selskapene. Vurderinger skjer både ved emisjoner og gjennom løpende prising av eksisterende aksjer, og gjenspeiles i markedsprisene som dannes.

I en perfekt økonomi vil alle aktører uavhengig av størrelse stå ovenfor det samme markedsrisikojusterte kapitalavkastningskravet. Her gjelder symmetrisk informasjon, fravær av markedsrett, realøkonomiske disposisjoner uavhengig av finansiering, nøytral skatt, lik rente og god likviditet. Prinsipielt vil brudd på disse forutsetningene være kilder til imperfeksjoner i kapitalmarkedene. Små og mellomstore bedrifter opererer i et marked preget av dårlig likviditet og tilgang på egenkapital som ikke er i samsvar med bedriftens risiko og avkastning. I relasjonen til små og mellomstore bedrifter synes det være to grunnleggende, men gjensidig virkende, problemstillinger når man beveger seg inn i markedet for risikokapital, henholdsvis asymmetrisk informasjon og dårlig likviditet. Vi definerer her først problemstillingene generelt, mens påfølgende avsnitt drøfter imperfeksjonene mer spesielt knyttet til situasjonen for små og mellomstore bedrifter.

Informasjonsskjevheter

Det organiserte aksjemarkedet bygger på en klar arbeidsdeling mellom ledelse og eiere, der eierne er profesjonelle kapitalforvaltere som har engasjert en profesjonell ledelse for selskapet. Denne markedsmodellen rendyrker kun ett aspekt ved investorrollen, nemlig hvordan avkastningskravet skal fastsettes, gitt at selskapets lønnsomhet er kjent. Dette forutsetter imidlertid et visst felles informasjonsgrunnlag. Et grunnleggende problem er knyttet til skjevheter i fordelingen av informasjon mellom aktører, kalt asymmetrisk informasjon. Asymmetrisk informasjon innebærer at enkelte investorer har systematisk dårligere informasjon om selskapet enn andre investorgrupper/selskapets ledelse. Slike informasjonsskjevheter kan ha både direkte virkninger kalt «ugunstig seleksjon» (adverse selection), og indirekte virkninger, kalt «moralsk hasard» (moral hazard):

Ugunstig seleksjon: Med dårlig informasjon om bedriften klarer investorer ikke å skille mellom gode og dårlige prosjekter, og denne usikkerheten leder til at investorene vil forlange en risikopremie for å investere, eller sogar velge å avstå fra å tilføre bedriften risikokapital. Ugunstig seleksjon kan dermed lede til høye avkastningskrav og redusert kapitaltilførsel.

Moral hasard: Separasjon mellom eierskap (prinsipal) og ledelse (agent) kan lede til situasjoner hvor ledelsen ikke nødvendigvis ivaretar interessene til de eksterne eierne. Prinsipal-agent problemstillingen har i stor grad sitt opphav i informasjonsasymmetrien mellom ledelse og investor. Siden ledelsen utøver driften, vil den kunne skjule sine handlinger for kreditorene og passive investorer. Dette gir ledelsen rom for å ivareta egne interesser på bekostning av eierne, samtidig som dette representerer et generelt effektivitetsproblem.

Problemer med asymmetrisk informasjon eksisterer i utgangspunktet for alle bedrifter, uavhengig av størrelse. Prinsipal-agent problemer kan til en viss grad bedres ved å skape incentivstrukturer som kan øke interessefellesskapet mellom ledelse/eiere og eksterne investorer. Utover dette vil løsninger på problemene ofte være å bedre tilgangen av informasjon til markedet. Ulike forhold, knyttet til bl.a. kostnader ved informasjonsinnhenting og sikring av troverdigheten, medfører at problemet med asymmetrisk informasjon har forblitt et større problem for kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter, og er dermed en viktig forklaringsfaktor mht. finansieringsproblemer for små og mellomstore bedrifter.

Likviditetsproblemer

God likviditet er kjennetegnet på et velfungerende marked. Enhver markedsinvestor vil være opptatt av hvor lett det er å øke eller redusere sin aksjeinvestering i det aktuelle selskapet til ”korrekte” priser. Årsaker til dårlig likviditet i et marked kan være mange, det kan for eksempel være knyttet til: - forhold ved børsens eller omsetningssystemets oppbygging (microstructure), - mangel på et organisert marked, - informasjonsproblemer og asymmetrisk informasjon om de omsatte verdipapirene, - fragmentering og konkurranse fra andre børser og omsetningsformer, - og markedsrett i omsetningsleddet. I kapittel 5 gis en nærmere definisjon og forklaring på begrepet likviditet. Her vil vi oppsummere betydningen av likviditet ved å referere Johnsen & Sættem (1996, s. 24) som lister opp fordeler ved et likvid aksjemarked:

”Likviditet leder til lavere avkastningskrav fra investorene og dermed lavere kapitalkostnad for selskapene. Likviditet leder til lavere transaksjonskostnader (forskjellen mellom kjøps- og salgskurser reduseres), som igjen betyr større avkastning på sparte midler og lavere kapitalkostnad for selskapene. Likviditet gir større mulighet til å hente kapital når det skulle trenge. Likviditet gir en mer korrekt løpende prising av aksjene og markedets overvåkning av selskapene, og kontroll med ressursbruken vil fungere bedre. Flere informasjonssøkere i markedet vil redusere muligheten for store gevinster på innsidehandel. Likviditet kan gi lavere kursvolatilitet. En likvid børs vil lette resirkuleringen av kapital i økonomien, ved å frigjøre kapital fra ulønnsomme prosjekter til mer lønnsomme prosjekter, også til selskaper utenom børsen. Svak likviditet innebærer dårligere exit-muligheter, som spesielt straffer profesjonelle investorer. En bedret likviditet vil derfor normalt øke interessen, spesielt hos større investorer, og gjennom dette styrke de funksjonene børsen skal dekke i økonomien”

2.2 ASYMMETRISK INFORMASJON OG LIKVIDITETSPROBLEMER

Kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter preges i dag av svak tilgang på egenkapital med høy grad av gjeldsfinansiering, og et sterkt innslag av aktive eiere. Flere forhold kan tyde på at dagens finansieringssituasjon er en konsekvens av imperfeksjoner i kapitalmarkedet knyttet til informasjonsproblemer og mangelen på et organisert marked. Vi skal her se på

årsaker som kan bidra til at informasjonsasymmetri og likviditetsproblemer er mer fremtredende for små og mellomstore bedrifter, enn for større børsnoterte selskaper. Gjennomgangen er ikke ment som en fullstendig analyse av årsaker til informasjonsasymmetri og likviditetsproblemer i markedet for små og mellomstore bedrifter. Formålet er først og fremst å påpeke forhold som kan bedres og bidra til å effektivisere kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter.

Årsaker til informasjonssymmetri i kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter

Løsningen på problemene knyttet til asymmetrisk informasjon kan være å bedre tilgangen på informasjon til markedet om de selskaper som søker finansiering av sine investeringsaktiviteter. Dette gjelder både i forbindelse med den initiale informasjonsinnhenting og vurdering i tilknytning til en investering, og senere oppfølging for å kontrollere og følge med bedriftens utvikling. Dette forklarer fremveksten av informasjonsleverandører som finansanalytikere og kredittopplysningsselskaper. Informasjonsinnhenting knyttet både til initiell vurdering og senere oppfølging er imidlertid generelt svært ressurskrevende. I det kostnaden også gjenspeiles i avkastningskravet til investor, vil det derfor ikke nødvendigvis lede til lavere kapitalkostnader. I tillegg kan det også oppstå et gratispassasjer (free rider) problem, som innebærer at enkeltaktører nyter godt av informasjon som andre aktører har betalt for, noe som igjen reduserer incentiver og betalingsvillighet for å produsere denne informasjonen. Privat salg av informasjon kan derfor bare delvis løse problemene knyttet til ugunstig seleksjon.

Kostnadene ved innhenting og bearbeidelse av relevante opplysninger vil ofte være like ressurskrevende enten bedriften, og dermed det potensielle investeringsbeløpet, er stort eller lite. De relative vurderingskostnadene er derfor i utgangspunktet høyere for mindre enn for større bedrifter. I den grad det er flere ikke-konkurrerende potensielle investorer i en bedrift, vil vurderings- og oppfølgingskostnadene kunne deles mellom flere investorer, og kapitalkostnadene kan dermed reduseres gjennom sentrale overvåkningsmekanismer. Større bedrifter kan imidlertid i større grad nyte godt av stordriftsfordeler knyttet til informasjonssøking og bearbeidning ved å delta i slike overvåkningsmekanismer enn mindre selskaper. Slike overvåkningsmekanismer utvikler seg derfor i liten grad for små og mellomstore bedrifter.

Nyetableringer kan møte ytterligere problemer. Et minimumsnivå for informasjon er knyttet til offentlig krevd informasjon. Eksempelvis setter offentlige lover og forskrifter krav til regnskapsrapportering og pålegger selskapene revisjonsplikt. Mange små- og mellomstore bedrifter er imidlertid i kategorien nyetablerte. Innhenting av troverdig informasjon er ofte problematisk i forbindelse med at unge og nyetablerte bedrifter i beskjeden grad har noen forhistorie. Dette betyr at man i svært stor grad må basere seg på «subjektiv» informasjon fra bedriftens/entreprenørens side.

En aktiv børs kan på ulike måter bidra til å redusere informasjonsskjevheter mellom selskapsledelse/interne eiere og eksterne investorer. Børsen er en markeds plass hvor informasjon kommer til torgs og hvor priser fastsettes på grunnlag av relevant informasjon om de respektive selskapene. Børsselskapene har en generell informasjonsplikt, og kursrelevant informasjon skal meddeles markedet. Videre blir selskapsspesifikk informasjon og generell informasjon tilført og vurdert av et stort antall aktører, kunder, investorer, finansanalytikere, meglere og kreditorer. Børsnoterte selskaper nyter godt av aksjemarkedets krav til informasjon og informasjonsformidling. Som ikke-børsnotert selskap faller små og mellomstore bedrifter også utenfor aksjemarkedets krav til informasjon. Dette vil igjen resultere at innhenting av informasjon om disse selskapene blir relativt sett dyrere.

Generelt tyder disse forholdene på at investorenes vurderings- og overvåkningskostnader øker med avtagende bedriftsstørrelse. Disse forholdene innebærer at problemene med skjult informasjon og skjulte handlinger er mer utpreget for små og mellomstore bedrifter. En konsekvens er dermed at kapitalkostnaden knyttet til mindre bedrifter er høyere enn for større bedrifter, med de implikasjoner dette har for kapitaltilgang og investeringsnivå.

Årsaker til likviditetsproblemer for små og mellomstore bedrifter

Kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter er preget av svak likviditet. Slik vi ser det, peker to forhold seg ut som spesielt viktige: - fravær av velfungerende organiserte omsetningsformer for små og mellomstore bedrifter¹, og – problemer knyttet til asymmetrisk informasjon. Disse forholdene henger imidlertid nært sammen og er gjensidig selvforsterkende. Fravær av velfungerende og organiserte omsetningsformer for risikokapital innebærer i seg

¹ Flere tiltak har likevel i den senere tid rettet seg mot å bedre omsetningsformene, med bl.a. kapitalnettverk og InnovasjonsMarkedet.

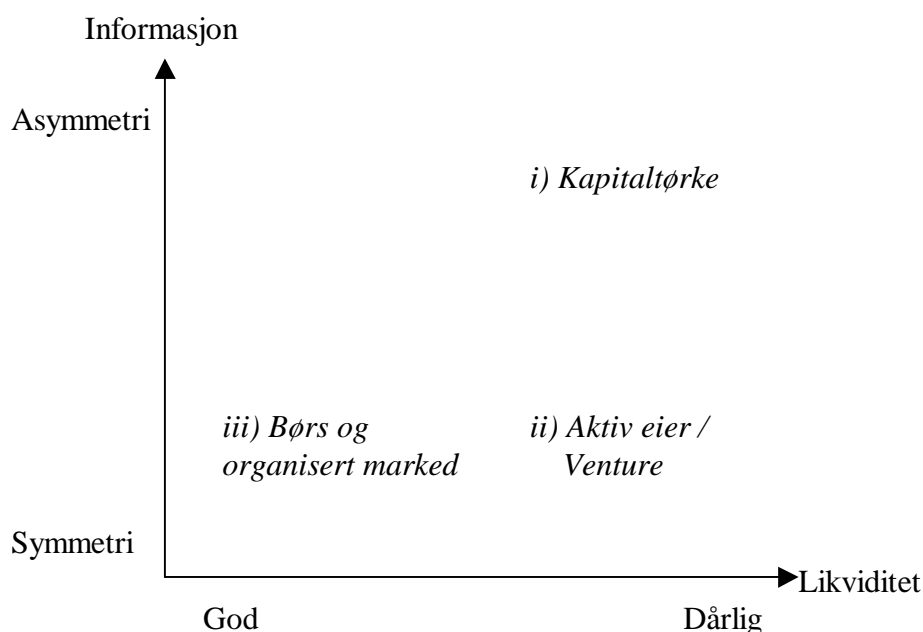
selv større søke- og transaksjonskostnader ved inngåelse av en handel, samtidig som dette også medfører exit-problemer for investorer som ønsker å endre sine posisjoner i aksjemarkedet. Samtidig som asymmetrisk informasjon kan bidra til å forklare hvorfor organiserte markeder tradisjonelt ikke har fungert i dette segmentet, finner vi at mangelen på organiserte markeder kan forsterke informasjonsproblemene. Tilknytningen til uregulerte og illikvide kapitalmarkedsplasser innebærer at bedriftene verken kommer inn under børsens krav til informasjonsformidling, samtidig som markedet er lite transparent og markedsprisenes innhold gjenspeiler vurderingen til kun et liten del av markedsaktørene. I tillegg vil svak likviditet svekke det ressursmessige grunnlaget for finansanalytikere og andre aktører som direkte eller indirekte avleder sine inntekter fra slik handel.

2.3 NOEN KONSEKVENSER AV INFORMASJONSASYMMETRI OG LIKVIDITETSPROBLEMER

Figur 2.1 som bygger på Johnsen & Sættem (1996, s.30) oppsummerer de to hovedproblemene likviditet og informasjonsskjevheter. Stor grad av asymmetrisk informasjon kombinert med dårlig likviditet og retrettmuligheter er den klassiske situasjonen for svært mange små og mellomstore bedrifter med svak tilgang på risikokapital, jfr. ”i) *Kapitaltørke*” i figuren. I dette avsnittet skal vi kort redegjøre for de løsninger som tradisjonelt har kommet som respons på imperfeksjonene drøftet over². Dette kan i korte trekk illustreres som en overgang til ”ii) *Aktiv eier/venture*” i figuren, der sterk grad av asymmetrisk informasjon har blitt kompensert med et mer direkte engasjement i selskapet med en sterk kobling mellom eiere og ledelse, og med en dreining mot gjeldsfinansiering. Resten av rapporten har til formål å drøfte og redegjøre for nye angrepsmåter for å bedre kapital situasjonen for små og mellomstore bedrifter, illustrert ved en overgang til ”iii) *Børs og organisert marked*” i figuren.

² Se bl.a. Høegh-Krohn (1996) og Johnsen og Sættem (1996) for ytterligere drøfting av imperfeksjoner og referanser til ulike arbeider.

Figur 2.1 To hovedproblemer: likviditet og informasjonsfellesskap mellom investor og ledelse



Sterk kobling mellom eiere og ledelse

Eierrollen knyttet til små og mellomstore bedrifter er i større grad enn vanlig knyttet til en eiers forvaltningsadferd som *aktiv eier*. Vi definerer her passivt eierskap som en utøvelse av eierrollen begrenset til markedstransaksjoner, dvs. at man selger de dårlig drevne og kjøper mer av de godt drevne selskaper. Aktivt eierskap betegner et mer forretningsmessig engasjement, der eierrollen utøves direkte f.eks. som leder, eller indirekte gjennom selskapets styre. Denne sterke koblingen mellom eier og leder i mindre bedrifter kan ha mange ulike årsaker, noe vi skal drøfte her. Framstillingen bygger på Høegh-Krohn (1996). Sammenfall mellom eierskap og ledelse kan begrunnes med eiernes initiativ og ønske om kontroll med virksomheten, eller med at eierne er spesielt motiverte personer som ønsker å realisere presumptivt gode idéer. Forholdet kan også begrunnes med den usikkerheten som omgir nyetableringer. For eierne vil det å ansette personer som hever en fast lønn, være risikabelt. Også ønsket om en effektiv og disiplinert ledelse kan anføres for et slikt sammenfall, der en unngår typiske prinsipal-agent problemer. Det er likevel grunn til å tro at den sterke koblingen mellom eiere og ledere i små og mellomstore bedrifter også har sin årsak i liten tilgang på ekstern egenkapital fra passive investorer. Dette kan igjen være en respons både til likviditetsproblemer og til informasjonsasymmetri i markedet.

I relasjon til informasjonsasymmetri er det flere grunner til at problemet antar en større dimensjon i små og mellomstore bedrifter enn i større bedrifter. Det ene aspektet er mer eller mindre utviklede mekanismer for overvåkning og informasjonsspredning sett i forhold til mer organiserte markeder. I tillegg merker vi oss at mens det normalt er en rekke forhold som bidrar til å disiplinere ledelsen, bl.a. incentiver knyttet til ledelsens verdi på arbeidsmarkedet, styret sin kontroll med ledelsen, og frykten for oppkjøp av bedriften med avskjedigelse av ledelsen, er det flere grunner til at disse mekanismene fungerer bedre i tilknytning til større enn til mindre bedrifter. Også dette bidrar til aktivt eierskap framfor passivt eierskap. Vi skal nedenfor gå nærmere inn på disse problemstillingene.

Høye kostnader ved informasjonsinnhenting kan tilsi at det å gå inn som aktiv eier, er den mest kostnadseffektive formen å involvere seg i selskapet som eier på. Aktivt eierskap kan generelt gi tilgang til bedre informasjon og gi større mulighet for kontroll med ledelsen. Videre kan det å overkomme problemer med skjult informasjon forut for investering være et mindre problem for investorer som ønsker å utøve en aktiv eierrolle enn for passive investorer. En aktiv investor vil etter inntreden lettere kunne avsløre informasjonsmessig misrepresentasjon fra de etablerte eierne og ledelsen, noe som også kan virke avskrekkende på forhånd. Et annet forhold er at aktive investorer av kostnadsmessige hensyn vil ha et bedre utgangspunkt for å granske bedriften før investering. Dersom investor ønsker å tre aktivt inn i driften av et selskap, vil han uansett måtte sette seg inn i driften og bedriftens generelle situasjon, noe som kanskje likegodt kan gjøres før inntreden. Også etter at investeringen er foretatt, har aktive eiere et informasjonsmessig fortrinn overfor passive investorer. Dette knytter seg til at graden av separasjon mellom ledelse og eiere generelt er av betydning for ledelsens innsatsvilje. Selv om bedriften i utgangspunktet ledes av etablerte eiere, vil en økning i antall passive investorer forsterke betydningen av dette forholdet.

Ved separasjon av eierskap og bedriftsledelse knytter det seg et problem til at eierne ikke kan bedømme hvorvidt bedriftens resultater skyldes ineffektivitet eller forhold som ledelsen ikke kontrollerer. En mekanisme som kan virke disiplinerende på ledelsen er at bedriftsledelsen av frykt for å redusere sin egen verdi på arbeidsmarkedet, vil forfølge eiernes interesser. Denne mekanismen avhenger imidlertid gjerne av bedriftens eksponering for konkurranse i både kapital- og produktmarkedene, og det er også grunn til å tro den vil fungere bedre for større enn for mindre bedrifter. Små bedrifter er ofte i utstrakt grad integrert i lokalsamfunnet, mens

store foretak gjerne ledes av konsernstaber i de større sentra. Ledere i mindre bedrifter er også gjerne sterkt knyttet til bedriften og lokalsamfunnet. Hvis ledere i større bedrifter forholder seg til et profesjonelt miljø hvor effektivitet og lønnsomhet gir anseelse og karrieremuligheter, vil ledere i mindre bedrifter kanskje i større grad vektlegge sin anseelse i nærmiljøet. Denne anseelsen sikres ikke utelukkende gjennom lønnsomhet, men vel så gjerne gjennom et bredere engasjement og ansvar for lokale interesser. Dette kan også underbygge en tendens til at ledelsen i små og mellomstore bedrifter i mindre grad forholder seg til et eksternt arbeidsmarked. I tillegg har gjerne lederne i større selskaper en forholdsvis svakere posisjon i bedriften, eierskap og generell tilknytning tatt i betraktning, noe som kan innebære at det kan være vanskeligere å avsette ledelsen i små og mellomstore bedrifter. Disse forhold kan tyde på at arbeidsmarkedet alene ikke vil fungere disiplinerende.

Sett på denne bakgrunn kan det være vanskelig for passive investorer å disiplinere aktive eiere i de minste foretakene. Styret er investorenes instrument i en slik sammenheng. Imidlertid vil investeringene i en mindre bedrift gjerne være såvidt begrensede at et omfattende styreengasjement ikke står i forhold til det forventede resultatet. De passive investorene vil derfor til en viss grad måtte stole på at ineffektivitet avsløres av andre aktører, f. eks. ansatte i bedriften. I større bedrifter vil ledere på de lavere nivåer ofte aspirere til høyere posisjoner og har av denne grunn incentiver til å underminere mer sentralt plasserte ledes posisjon. Den høyere ledelsen, som er klar over dette, vil være forsiktig med å utvise ineffektivitet som kan rapporteres til eierne eller deres representanter. Dette vil kunne forholde seg annerledes i mindre bedrifter, hvor ledelsen som nevnt gjerne har en annen og sterk posisjon. I tillegg kommer den sosiale disiplin. Mens det kan utspille seg et spill om makt i større organisasjoner, vil en eventuell illojalitet mot en sosialt godt befestet leder i en mindre bedrift som er forankret i et interessert lokalmiljø, kunne ha ødeleggende følger for den illojales fremtid. Som følge av den begrensede tid passive investorer vil kunne avse til en mindre bedrift, kan styret også være kontrollert av eller i liten grad være villig til å ta en konflikt med ledelsen. Vi vil ikke komme nærmere inn på forhold som har betydning for styrets funksjon i denne sammenheng, bare påpeke at et spredt og passivt eierskap kan føre til at styret i sterk grad påvirkes av ledelsens informasjonskontroll, og at det er et påfallende sammenfall mellom svak kapitalforvaltning og svake styrever med sterk ledelse.

Dette leder oss til den disiplinerte evne markedet for selskapskontroll kan utøve. Et selskap hvor ledelsen driver selskapet ineffektivt på bekostning av eierne, kan kjøpes opp og ledelsen kan skiftes ut. Ved at bedriftsledelsen innser dette, har den klare incentiver til å forfølge eierens interesser. Flere empiriske undersøkelser underbygger at likvide egenkapitalmarkeder fungerer på denne måten. Mangelen på velfungerende markeder gjør imidlertid at eierandeler i mindre bedrifter generelt er lite likvide og vanskelige tilgjengelige. Bedrifters resultater og ledelsens utøvelse vises også mindre oppmerksomhet. Det kan derfor være ressurskrevende å finne frem til aktuelle oppkjøpskandidater. Det kan også knytte seg historiske og emosjonelle betraktninger til eierskapet, som gjør at eierandeler i mindre bedrifter gjerne ikke er for salg.

Med utgangspunkt i informasjonsproblemer og en situasjon der både markedet for selskapskontroll og arbeidsmarkedet for ledere til en viss grad svikter sin disiplinerte oppgave overfor mindre bedrifter, vil en passiv investor ikke kunne sikre seg at forvaltningen av kapitalen skjer uforbeholdent i deres interesse. Av den grunn vil potensielle passive investorer i mindre bedrifter være tilbakeholdne med å tre inn på eiersiden. Denne slutning underbygges også av at små og mellomstore bedrifter i stor utstrekning eies av ledelsen og kretsen rundt denne. Det kan dermed legges til grunn at det ikke bare er tilgangen på aktive investorer som representerer en begrensning i kapitaltilgangen til mindre bedrifter. Begrensningen ligger også i tilgangen på passive investorer.

Svak tilgang på egenkapital og høy grad av gjeldsfinansiering

Det synes å være en utbredt oppfatning at egenkapitaltilgangen til små og mellomstore bedrifter i Norge er svak³ En annen side av samme sak er at små og mellomstore bedrifter også har en større gjeldsgrad enn i børsnoterte selskaper⁴. Begge forhold kan virke hemmende på sektoren: Egenkapitalen definerer den formelle selskapskontrollen og styringsretten i selskapet. Egenkapitalen har mange funksjoner utover det å skaffe et foretak kapital. Den finansielle risiko i selskapet øker betydelig med lavere egenkapitalandel, idet egenkapitalen bærer størstedelen av risikoen i foretaket. En god egenkapitalsituasjon gir videre handlefrihet, omstillingsmuligheter og beredskap for investerings- og lånekapasitet. Slik innebærer en svak tilgang på egenkapital en svak tilgang på risikovillig kapital, noe som setter begrensninger på

³ Jfr. for eksempel NOU 1995:16, s. 32-38.

⁴ Både gjeldsgrad og ledelsens eierandel er høy i norske småbedrifter. Jfr. for eksempel Boye & Kinserdal (1992).

igangsettelsen av lønnsomme, men risikable prosjekter i denne sektoren. Kreditorne har et formelt inntektskrav på selskapet og kompenseres gjennom betjeningen av gjeld. Gjeldsbetingelsene knyttes imidlertid opp til grad av risiko i selskapet, slik at prosjekter og selskaper som betraktes som mer risikable dermed møter høyere rentebetingelser.

En årsak til lav grad av egenfinansiering kunne rett og slett være at det er lavere prosjektkvalitet i sektoren, definert med utgangspunkt i forholdet mellom lønnsomhet og risiko. Ulike undersøkelser tyder på at dette ikke er tilfelle. En rekke av disse finner tvert i mot en høyere, men mer variabel lønnsomhet i mindre bedrifter enn i større bedrifter. Prosjektkvaliteten synes derfor ikke være årsak til svak egenkapitaltilgang. Igjen vil vi argumentere for at det er informasjons- og likviditetsproblemer i kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter som har bidratt til tilpasningen i markedet med lav egenkapitalandel og høy gjeldsandel. Nedenfor vil vi se på ulike årsakssammenhenger. Framstillingen bygger på Høegh-Krohn (1996).

En konsekvens av informasjons- og likviditetsproblemene, er situasjonen drøftet i forrige avsnitt, der aktivt eierskap gir mulighet til å overkomme disse problemene, mens passivt eierskap kommer til kort. I en situasjon der passivt eierskap av disse grunner er lite aktuelt, utgjør dette i seg selv en begrensning på tilgangen på risikokapital, likeledes vil en tro at også tilgangen på nye aktive eiere er begrenset. Dette forsterker situasjonen der utvidelser finansieres ved opptak av gjeld og egengenererte midler som således er begrenset av de aktive eiers ressurser.

Gjennomgående lav egenkapital i små og mellomstore bedrifter kan være et uttrykk for at potensielle investorer krever høyere avkastning enn etablerte eiere, noe som igjen innebærer at ny egenkapital blir relativt sett dyrt i forhold til gjeld. Årsakene til høyere avkastningskrav kan ha sitt utspring både i informasjons- og likviditetsproblemer:

Som drøftet tidligere kan ledelsen holde informasjon skjult for investorer på investeringstidspunktet. Dette medfører at investor vanskelig kan skille mellom gode og dårlige prosjekter. Dette forsterkes også gjennom bedriftens incentiver til å inngå avtaler. En hypotese går på at en investors tilbud i prinsippet bare blir akseptert dersom tilbudet reflekterer det eierne verdsetter bedriften til maksimalt, og at kun en bedriftsledelse som mener at bedriften er overvurdert vil invitere nye investorer til å skyte inn kapital. Usikkerheten

knyttet til tilgangen på informasjon leder til at investorene setter høyere avkastningskrav enn etablerte eiere, eller faktisk velger å avstå fra å tilføre bedriften risikokapital. Med høye avkastningskrav som følge av informasjonsusikkerhet, vil en kunne finne at de beste prosjektene ikke søker ekstern egenkapitalfinansiering siden betingelsene sett fra bedriftens ståsted er for dårlige.

En potensiell investor kan også søke å overkomme informasjonsulikheten ved å gjennomføre en omfattende granskning av bedriften. Investorer som gjennomfører en slik granskning, vil påføres kostnader, noe som igjen vil gjenspeiles i avkastningskravet. Ved at kostnadene ved informasjonsinnhenting veltes over på de kapitalsøkende bedriftene gjennom et høyere avkastningskrav, kan dette lede til at bedrifter avstår fra å realisere i utgangspunktet lønnsomme prosjekter. I verste fall kan usikkerheten og kapitalkostnadene være slik at bedriften er avskåret fra ekstern egenkapitaltilførsel. En løsning for den kapitalsøkende bedriften kan da være å selge aksjene ”på tilbud”. I undersøkelser foretatt i tilknytning til rettede emisjoner i ikke-børsnoterte selskaper, kan det observeres at det gis til dels betydelige rabatter, opp mot 50% av aksjenes pre-emitterte verdi⁵. En rettet emisjon ivaretar eksklusiviteten til informasjonen for investor, mens rabatten kan oppfattes som en kompensasjon for kostnadene ved gjennomgangen av bedriften. Samtidig merker vi oss at den rettede emisjonen faktisk innebærer økte kapitalkostnader for eierne.

Likviditetsproblemer i markedet kan også bidra til høyere avkastningskrav og redusert tilgang på egenkapital. Dårlig likviditet innebærer per definisjon en større spread i markedet, og dermed høyere transaksjonskostnader, noe som igjen fører til høyere avkastningskrav fra investorene. Dårlige retrettmuligheter (store exit-kostnader) leder også til svak tilgang på risikokapital. En ekstern investor kan lett velge å stå utenfor markedet for små og mellomstore bedrifter og bare delta i den aktiviteten som foregår over børs. God likviditet gir en mer korrekt løpende prising av aksjene og markedets overvåkning av selskapene, mens dårlig likviditet på sin side igjen gir en lavere kvalitet på markedsinformasjon og avhjelper i liten grad problemene med asymmetrisk informasjon. Det bør også nevnes at likviditeten også har betydning for bedriftens evne til selvfinansiering. God likviditet i en aksje innebærer at investor kan dekke manglende eller lave utbyttebetalinger ved å selge deler av sitt aksjeeierskap.

⁵ Jfr. bl.a. Arneson (1981), Friedlob (1983), Johnson & Racette (1981), Silber (1991) og Wruck (1989).

Dermed er likviditeten en sentral forutsetning for at selskapene selv kan disponere en størst mulig del av sine overskudd.

Informasjonsproblemene forklarer mye av de underliggende årsaker til hvorfor finansiering gjennom finansinstitusjoner spiller en betydelig større rolle enn finansiering gjennom verdipapirmarkedet. En svakere overvåking fra finansanalytikere, presse og myndigheter er et mindre problem for bankene enn for passive investorer og andre kreditorer. Bankene har ofte et etablert apparat for informasjonsinnhenting, kontroll og overvåking. Vanligvis har hver enkelt bedrift kun en betydelig bankforbindelse, og bankene finansierer ofte relativt store andeler av virksomheten i de bedrifter de er involvert i. Dette gir et ressursmessig grunnlag for bankenes overvåking. Bankene kan kreve at bedriftene har drifts- og kassakredittkontoer i banken. Ved å overvåke utviklingen på disse skaffer også bankene seg verdifull informasjon om bedriftens utvikling. Banken kjenner ofte de ulike investorene fra tidligere forretninger og har som følge av stordrift et system for å oppbevare historisk informasjon, som den benytter i vurderingen av kredittsøkerne. Det kan derfor være vanskeligere for bedriften å holde informasjon skjult for banken. Institusjonen unngår gratispassasjerproblemet ved å tilby privat kapitaltilførsel fremfor å kjøpe verdipapirer som omsettes i det åpne markedet. Også prinsipal-agent problemet kan forklare tendensen til å bruke gjeld framfor egenkapitalfinansiering. Bankene har ikke det samme behov for korrekt verdsettelse som en investor. Kreditor har et ubetinget krav på selskapet, og behovet for å overvåke selskapet er mindre i denne situasjonen enn hva som er tilfelle ved egenkapitalinvesteringer. Slik blir kredittmarkedet lett den viktigste kilden til ekstern finansiering for mindre bedrifter.

Oppsummert vil dette si at i et lite likvid marked med høy grad av asymmetrisk informasjon, vil investor kreve en informasjons- og likviditetspremie. Resultatet blir at bedriften møter høye avkastningskrav i egenkapitalmarkedet og foretrekker gjeld. Det utkrystalliserer seg derfor et finansieringshierarki for små og mellomstore bedrifter, hvor aktivt eierskap og selvfinansiering danner grunnstammen, og hvor ytterligere finansiering foretas ved fremmedkapital. En høy gjeldsgrad vil imidlertid i neste omgang øke lånerenten, mens å tilveiebringe kapital gjennom passivt eierskap synes vanskelig uten særskilte tiltak.

2.4 TILTAK FOR Å STIMULERE INVESTERINGER I SMÅ OG MELLOMSTORE BEDRIFTER

I dette avsnittet refereres først ulike tiltak som har vært benyttet til kanalisering av risikokapital til små og mellomstore bedrifter. Formålet er å eksemplifisere tiltak, og er på ingen måte ment å være en fullstendig og utfyllende oversikt. Vi skal se på venturekapitalmarkedet på den ene side, og på den annen side selskap med formål å stimulere vekst i små og mellomstore bedrifter. Disse tiltakene retter seg i stor grad mot ulike former for kapitaltilførsel til små og mellomstore bedrifter. Til slutt stiller vi spørsmålet om etablering av kapitalnettverk vil være et egnet tiltak. Etablering av kapitalnettverk er, i motsetning til tiltakene nevnt over, et tiltak som mer har karakter av å forbedre infrastrukturen i markedet, og gjennom bidra til en mer effektiv kapitalformidling i markedet, både ved en mer likvid annenhåndsomsetning og bedre informasjonsspredning.

Venturekapital

Venturekapitalforetak er foretak som spesialisere seg på å gå inn med aktivt utviklingsstøtte (risikokapital og kompetanse) i foretak med utviklingspotensiale. Venturekapital er således ikke kun kapitalinnsats, med forutsetter også at investor tar et aktivt eierengasjement, for eksempel gjennom styredeltagelse. Venturekapitalinvesteringer er som oftest tidsbegrenset, skjer ofte på et tidlig tidspunkt frem mot en senere børsintroduksjon. I litteraturen forekommer ofte en distinksjon mellom formell og uformell venturekapital. Formell venturekapital utgjøres av formelle venturekapitalforetak, som er organiserte foretak spesialisert på venturekapitalinvesteringer. Uformell venturekapital utgjøres av investeringer foretatt av privatpersoner. I Norge er mesteparten av venturekapitalen personlig kapital, men tilgangen på venturekapital er imidlertid relativt sett beskjedent.

Johnsen & Sættem (1996) peker på en klar internasjonal og nasjonal tendens til at langsiktig privat sparing i større grad kanaliseres som institusjonell finansiell sparing i egenkapital- og rentemarkedene. Spørsmålet er så hvor stor del av dette som investeres i små og mellomstore bedrifter i Norge, hvor investor står overfor problemer knyttet til informasjonsasymmetri og liten likviditet. Venturefond blir fremhevet som en form som kan bidra til å kanalisere mer risikokapital til markedet for små og mellomstore bedrifter:

”Vi vil forvente økt innslag av finansiell sparing i Norge i årene som kommer, og at denne sparingen på grunn av stordriftsfordeler kanaliseres gjennom institusjonelle finansforvaltere. Det er i den sammenheng vanskelig å se at institusjonell risikokapital uten videre kan bli noen betydelig direkte finansieringskilde for små og mellomstore bedrifter. Dette betyr i så fall at kapitaltilførselen til små og mellomstore bedrifter nødvendigvis vil måtte komme fra andre investorer, som er villige til å utøve en forretningsmessig mer aktiv investorerolle. Her kan man allikevel tenke seg en modell som tillater forretningsmessig investering i små og mellomstore bedrifter, også av institusjonell finanskapital, ved at man kanaliserer kapital via et venturefond. Modellen er benyttet i stort omfang i for eksempel England og Holland, hvor ca. ¾ av venturekapitalen nettopp kommer fra institusjonelle finansforvaltere, mens kun en liten del av venturekapitalen er personlig kapital.”

Høegh-Krohn (1996) tar også opp investerings- og venturefond, og fremhever dets funksjon som en kostnadsreducerende overvåkningsmekanisme. Ved å opptre som én enhet overfor de kapitaløkende bedriftene, forenkles kontakten mellom investor og bedrift. Et fond vil kunne disponere over en relativt omfattende ekspertise for overvåking og kontroll av mindre bedrifter, og vil gjennom stordriftsfordeler og spesialisering kunne gjennomføre en mer omfattende kontroll enn enkelt investorer kan på egen hånd. Høegh-Krohn (1996) stiller imidlertid spørsmålet om hvorfor særskilte investeringsfond ikke har utviklet seg naturlig i kapitalmarkedet. En mulig sammenheng er at den nødvendige overvåking er så vidt ressurskrevende at den forventede avkastning ikke er tilstrekkelig til å gjøre investeringer i slike fond interessante for mulige investorer. En fullstendig drøfting av venturekapitalfond faller imidlertid uten for denne rapportens rammer⁶.

Ulike investeringselskap og støtteordninger

Norsk Vekst ASA er et børsnotert investeringselskap som har til formål å tilføre kapital, kompetanse og kontaktnett til selskaper med utviklingsmuligheter og stort vekstpotensiale. Norsk Vekst har som målsetning å være en aktiv partner i investeringer knyttet til: - raskt voksende selskap som trenger kapital til å finansiere vekst eller oppkjøp, - selskap med

⁶ Se eksempelvis Johnsen & Gjørum (1996) for en nærmere drøfting av venturekapital.

potensiale til å bli markedsledende gjennom strukturelle endringer, - management buyout, - spin-off fra større konsern, og - familie- og ledelseseide selskap. Det kreves at selskapene preges av vekst, konkurransefortrinn, solid ledelse og et eventuelt potensiale for børsnotering. Norsk Vekst har også spilt en sentral rolle i gjennomføringen av fusjoner, oppkjøp og strukturendringer. Norsk Vekst har som mål å følge opp gjennom aktivt styreengasjement, med betydelig innflytelse i strategiske og overordnede spørsmål, og kan selv bidra med forretningsmessig og finansiell kompetanse. Engasjementene er i de fleste tilfeller langsiktige, med en tidshorisont som typisk ligger mellom tre og fem år, og engasjementsstørrelse er fortrinnsvis mellom 25 og 100 millioner kroner.

Statens nærings- og distriktsutviklingsfond (SND) tilfører norske bedrifter kapital gjennom ulike ordninger som ulike former av lån, garantier og etableringsstipend. Det heleide datterselskapet SND Invest AS har til formål å bidra til å styrke bedrifters egenkapitalgrunnlag gjennom tilførsel av aksjekapital og ansvarlige lån. Investeringene skal i prinsippet skje på forretningsmessig grunnlag, hvor avkastning skal stå i forhold til risiko. SND Invests eierandel skal alltid være mindre enn 49%. Bedriftene følges aktivt opp, først og fremst gjennom styrerepresentasjon. Aktivt eierskap innebærer også at SND Invest krever enighet om strategi og forretningsplan forut for investeringen. SND Invest er i dag landets største aktive investor i små og mellomstore bedrifter.

SIVA, Selskapet for industrivekst SF, er et nasjonalt foretak for økt verdiskaping og sysselsetting i distriktene. Den grunnleggende strategien er å utvikle sterke verdiskapingsmiljøer i distrikts-Norge ved hjelp av økt verdiskaping i små og mellomstore bedrifter og ved tilføring av kapital, kompetanse og nettverk. SIVAs rolle er å være katalysator og investor. Arbeidet konsentreres om å utvikle næringsparker og bistå bedrifter med kompetanse, nettverk og kapital. På denne måten har SIVA til formål å legge grunnlaget for økt verdiskaping i små og mellomstore bedrifter i Norge.

FORNY-programmet er initiert av Norges forskningsråd, og er knyttet til de største forsknings- og universitetsmiljøene i Norge. Hovedpoenget med FORNY er å stimulere til økt nyskaping og kommersialisering av FoU-resultater fra norsk forskning. Dette gjøres gjennom å etablere en stab eller egne selskaper i forsknings- og universitetsmiljøene som skal assistere forskere med videreutvikling av sine ideer og patenter i retning av kommersialisering. Dette kan være i form av lisensiering eller etablering av eget selskap.

START-fondet og de regionale såkornfondene investerer i små teknologibedrifter. Bak den største aktørene, START-fondet står 18 kapitalsterke selskaper, hvor de fleste er medlemmer i Norsk Investorforum. Kapitalen som fondene disponerer er dels egenkapital, og dels lån fra det offentlige. START-fondet og de regionale såkornfondene går inn i selskapene som drahjelp i en meget tidlig fase. Bedriftene skal ha en idé med et kommersielt potensiale. Bakgrunnen er et ønske om å fremme knoppskyting i teknologiske gründermiljøer ved hjelp av risikovillig kapital. Etter å ha gått inn som medeier i en bedrift, følger fondet opp med å tilby kompetanse på flere områder, delvis gjennom fondets aksjonærer. Det er i tillegg et ubetinget krav at fondet får plass i styret i bedriften.

Kapitalnettverk som tiltak

Fordi tilgangen på fremmedkapital avhenger av tilgangen på egenkapital, er det avgjørende for den totale kapitaltilgangen til små og mellomstore bedrifter hvorvidt en bedriftene er begrenset til å operere i kapitalmarkedet for aktive eiere, eller om en også kan henvende seg til det antatt større markedet for passivt eierskap. Utfordringen er å gjøre små og mellomstore bedrifter mer attraktive for passive investorer. Ut fra diskusjonen over synes viktige forhold å være å bedre likviditeten og informasjonsforholdene. Vi skal i denne rapporten vurdere elektroniske kapitalnettverk som et middel til å bedre risikokapitalsituasjonen for små og mellomstore bedrifter.

Teknologisk utvikling har gjort det mulig å etablere en kostnadseffektiv sentral handleplass, lett tilgjengelig via nettet. Dette gir mulighet for å samle tilbud og etterspørsel i aksjene. Informasjon fra selve handelen, knyttet til en åpen ordrebok tilgjengelig på nettet, sammen offentliggjøring av informasjon over nettet, har potensiale for å bedre problemene knyttet til asymmetrisk informasjon. Viktig i så henseende er også tilliten til selskapene, fortrinnsvis forsterket gjennom handleplassens overvåkningsorgan og krav til de noterte selskapene. En likvid markeds plass vil løse problemer knyttet til manglende exit-muligheter. Dersom markedet er tilstrekkelig stort, ville en også kunne skape grunnlag for finansanalytikere, og derved en mulighet for utnyttelse av stordriftsfordeler ved informasjonsinnhenting og vurdering.

I den senere tid er det igangsatt tiltak med etablering av ulike former av kapitalnettverk. InnovasjonsMarkedet ASA er en organisert, elektronisk handelsplass for omsetning av aksjer i små og mellomstore bedrifter. Kapittel 4 tar opp oppbygging og erfaringer med dette tiltaket.

Det er også etablert og under etablering flere små regionale kapitalnettverk i Norge som har mer karakter av et informasjonsnettverk. Disse nettverk oppretter en database av potensielle investorer som har gitt sitt samtykke til å delta i nettverket. Databasen inneholder gjerne opplysninger om investorenes preferanser, tilgjengelig kapital, m.m. Et eksempel på et slikt nettverk er *Møre og Romsdal Kapitalnettverk*, som opereres av Møre og Romsdal Bedriftsrådgivning. Nettverket består av ca. 60-70 aktører, både bedrifter og privatpersoner. I 1997 bidro MR Kapitalnettverk til kapitalisering av flere prosjekter, og det forventes økt aktivitet i nettverket i tiden fremover. En nærmere drøfting av kapitalnettverk som rene informasjonsnettverk tas opp i rapportens avsluttende kapittel.

Spørsmålet er imidlertid om hva som skal til for å få et likvid kapitalmarked for små og mellomstore bedrifter, og om et slik tiltak er tilstrekkelig for å trekke til seg private og institusjonelle investorer. For å få et ytterligere bilde av aktørene i markedet, tar kapittel 3 for seg en spørreundersøkelse foretatt våren 1999, som både karakteriserer dagens investorer i små og mellomstore bedrifter, og kartlegger erfaringer med handel i unoterte selskap, og forventninger til det da nyoppstartede elektroniske kapitalnettverket InnovasjonsMarkedet ASA. Vi skal deretter i kapitlene 4 og 5 se på utviklingene i organiserte kapitalnettverk/kapitalmarkeder og hvilke erfaringer som ble gjort i de etablerte handleplasser for aksjer i små og mellomstore bedrifter, InnovationsMarknaden og InnovasjonsMarkedet ASA. Kapittel 6 tar utgangspunkt i teori omkring oppbygging av markeder, og drøfter oppbygging av et slikt marked. I kapittel 7 stiller vi oss spørsmål i lys av de erfaringene som er gjort, knyttet til oppbygging, potensiell fremvekst og levedyktighet av kapitalnettverk for små og mellomstore bedrifter.

3 SPØRREUNDERSØKELSE: INVESTORER I SMÅ OG MELLOMSTORE BEDRIFTER

Kjennskap til aktørene i markedet og deres handel i unoterte aksjer kan gi viktig informasjon mht. hvordan handelen bør utføres. Våren 1999 ble det på prosjektet gjennomført en spørreundersøkelse som hadde til hensikt å kartlegge norske aktørers erfaringer med handel i unoterte selskap⁷, og holdninger til det da nyoppstartede InnovasjonsMarkedet. Norvold & Stangeland (1999) inneholder fullstendig beskrivelse av undersøkelsen, mens vi her gjengir resultatene. Markedsundersøkelsen ble utført på to grupper investorer, den ene gruppen bestående av norske aktører registrert som medlemmer hos InnovasjonsMarkedet, og den andre gruppen av investorer som ikke er registrert som medlem av InnovasjonsMarkedet. Undersøkelsen tar for seg følgende tredelte problemformulering:

1. Hvilke erfaringer har henholdsvis medlemmene av InnovasjonsMarkedet og andre investorer med investeringer i unoterte selskap?
2. Hvilke holdninger har henholdsvis medlemmene av InnovasjonsMarkedet og andre investorer til InnovasjonsMarkedet som markedsplass for omsetning av aksjer i små- og mellomstore bedrifter?
3. Er InnovasjonsMarkedet et hensiktsmessig tiltak for investeringer i risikokapitalmarkedet?

InnovasjonsMarkedet ASA ble etablert i 1998, som en markedsplass for førstehånds- og annenhåndsomsetning av aksjer i små og mellomstore bedrifter. Markedet kan sies å være et transaksjonsbasert kapitalnettverk, og ble bygget opp omkring et elektronisk Internettbasert handlesystem. Kapittel 5 gjør nærmere rede for oppbygging og senere utvikling av markedet. Våren 1999 da denne spørreundersøkelsen ble foretatt, var InnovasjonsMarkedet i oppstartsfasen, med nyoppstartet omsetning i to aksjer utenom InnovasjonsMarkedet selv, fra hhv. april og juni 1999. Slik reflekterer spørreundersøkelsen for begge grupper først og fremst aktørenes erfaringer med handel utenfor denne markedsplassen, og deres forventninger til hvordan markedsplassen ville fungere.

⁷ En annen relevant undersøkelse er Reitan, B. & al (1998): "Norske Private Investorer. Den første norske undersøkelse av investeringer i ikke-børsnoterte selskaper", NTNU / Ernst & Young.

3.1 RESPONDENTER – KARAKTERISTIKA

Som utgangspunkt for undersøkelsen ble det konstruert et spørreskjema, og dataene ble samlet inn ved hjelp av telefonintervju. Med utgangspunkt i en liste av alle norske medlemmer av InnovasjonsMarkedet som utgjorde 700 investorer, ble det trukket ut et tilfeldig utvalg på 90, av disse ble det gjennomført 50 intervjuer, tilsvarende en svarprosent på 55,6%. For den andre investorgruppen ble det tatt utgangspunkt i en liste over norske investorer (hovedsakelig medlemmer av Aksjespareforeningen, Fortunia AS' nettverk og medlemmer av Norsk Investorforum). Av totalt 175 investorer, ble det foretatt et tilfeldig utvalg på 110, av disse ble det også gjennomført 50 intervjuer, tilsvarende en svarprosent på 45,6%.

Både blant medlemmer av InnovasjonsMarkedet, og de øvrige investorer, utgjør størstedelen, 72-80%, av investorene privatpersoner, og med en klar mannsdominans i begge grupper (tabell 3.1 og 3.2).

Tabell 3.1 Investorkategori fordelt på bedrift og privatperson

Investorkategori	<i>Bedrift</i>	<i>Privatperson</i>
<i>IM-medlemmene</i>	28,0%	72,0%
<i>Øvrige investorer</i>	20,0%	80,0%

Tabell 3.2 Investorkategori fordelt på kjønn

Kjønnsmessig fordeling	<i>Mann</i>	<i>Kvinne</i>
<i>IM-medlemmene</i>	91,7%	8,3%
<i>Øvrige investorer</i>	97,5%	2,5%

IM-medlemmene synes å representere en noe yngre investorgruppe. Det er en større andel av respondenter under 40 år blant IM-medlemmene, mens det er en betydelig større andel over 50 år blant øvrige investorer. I de to gruppene samlet er det imidlertid et flertall av investorer over 40 år (tabell 3.3).

Tabell 3.3 Aldersmessig fordeling av respondentene

Alder	<i>-30</i>	<i>31-40</i>	<i>41-50</i>	<i>51-60</i>	<i>61-</i>
<i>IM-medlemmene</i>	16,7%	30,6%	22,2%	25,0%	5,6%
<i>Øvrige investorer</i>	0,0%	7,5%	37,5%	45,0%	10,0%

I begge gruppene har flertallet av investorene har en meget høy bruttoinntekt. 52,8% av IM-medlemmene har inntekt over kr 400.000, mens hele 82,5% av investorene i “kontrollgruppen” har inntekt over kr 400.000 (Tabell 3.4).

Tabell 3.4 Inntektsfordeling blant IM-medlemmene

Bruttoinntekt (i 1000)	-250	251-400	401-600	601-800	801-
<i>IM-medlemmene</i>	13,9%	33,3%	52,8%		
<i>Øvrige investorer</i>	7,5%	10,0%	22,5%	17,5%	42,5%

For gruppen øvrige investorer ble det også spurt om bruttoformue, eksklusiv bolig og hytte. Bruttoformuen for flertallet av disse investorene er svært høy (tabell 3.5).

Tabell 3.5 Bruttoformue for gruppen øvrige investorer

Bruttoformue (i 1000) (ekskl. bolig og hytte)	-500	500-1000	1001-2000	2000-5000	5001-
<i>Øvrige investorer</i>	7,5%	10,0%	15,0%	25,0%	42,5%

Nærmere 60% i hver gruppe har minst en 4-årig utdanning. Tar vi også med høyskoleutdanning på 1-3 år, ser vi at henholdsvis 77,7% og 85% har en utdanning utover videregående skole (tabell 3.6).

Tabell 3.6 Omfang av utdanning

Lengde utdanning	<i>Grunnskole</i>	<i>Videregående skole</i>	<i>1-3 år høyskole</i>	<i>Minst 4 års Utdanning</i>
<i>IM-medlemmene</i>	16,7%	30,6%	22,2%	25,0%
<i>Øvrige investorer</i>	0,0%	7,5%	37,5%	45,0%

Av de som tok høyskole eller universitetsutdanning, finner vi en klar overvekt av økonomer og ingeniører (tabell 3.7).

Tabell 3.7 Type utdanning

Type utdanning	<i>Økonomisk</i>	<i>Ingeniør / teknisk</i>	<i>Juridisk</i>	<i>Annet</i>
<i>IM-medlemmene</i>	30,6%	30,6%	2,8%	16,7%
<i>Øvrige investorer</i>	50,0%	38,2%	3,0%	8,8%

På bakgrunn av disse gjengitte resultatene, kan vi tegne oss et bilde av en typisk investor i de to gruppene. IM-medlemmene er gjennomgående noe yngre enn de øvrige investorer, med en noe lavere inntekt. En typisk investor på IM viser seg å være økonom eller ingeniør under 50 år, med en relativ høy inntekt. Den typiske investor i gruppen øvrige investorer er også utdannet økonom eller ingeniør, men over 50 år, og med en høyere inntekt. Dette er karakteristika som stemmer godt overens med det bilde andre undersøkelser har tegnet av en typisk investor i dette markedet, jfr. Reitan (1998).

3.2 ERFARINGER MED HANDEL I IKKE-BØRSNOTERTE SELSKAP

Av respondentene hadde 58% av IM-medlemmene erfaring med handel i unoterte aksjer, mens det for øvrige investorer var hele 88% med erfaring. Dette kan det tyde på at InnovasjonsMarkedet har tiltrukket seg investorer med mindre erfaring med handel i unoterte enn hva som kan synes vanlig blant investorer (tabell 3.8).

Tabell 3.8 Erfaring med handel i unoterte aksjer

Erfaring med handel i unoterte aksjer	<i>Ja</i>	<i>Nei</i>
<i>IM-medlemmene</i>	58,0%	42,0%
<i>Øvrige investorer</i>	88,0%	12,0%

Det var i de to gruppene henholdsvis 42% og 12% som ikke hadde noe erfaring med handel i noterte aksjer. Investorene uten erfaring ble bedt om å angi grunner til at de ikke hadde investert i ikke-børsnoterte selskaper tidligere (tabell 3.9). Manglende informasjon om selskapene ble oppgitt som viktigste grunn for begge kategorier. Dette stemmer godt overens med vår oppfatning om informasjonsproblemer i risikokapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter. Også faktorer som for høy grad av risiko og manglende avhendelsesmuligheter oppgis som viktige grunner. Når det gjelder risiko, ser vi at 34% av IM-medlemmene oppgir for høy grad av risiko som grunn til passivitet, mens bare 13% av de øvrige investorer oppgir dette som grunn. Bak samlebetegnelsen "Annet" oppga investorene bl.a. manglende tillit til ledelsen/entreprenøren, strategi/policy og manglende økonomi som grunn.

Tabell 3.9 Forklaringsfaktorer til manglende tidligere investeringer i unoterte aksjer

Forklaringsfaktorer "passivitet"	<i>Manglende informasjon om selskap</i>	<i>For høy grad av risiko</i>	<i>Manglende avhendelses muligheter</i>	<i>Liten tro på avkastnings muligheter</i>	<i>Annet</i>
<i>IM-medlemmene</i>	35,0%	34,0%	14,0%	3,0%	14,0%
<i>Øvrige investorer</i>	62,0%	13,0%	12,0%	-	13,0%

Investoren ble bedt om å angi gjennom hvilke kanaler de fikk vite om selskapene de investerte i (tabell 3.10). IM-medlemmene ble bedt om å angi én hovedgrunn, mens det for gruppen øvrige investorer ble tillatt flere grunner. Som det framgår av tabellen, ble gruppene også forelagt litt forskjellige svaralternativer i intervjuene grunnet en endring i spørreskjemaer før siste intervjugruppe ble spurt. Blant IM-medlemmene utgjorde 37,9% av svarene "bekjente", mens i "kontrollgruppen" utgjorde 51,3% av svarene kategoriene "bekjente", "forretningsforbindelser" og "henvendelse fra bedrift." Også dette kan si noe om informasjonsproblemene i risikokapitalmarkedet. Innhenting av informasjon er både tidkrevende og kostbar for denne type investeringer, slik at det kan være viktig hvilke kontakter en har. I kategoriene "forretningsforbindelser" og "andre" oppga investorer i begge gruppene ventureselskapene SIVA og Norsk Vekst. Dette viser at slike selskaper også i praksis til en viss grad fungerer som katalysatorer for investeringer i småbedrifter.

Tabell 3.10 Informasjonskanaler for investeringene

Informasjonskanal	<i>Bekjente</i>	<i>Bank/megler</i>	<i>Media</i>	<i>Forretningsforbindelser</i>	<i>Aktivt søk</i>	<i>Henvendelse fra bedriften</i>	<i>Annet</i>
<i>IM-medlemmene</i>	37,9%	31,1%	20,7%	-	-	-	10,3%
<i>Øvrige investorer</i>	20,2%	13,8%	9,2%	18,3%	18,3%	13,8%	6,4%

Gruppen øvrige investorer ble spurt om å angi på en skala fra en til fem, hvor en betyr svært vanskelig å identifisere et aktuelt investeringsobjekt, og fem svært lett, egne erfaringer med å identifisere aktuelle investeringsobjekter (tabell 3.11). Hovedtyngden av svarene ligger på 3, dvs. at flertallet oppgir at det hverken er vanskelig eller lett å identifisere gode investeringsobjekt. Likevel ser vi at det er flere som finner det vanskelig enn enkelt å identifisere aktuelle investeringsobjekt, henholdsvis 36,4% mot 15,9%, noe som sannsynligvis igjen kan forklares med bakgrunn i informasjonsproblemene i risikokapitalmarkedet. At det likevel er noen som synes det er enkelt å identifisere aktuelle investeringsobjekt, kan muligens

forklares ut fra at dette er investorer som har et omfattende nettverk, og således har lett tilgang på aktuelle investeringsobjekt.

Tabell 3.11 Erfaring med identifisering av aktuelle investeringsobjekt

Erfaringer med å identifisere aktuelt investeringsobjekt	<i>Svært vanskelig</i> 1	2	3	4	<i>Svært lett</i> 5
<i>Øvrige investorer</i>	11,4%	25,0%	47,7%	6,8%	9,1%

Investorene ble spurt om sine erfaringer med å selge aksjer i ikke-børsnoterte selskaper (tabell 3.12). På en skala fra en til fem, hvor en betyr svært vanskelig å finne kjøper, og fem svært enkelt å finne en kjøper, finner vi et klart tyngdepunkt til venstre på skalaen, noe som innebærer erfaringer med at det er vanskelig å finne en kjøper. Dette er svar forsterker en oppfatning om likviditetsproblemer som eksisterer i dette markedet.

Tabell 3.12 Erfaring med avhendelse av aksjer i ikke-børsnoterte selskaper.

Erfaringer med avhendelse av ikke-noterte aksjer	<i>Svært vanskelig</i> 1	2	3	4	<i>Svært lett</i> 5
<i>IM-medlemmene</i>	17,2%	27,6%	41,4%	6,9%	6,9%
<i>Øvrige investorer</i>	13,6%	29,5%	38,6%	6,9%	11,4%

Investorene ble, på en skala fra en til fem, hvor en betyr svært god avkastning, og fem svært dårlig avkastning, bedt om å angi hvor fornøyd de var med avkastningen på sine investeringer i ikke-børsnoterte selskaper (tabell 3.13). I begge kategoriene har investorene blandet erfaring med avkastning. Blant øvrige investorer finner vi en gjennomsnittlig bedre erfaring enn IM-medlemmene. Dette kan muligens skyldes at gruppen øvrige investorer består av ”tyngre” og mer erfarne investorer som sitter tettere på markedet, og således lettere kan identifisere gode investeringsobjekt.

Tabell 3.13 Erfaring med avkastning på investeringer i ikke-børsnoterte aksjer.

Erfaringer med avkastning på unoterte aksjer	<i>Svært dårlig</i> 1	2	3	4	<i>Svært god</i> 5
<i>IM-medlemmene</i>	13,8%	17,2%	51,7%	10,3%	0,6%
<i>Øvrige investorer</i>	11,4%	11,4%	34,1%	20,5%	13,6%

Investorene ble spurt om hvilken investeringshorisont de i gjennomsnitt hadde på sine investeringer (tabell 3.14). 72,4% av medlemmene på InnovasjonsMarkedet og hele 95,5% av øvrige investorer har en investeringshorisont på over ett år. En forskjell mellom disse to gruppene finner vi imidlertid, ved at hele 27,6% av IM-medlemmene har en kort og mellomlang horisont, mens det tilsvarende for øvrige investorer kun er 4,5%. Dette kan ses i sammenheng med neste punkt, investorenes grad av involvering i selskapene. En stor del ”øvrige” investorer går tidlig inn i selskapets fase, gjerne i oppstartsfasen, og involverer seg aktivt i selskapet.

Tabell 3.14 Gjennomsnittlig investeringshorisont på investeringene

Investeringshorisont	Kort 0 – 3 mnd	Mellomlang 3mnd – 1 år	Lang		
			1 – 3 år	3 – 5 år	Over 5 år
IM-medlemmene	6,9%	20,7%	72,4%		
Øvrige investorer	0,0%	4,5%	11,4%	34,1%	50,0%

Investorene ble spurt om de involverte seg som konsulent, styremedlem eller ansatt i selskapene/prosjektene de investerte i, eller om de kun var passive aksjonærer (tabell 3.15). På dette punktet finner vi en stor forskjell mellom gruppene. Så mye som 76% i gruppen øvrige investorer involverer seg i selskapene som styremedlem, konsulent eller ansatt. Som tidligere nevnt, er gjerne investorene i denne gruppen med å starte opp selskapet helt fra begynnelsen, og fungerer som rådgivere eller mentorer i selskapets første leveår. Som diskutert i kapittel 2 er høy grad av involvering i selskapet en måte å skaffe informasjon og overvåke investeringen. Blant medlemmene av InnovasjonsMarkedet er 55% passive aksjonærer. Forventningen om økt tilgang til informasjon om selskapene gjennom en organisert handleplass, kan muligens bidra til å forklare en høyere andel (55%) av passive aksjonærer blant medlemmene av InnovasjonsMarkedet.

Tabell 3.15 Grad av involvering i selskapene.

Grad av involvering i selskapene	Passiv aksjonær	Styre-medlem	Konsulent	Ansatt	Annet
IM-medlemmene	55,0%	16,0%	13,0%	13,0%	3,0%
Øvrige investorer	23,0%	47,0%	15,0%	14,0%	1,0%

For å kunne si noe om hvilke faktorer som er viktige med tanke på investeringer i unoterte aksjer, ble investorene bedt om å si noe om hvordan de vektlegger en rekke faktorer med

hensyn til deres betydning for investeringen. Faktorene det ble spurt om var: - Konjunktursituasjonen, - Diversifiseringsmuligheter mellom ulike bransjer, - Selskapets vekst og avkastningsmuligheter, - Informasjonstilgjengelighet og – Avhendelsesmuligheter.

Konjunktursituasjonens betydning for investering i unoterte aksjer blir vektlagt noe forskjellig i de to gruppene (tabell 3.16). Begge har imidlertid en ganske høy vektlegging, med 50% og 40% hos henholdsvis IM-medlemmene og øvrige investorer, som mener faktoren er viktig eller svært viktig.

Tabell 3.16 Konjunktursituasjonens betydning for investeringer i unoterte aksjer

Konjunktur-Situasjonen	<i>Helt uvesentlig</i> 1	2	3	4	<i>Svært viktig</i> 5
<i>IM-medlemmene</i>	8,0%	12,0%	30,0%	28,0%	22,0%
<i>Øvrige investorer</i>	22,7%	13,6%	22,7%	15,0%	25,0%

Investorene ble spurt om det var viktig for dem at de kunne velge mellom bedrifter fra ulike bransjer (tabell 3.17). IM-medlemmene vektla i stor grad det å kunne diversifisere, noe som sannsynligvis gjenspeiler at dette er viktig for småaksjonærer med tanke på risikoreduksjon. For øvrige investorer, synes faktoren ikke fullt så viktig. Dette kan kanskje skyldes at investorer, som i større grad involverer seg i selskapet, kan redusere sin risiko ved at de i større grad kan ha kontroll med ledelsen. Begge grupper ble også spurt om hvilke bransjer som var mest interessante. I begge gruppene var teknologi den klart mest interessante bransjen.

Tabell 3.17 Diversifiseringsmuligheters betydning for investering i unoterte aksjer

Muligheter for diversifisering	<i>Helt uvesentlig</i> 1	2	3	4	<i>Svært viktig</i> 5
<i>IM-medlemmene</i>	4,0%	8,0%	18,0%	42,0%	28,0%
<i>Øvrige investorer</i>	18,2%	15,9%	34,1%	15,9%	15,9%

Selskapets vekst og avkastningsmuligheter er en viktig faktor for begge grupper når de foretar investeringer i unoterte aksjer (tabell 3.18).

Tabell 3.18 Betydningen av selskapets vekst/avkastningsmuligheter for investering i unoterte aksjer

Selskapets vekst / avkastningsmuligheter	Helt uvesentlig 1	2	3	4	Svært viktig 5
IM-medlemmene	0,0%	2,0%	10,0%	34,0%	54,0%
Øvrige investorer	0,0%	0,0%	12,6%	20,5%	65,0%

Tilgjengelighet av informasjon om selskapet i markedet, er en faktor begge grupper vektlegger i stor grad (tabell 3.19). IM-medlemmene synes imidlertid å tillegge dette en noe større vekt enn de øvrige investorene. En årsak til dette kan være at gruppen øvrige investorer som tidligere nevnt sitter nærmere markedet og er sterkere involvert i selskapet. IM-medlemmene, som i en større grad består av passive investorer, anser derfor informasjonstilgjengeligheten om selskapene som viktigere for investeringsbeslutninger.

Tabell 3.19 Informasjonstilgjengelighetens betydning for investeringer i unoterte aksjer

Informasjonstilgjengelighet	Helt uvesentlig 1	2	3	4	Svært viktig 5
IM-medlemmene	0,0%	2,0%	6,0%	48,0%	44,0%
Øvrige investorer	2,2%	2,2%	25,0%	20,5%	50,0%

Avhendelsesmuligheter (exit-muligheter) er en faktor som begge grupper, henholdsvis 88% og 63,7%, anser som viktig for investering i unoterte aksjer (tabell 3.20). IM-medlemmene vektlegger imidlertid exit-muligheter i sterkere grad enn de øvrige investorene. Dette kan skyldes at de øvrige investorene har en større kontaktflate og derfor ikke er i like sterk grad opptatt av avhendelsesmuligheter. En annen forklaring er at investorene i denne gruppen også gjerne har lengre investeringshorisont enn småaksjonærene på InnovasjonsMarkedet. Siden en av formålene med Innovasjonsmarkedet er å bedre likviditeten, og dermed også exit-muligheter, samsvarer dette også gjerne med investorenes motivasjon for deltagelse på InnovasjonsMarkedet.

Tabell 3.20 Betydning av avhendelsesmuligheter for investeringer i unoterte aksjer

Avhendelses- muligheter	<i>Helt uvesentlig 1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>Svært Viktig 5</i>
<i>IM-medlemmene</i>	0,0%	4,0%	8,0%	40,0%	48,0%
<i>Øvrige investorer</i>	4,5%	6,8%	25,0%	27,3%	36,4%

Investorene ble også bedt om å uttale seg om betydningen av selskapets geografiske beliggenhet (tabell 3.21). IM-medlemmene er ikke særlig opptatt av selskapets geografiske beliggenhet, et resultat som også stemmer godt overens med InnovasjonsMarkedets hensikt. Informasjon om selskapene vil, ideelt sett, i lik grad være tilgjengelig for alle investorene. For øvrige investorene er det ikke overraskende at det er viktigere at selskapet ligger i rimelig geografisk nærhet, siden disse investorene i større grad involverer seg i selskapet.

Tabell 3.21 Betydningen av selskapets geografiske beliggenhet for investering i unoterte aksjer.

Selskapets geografiske beliggenhet	<i>Helt uvesentlig 1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>Svært Viktig 5</i>
<i>IM-medlemmene</i>	64,0%	24,0%	8,0%	2,0%	2,0%
<i>Øvrige investorer</i>	31,8%	11,4%	20,5%	22,7%	13,6%

InnovasjonsMarkedet har som mål å notere foretak med et stort vekstpotensial – vekstforetak. Gruppen øvrige investorer ble spurt om i hvilken fase de ønsket at en bedrift skulle befinne seg i for at den skulle være en mest mulig interessant investeringsobjekt på IM-børsen (tabell 3.22). 54% ønsker at selskapet skal befinne seg i tidlig vekstfase for at det skal være et mest mulig interessant investeringsobjekt. En relativt stor andel (30%) ønsker at selskapet skal være i såkornstadiet. Disse resultatene stemmer med andre ord rimelig godt overens med InnovasjonsMarkedet sin strategi om å notere selskaper i sterk vekst. Imidlertid må disse konklusjonene muligens modereres noe, siden respondentene i gruppen øvrige investorer består av aktive investorer, som erfaringsmessig gjerne går tidlig inn i et selskap. Resultatene hadde derfor kanskje blitt noe annerledes dersom vi hadde spurt IM-medlemmene det samme spørsmålet.

Tabell 3.22 Ønsket fase i bedriftens livssyklus for at bedriften skal være et interessant investeringsobjekt på IM-børsen

Ønsket fase i bedriftens livssyklus	Såkorn / oppstartfase	Tidlig vekstfase	Ekspansjons-fase	Moden fase
Øvrige investorer	30,0%	54,0%	12,0%	4,0%

Da spørreundersøkelsen ble gjennomført var det planer om at InnovasjonsMarkedet i Norge skulle samordnes med tilsvarende markeder i Sverige og Danmark. Begge gruppene ble derfor spurt om deres interesse for investeringer i svenske vekstforetak sammenlignet med norske (tabell 3.23). Blant IM-medlemmene var holdningen til investeringer i svenske vekstforetak mer positivt enn for gruppen øvrige investorer. Igjen kan dette skyldes at sistnevnte gruppe i større grad involverer seg i selskapet og således er mer opptatt av å investere i selskap i geografisk nærhet.

Tabell 3.23 Interesse for investeringer i utenlandske vekstforetak

Interesse for investeringer i svenske vekstforetak	Svært lite interessant 1	2	3	4	Svært interessant 5
IM-medlemmene	12,0%	18,0%	32,0%	16,0%	22,0%
Øvrige investorer	34,0%	24,0%	10,0%	20,0%	12,0%

3.3 INVESTORENES HOLDNINGER TIL INNOVASJONSMARKEDET

InnovasjonsMarkedet er avhengig av et betydelig antall medlemmer for at markedsplassen skal fungere etter sin hensikt. Intensjonene med kartleggingen av investorenes holdninger til InnovasjonsMarkedet, er å kunne si noe om hvilke faktorer investorer vektlegger, for på den måten å kunne evaluere InnovasjonsMarkedets mulighet til å fungere etter sin hensikt.

For å få et tilstrekkelig antall medlemmer, er det bl.a. viktig med god markedsføring. De eksisterende medlemmene av InnovasjonsMarkedet ble spurt om gjennom hvilke kanaler de fikk høre om InnovasjonsMarkedet første gang, mens øvrige investorer ble spurt om de hadde hørt om InnovasjonsMarkedet, og i tilfelle gjennom hvilke kanaler (tabell 3.24). Av gruppen øvrige investorer, var det hele 50% som ikke hadde hørt om InnovasjonsMarkedet. De resterende hadde hørt om InnovasjonsMarkedet først og fremst gjennom media.

Tabell 3.24 Gjennom hvilke kanaler investorene hørte om IM første gang

Informasjonskanal	<i>Emisjons- innbydelse</i>	<i>Bekjente</i>	<i>Media</i>	<i>Andre</i>	<i>Aldri hørt om IM</i>
<i>IM-medlemmene</i>	8,0%	26,0%	50,0%	16,0%	-
<i>Øvrige investorer</i>	6,0%	10,0%	32,0%	2,0%	50,0%

Skal denne markedsplassen fungere etter sin hensikt, er det viktig at organisasjonen opptrer profesjonelt, og at investorene har tillit til organiseringen av markedsplassen. Med tillit til organiseringen av markedsplassen, menes bl.a. investorenes tillit til vurderingen av selskaper som blir notert, at relevant informasjon blir hurtig og korrekt tilgjengelig for investor, at depotkonti blir forsvarlig administrert og lignende. Investorene som hadde hørt om InnovasjonsMarkedet, ble derfor spurt om i hvilken grad de hadde tillit til IM organisasjonens profesjonalitet (tabell 3.25). Det er klare forskjeller i investorenes tillit mellom de to gruppene. IM-medlemmene hadde på dette tidspunktet i stor grad tillit (64%), noe som er naturlig siden de allerede har tegnet medlemskap. Mer interessant er det å observere at øvrige investorer i høy grad *ikke* hadde tillit til IM sin profesjonalitet (36%). At så mange ikke har tillit, kan også skyldes den negative omtalen i media omkring InnovationsMarknaden i Sverige. Imidlertid er andelen av de som svarte ”vet ikke” størst (56%).

Tabell 3.25 Investorenes tillit til IM sin profesjonalitet

Tillit til IM sin profesjonalitet	<i>Ja</i>	<i>Nei</i>	<i>Vet ikke</i>
<i>IM-medlemmene</i>	64,0%	2,0%	34,0%
<i>Øvrige investorer</i>	8,0%	36,0%	56,0%

Skal InnovasjonsMarkedet trekke til seg flest mulige medlemmer, er det viktig at betingelsene for medlemskap er gunstige. Med betingelsene menes bl.a. handlekostnader og årsavgift for depotkonto etc. Da undersøkelsen ble gjennomført var kurtasjen 1% per handel via telefon/faks, og 0,5% per handel via Internett, mens årsavgiften til dekning av kostnader knyttet til bl.a. forvaltning og administrasjon av depotkonto og utsendelse av dokumenter til medlemmene, var på kr 600. Medlemmene av InnovasjonsMarkedet ble bedt om å angi i hvilken grad de er fornøyd med betingelsene på en skala fra en til fem, hvor en betyr svært misfornøyd, og fem svært fornøyd (tabell 3.26).

Tabell 3.26 IM-medlemmenes holdninger til betingelsene for medlemskap.

Holdninger til betingelser for medlemskap	Svært misfornøyd 1	2	3	4	Svært fornøyd 5
IM-medlemmene	2,0%	3,0%	26,0%	12,0%	7,0%

Tyngdepunktet lå i ”riktig” ende av skalaen med fornøyde kunder. Imidlertid har flertallet svart at de hverken er fornøyd eller misfornøyd med betingelsene. På ”spørsmål og svar” siden på nettstedet til InnovasjonsMarkedet i dette tidsrommet, var det likevel noe negativ tilbakemelding fra medlemmene, spesielt mht. årsavgiften. Avgiftene ble senere betydelig redusert vår 2000.

Antall medlemmer og faktisk framtidig investeringsaktivitet er svært viktig for markedsplassens fremtid. Medlemmene av IM ble spurt om i hvilken grad de hadde planer om å investere i selskaper på IM-listen i fremtiden (tabell 3.27). Flertallet på 76% hadde klare planer om å handle, mens 18% var usikre. De som svarte ”vet ikke”, begrunnet dette med at markedsplassen var i startfasen, og at de ville vente til det var kommet flere selskaper å velge mellom.

Tabell 3.27 IM-medlemmenes planer om handel på IM i fremtiden

Planer om handel på IM i fremtiden	Ja	Nei	Vet ikke
IM-medlemmene	76,0%	6,0%	18,0%

Gruppen øvrige investorer ble spurt om sin interesse for å tegne medlemskap i InnovasjonsMarkedet (tabell 3.28). Investorene i denne gruppen var i stor grad lite interessert i å tegne medlemskap. Disse resultatene må imidlertid ses på bakgrunn av at 50% ikke hadde hørt om InnovasjonsMarkedet. Den lave interessen kan også skyldes at markedsplassen var i oppstartsfasen, og at interessen for å tegne medlemskap muligens ville øke dersom antallet noterte selskaper øker. Den lave interessen for å tegne medlemskap, kan også skyldes at denne gruppen har andre preferanser med hensyn på investeringer. Disse investorene, er som vi har sett, i sterk grad delaktige i selskapene de investerer i, og ser kanskje en større verdi i et aktivt eierskap fremfor kun passive plasseringer.

Tabell 3.28 Øvrige investorers interesse for å tegne medlemskap

Interesse for å tegne medlemskap	<i>Svært lite interessant 1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>Svært Interessant 5</i>
<i>Øvrige investorer</i>	34,0%	30,0%	20,0%	16,0%	0,0%

IM-medlemmene kan registrere ordre på to måter på InnovasjonsMarkedet; via telefon/fax og via Internett. Medlemmene ble spurt hva de foretrekker av disse to måtene å registrere en ordre (tabell 3.29). Ser av dette at det store flertall (72%) foretrekker å registrere en ordre via Internett. Det var nevnt en rekke fordeler ved denne form for ordregistrering fremfor telefon/fax. For det første var kurtasjen lavere (0,5% vs. 1%), og for det andre er det en raskere måte å registrere en ordre. Det at stadig flere får tilgang til Internett, og dermed ser fordelene ved å benytte dette mediet, vil trolig bidra til at flere benytter seg av Internett ved ordregistrering.

Tabell 3.29 IM-medlemmenes foretrukne handlemåte

Foretrukket Handlemåte	<i>Telefon / fax</i>	<i>Internett</i>	<i>Indifferent</i>
<i>IM-medlemmene</i>	18,0%	72,0%	10,0%

Begge grupper ble spurt om hvor sannsynlig det var at de ville investere mer enn tidligere i unoterte aksjer som følge av etableringen av InnovasjonsMarkedet (tabell 3.30). Ikke overraskende var det klare forskjeller mellom de to gruppene. IM-medlemmene anså det som sannsynlig at investeringsaktiviteten økte som følge av etableringen av InnovasjonsMarkedet. Investorene som ikke er medlem av IM anser det gjennomgående som lite sannsynlig at investeringsaktiviteten øker. Det er også mange som har lagt seg midt på skalaen, noe som kan indikere at det er en del som har en "vente og se" holdning.

Tabell 3.30 I hvilken grad investorene vil investere mer i unoterte som følge av InnovasjonsMarkedet

Økt investeringsaktivitet som følge av IM?	<i>Svært lite sannsynlig 1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>Svært sannsynlig 5</i>
<i>IM-medlemmene</i>	10,0%	2,0%	34,0%	22,0%	32,0%
<i>Øvrige investorer</i>	46,0%	20,0%	30,0%	4,0%	0,0%

Investorene som ikke var medlem av IM ble spurt om hvilke andre tiltak for investeringer i risikokapitalmarkedet de savnet som investor (tabell 3.31). Gruppen ”Generell informasjonsvirksomhet” har en høy svarfrekvens, noe som gjerne gjenspeiler informasjonsproblemene i markedet for unoterte aksjer. Det er også mange som savner skattemessige incentiver. Her var det en del som ønsket skattefrie gevinster ved langsiktige investeringer. Også ”møtesteder for investorer” og ”kapitalnettverk” fikk høy svarprosent. Under kategorien ”andre” ble det bl. a. nevnt næringskattemessige tiltak. Noen respondenter savnet bl.a. momsfratak de tre første årene ved oppstart av bedrift, slik det praktiseres i Frankrike.

Tabell 3.31 Investorenes ønske om tiltak i risikokapitalmarkedet

Ønske om andre tiltak for investeringer	<i>Skatteincentiver</i>	<i>Møtesteder</i>	<i>Kapitalnettverk</i>	<i>Generell informasjonsvirksomhet</i>	<i>Annet</i>
<i>Øvrige investorer</i>	32,1%	15,1%	15,1%	37,7%	5,7%

3.4 OPPSUMMERING

Spørreundersøkelsen tar for seg erfaringer med handel i unoterte aksjer, og holdninger til InnovasjonsMarkedet ASA. Spørreundersøkelsen ble utført våren 1999. På dette tidspunktet var InnovasjonsMarkedet ASA i en oppstartsfasen, da de første aksjene utenom InnovasjonsMarkedet ASA selv, først ble notert i henholdsvis april og juni 1999. To hovedgrupper av investorer ble intervjuet; - norske medlemmer av InnovasjonsMarkedet, og en gruppe norske investorer som ikke var medlem av InnovasjonsMarkedet ASA.

Respondentenes karakteristika viser en del forskjeller mellom gruppene. Begge grupper består hovedsakelig av privatpersoner, fra 72% til 80% av investorene. Medlemmene av InnovasjonsMarkedet er gjennomgående noe yngre enn de øvrige investorene. Mens begge grupper hadde en høy bruttoinntekt, var den gjennomgående høyere for gruppen øvrige investorer. Vi finner også en forskjell i investeringshorisont, der 27,6% av IM-medlemmene hadde en investeringshorisont på under ett år, mens tilsvarende for øvrige investorer kun var 4,5%. En meget stor del av de øvrige investorene hadde erfaring med handel i unoterte aksjer fra før, hele 88%. InnovasjonsMarkedet synes å ha tiltrukket seg relativt mange uten tidligere erfaring, med hele 42% uten tidligere erfaring fra investeringer i unoterte selskap.

Informasjonsproblemer i kapitalmarkedet ble indirekte berørt i flere spørsmål. En stor andel av begge grupper anga at tilgjengeligheten av informasjon var viktig for investering i unoterte aksjer, hhv. 92% av IM-medlemmene og 70,5% av øvrige investorer. Denne forskjellen mellom gruppene gjenspeiler muligens de øvrige investors mer aktive engasjement i selskapene. En viktig kilde til informasjon om unoterte selskaper, har tradisjonelt vært ulike former for engasjement i bedriften. Hele 77% av de øvrige investorene involverte seg i selskapet, hvorav bl.a. 47,0% som styremedlem, og 15% som konsulenter. For IM-medlemmene finner vi derimot at hele 55% karakteriserte seg som passiv aksjonær. I samsvar med dette finner vi at 88% av IM-medlemmene anser geografisk beliggenhet som uvesentlig, mens dette gjelder en betydelig mindre del, 43,2%, av de øvrige investorer. Informasjonsproblemer er også en viktig grunn til at investorene ikke hadde investert i unoterte aksjer tidligere. Investorene *uten* tidligere erfaring ble bedt om å angi grunner til at de ikke hadde investert i ikke-børsnoterte selskaper tidligere. Manglende informasjon og kunnskap om selskapene var viktigste forklaringsfaktor med hele 62% blant øvrige investorer uten erfaring og 35% blant IM-medlemmer uten erfaring. Et relatert aspekt, høy grad av risiko, ble vektlagt som viktigste faktor hos 13% av øvrige investorer, og 34% av IM-medlemmene. Vi finner også at 36,4% av gruppen øvrige investorer *med* erfaring fra handel i unoterte aksjer, fant det vanskelig å identifisere aktuelle investeringsobjekter.

Likviditetsproblemer synes også å spille en relativt stor rolle. På direkte spørsmål om problemer med avhending hos investorene *med* erfaring, finner vi at hele 44,8% av IM-medlemmene og 43,1% av de øvrige investorene fant det vanskelig å avhende aksjene. Begge grupper angir også at betydningen av avhendelsesmuligheter er viktig eller svært viktig for investeringer i unoterte aksjer, hhv. 88% for IM-medlemmer og 63,7% for øvrige investorer. Videre ser vi at 12-14% av investorene *uten* erfaring i unoterte aksjer anga manglende avhendelsesmuligheter som grunn til at de ikke hadde investert i unoterte aksjer.

Interessant nok, synes det ikke være troen på avkastningsmulighetene som i stor grad hemmer handelen. Bare 3% av IM-medlemmene *uten* erfaring anga dette som viktigste grunn. Ser vi på erfaringene med avkastning på investeringer i ikke-børsnoterte aksjer, finner vi at 62,6% av IM-medlemmene og 68,2 av øvrige investorer hadde fra middels til svært gode erfaringer. I valg av selskaper å investere i, angir over 85% i begge grupper med erfaring at selskapets vekst og avkastningsmuligheter er viktig eller svært viktig for investering i unoterte selskaper.

For øvrig finner vi at IM-medlemmer i større grad enn de øvrige investorer vektlegger betydningen av diversifiseringsmuligheter ved investering i unoterte aksjer, der hhv. 70% mot 31,8% vektlegger dette som en av de viktigste faktorer.

Spørreundersøkelsen tok også for seg investorenes holdninger og forventninger til det nyoppstartede InnovasjonsMarkedet. Blant IM-medlemmene finner vi på dette tidspunktet en relativ positiv holdning. Hele 64% av IM-medlemmene hadde tillit til InnovasjonsMarkedets profesjonalitet, mens de resterende i stor grad var usikre. 76% av medlemmene hadde planer om handel på InnovasjonsMarkedet i fremtiden, og over halvparten forventet at de ville investere mer i unoterte aksjer som følge av etableringen av InnovasjonsMarkedet. Medlemmene var jevnt over fornøyd med betingelsene for medlemskap, med bare 5% som anga seg selv som direkte misfornøyd. Et stort flertall av IM-medlemmene foretrakk også å benytte tilbudet om bruk av Internett for direkte registrering av ordre. Holdningene til InnovasjonsMarkedet blant øvrige investorer var på langt nær så positive. Hele 50% av de øvrige investorene hadde imidlertid aldri hørt om markedet. Blant de øvrige investorene som hadde hørt om markedet, hadde 36% ikke tillit til InnovasjonsMarkedet sin profesjonalitet, mens 56% var usikre. 64% fant det lite interessant å tegne medlemskap i fremtiden, og i samsvar med dette var det 66% som svarte at det var lite sannsynlig at de ville investere mer i unoterte aksjer som følge av etableringen av InnovasjonsMarkedet. I ettertid, per våren 2000, finner vi at InnovasjonsMarkedet ennå ikke har svart til forventningene, noe som gjenspeiler seg i en dramatisk nedgang i aksjekursen for selskapet, med senere handelsstans og avnotering av de listede selskapene, og et forventet skifte i eierstruktur.

Spørreundersøkelsen gir et innblikk i rådende problemer i kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter, der betydningen av informasjon og likviditet synes å komme klart fram. Samtidig gjenspeiler de to gruppene som ble spurt, to ulike tilpasninger i markedet, jfr. figur 2.1. Med et marked preget av dårlig likviditet og informasjonsproblemer, ser vi at gruppen "Øvrige investorer" i stor grad representerer en tilpasning i punkt ii) i figuren som aktiv eier. Dette underbygges bl.a. ved stor grad av aktivt engasjement og langsiktig horisont. Etablering av et organisert marked som InnovasjonsMarkedet, representerer forventninger om en overgang til punkt iii) i figuren, med bedre informasjonsinnhold og likviditet i markedet. Dette synes å ha tiltrukket seg en gruppe i liten grad representert tidligere.

4 NETTHANDEL PÅ BØRS: GENERELLE UTVIKLINGSTREKK

Den teknologiske utviklingen gjør det nå mulig å etablere et elektronisk kapitalnettverk eller omsetningssystem for små og mellomstore bedrifter med potensiale for lave transaksjonskostnader og god likviditet. I organisert børshandel har teknologisk utvikling og bruken av Internett allerede medført gjennomgripende forandringer, knyttet bl.a. til innføring av elektroniske handelssystem på børsene, handel over Internett, økt konkurranse mellom børser⁸. Ved å studere utviklingen i disse markedene, finner vi utviklingstrekk som har betydning også for kapitalnettverk for små og mellomstore bedrifter.

4.1 ELEKTRONISKE BØRSER

Børsene effektiviserer sin tradisjonelle omsetning av aksjer ved å ta i bruk elektroniske handlesystem. Dette innebærer på den ene side en fysisk desentralisering av handelen, idet børsomsetningen kan skje via arbeidsstasjoner koblet til markedet over et nettverk. Satt på spissen forvandles børsen fra et fysisk sted for handel, til et dataprogram, der børsens ”hjemmeside” er portal til nettverket. Dette letter i betydelig grad tilgang til børsen, og innebærer et stort potensiale for en mer kostnadseffektiv børshandel. Uten kravet til fysisk tilstedeværelse for handel, åpnes i utgangspunktet også mulighetene praktisk for å la andre enn børsmedlemmer å legge ordrene direkte inn på børsen, uten å gå via børsmedlemmet som mellomledd. I hvilken grad dette vil skje, avhenger bl.a. av forhold knyttet til børsens sikkerhetsrutiner. Nedenfor nevnes kort eksempler på børser med elektronisk handlesystem.

Oslo Børs innførte i februar 1999 et elektronisk handlesystem basert på automatisk slutning av ordre som er innlagt elektronisk. Dermed gikk Oslo Børs samtidig over fra sentralisert handel, der det tidligere systemet krevde meglernes fysiske tilstedeværelse i børsbygningen, til desentralisert handel. Børsens medlemmer utfører dermed nå all handelsaktivitet fra eget hjemmekontor. Alle kjøps- og salgsordre som børsens medlemmer registrerer fremgår i det nye systemets offentlige ordrebok, sammen med meglerens identitet. Ordreboken er tilgjengelig blant annet via Internett. Det er kun meglerforetak med medlemskap på Oslo Børs som kan registrere ordre direkte. Investorer som ønsker å kjøpe eller

⁸ Studentutredningen Gangaune & Søren (1999) ser generelt på utviklingen mht. aksjehandel og Internett.

selge aksjer må kontakte sin megler for å handle, via eksempelvis telefon eller Internett. Megleren overfører ordren til ordreboken der den blir synliggjort til hele markedet sammen med alle andre ordre.

OM Stockholmsbörsen AB ble dannet første halvår 1999, etter fusjonen mellom OM Stockholm og Stockholms Fondbörs. Ved Stockholmsbörsen skjer aksjehandelen via det elektroniske handlesystemet SAXESS. SAX (Stockholm Automated eXchange) ble innført i sin helhet i 1990. Børsmeglerne handler fra sine kontor ved hjelp av egne datamaskiner som er koblet opp mot SAX-datamaskinen på børsen. SAXESS benyttes her som et ordrebasert system, der de fleste handler skjer ved hjelp av en automatisk matching. Dette innebærer at kjøps- og salgordre krysses automatisk når kjøps- og salgskurs stemmer overens. Større handler kan gjennomføres via telefon, og rapporteres manuelt til systemet. Informasjon fra systemet er realtidbasert, og presenteres på meglernes skjermer i form av ordrebøker, markedssammendrag, handler, m.m. For å handle direkte i SAXESS på Stockholmsbörsen kreves det børsmedlemskap, øvrige investorer må handle indirekte gjennom meglere som er medlemmer av børsen.

AktieTorget er et aksjeselskap som eies av Stiftelsen Lokal Aktiehandel. Formålet er å kanalisere kapital fra småinvestorer til små selskaper, og bidra til en likvid markedsplass for omsetning av aksjer i små bedrifter. AktieTorget er en autorisert markedsplass i Sverige, med noterte aksjer, og offisiell handel. Standardmetoden for aksjeemisjoner, er AktieTorgets torgdager, som holdes på bestemte tider. Selskaper godkjent av AktieTorgets granskningskomité, blir lagt fram for tegning av aksjer. Et stikkord er her regionale møteplasser med nasjonal handel, der målet er å etablere et aksjetorg i hver region i Sverige. For løpende handel i aksjene har AktieTorget avtale med OM Stockholmsbörsen om å utnytte børsens elektroniske system for aksjehandel, SAXESS. Her benyttes en periodisk call-handel med tre klareringer per dag, samt kontinuerlig handel for aksjer med stor handel. Kjøp og salg skjer gjennom en mellommann som bank, eller fondskommisjonær, og gjennom enkelte Internettmeglere.

"The Nasdaq Stock Market", begynte sin virksomhet i 1971 som verdens første elektroniske aksjemarked, med formål å effektivisere OTC-handel. Nasdaq er i dag

verdens andre største aksjemarked, målt i dollar volum, og er det markedet med størst vekst i USA. To grupper aktører står for handelen i de noterte aksjene. Dette er på den ene side market makers som er uavhengige meglere som selv handler i aksjen, kvoterer kjøps- og salgskurser, og konkurrerer mot andre investorer for investorenes kjøps- og salgsordre. På den annen side har vi ”Electronic communications networks” (ECNs). Dette er handlesystemer som bringer ytterligere ordre inn i Nasdaq. Når en ordre kommer til en ECN, blir den først kanalisert gjennom ECN for å sjekke om det er matchende ordre, hvoretter handelen sluttes. Hvis ikke, blir den postert elektronisk i Nasdaq.

For små og mellomstore bedrifter innebærer bruk av elektronisk handel en mulighet for å skape et kostnadseffektivt handlesystem. Dette muliggjør på den ene side reduserte kostnader ved drift av et kapitalnettverk, inkludert håndtering av handel og spredning av informasjon. På den annen side gjelder dette også investorenes kostnader med å delta på markedet, der elektronisk handel uten behov for fysisk tilstedeværelse letter tilgangen til markedet, og minimerer kostnader både med å foreta handel selv, samt å følge den løpende handelen.

4.2 NETTMEGLERE – TYPER OG UTVIKLING

Meglere tilbyr ulike tjenester til bedrifter, institusjoner og private investorer. Dette gjelder både omsetning av aksjer der førstehåndsomsetning har å gjøre med tilrettelegging av emisjoner og børsintroduksjoner, og annenhåndsomsetning tar for seg vanlig kjøp og salg av aksjer. I tillegg kommer informasjon og rådgivning hvor kundene tilbys analyser, verdsettelse av selskaper og lignende. Internettmeglerne skiller seg fra hverandre både mht. hvilke produkter det handles i (aksjer, obligasjoner, opsjoner og andre derivater, valuta), hvilke tjenester som tilbys, hvilken kundegruppe de retter seg mot, og hvilke børser det er mulig å handle på. Utviklingen av nettmeglere har kommet lengst i USA, og kan illustreres ved å gjengi følgende tredeling av nettmeglere⁹:

Deep Discount Broker: Denne typen nettmeglere var den første som dukket opp på markedet. Disse tilbyr transaksjoner til lav pris og kun rådata fra markedet, dvs. at informasjonen ikke er blitt analysert på noen måte. De tilbyr ingen personlig

⁹ Denne karakteriseringen er hentet fra Forrester, et forskningsfirma i USA, jfr. www.forrester.com.

assistanse og har sjelden en kundeservice funksjon. Denne tjenesten tiltrekker private kunder som er ute etter å handle billigst mulig og ønsker å gjøre ting selv. Kundene er ofte aggressive i form av at de handler ofte og snur store andeler av sin portefølje. Gruppen Deep Discount meglere vokste raskt i begynnelsen. De tiltrakk seg også kunder som tidligere ikke hadde råd til å handle på børsen. Man ser imidlertid for seg en konsolidering av denne typen nettmeglere, siden de er kritisk avhengige av mange handler, volum, med sine minimale marginer. De fleste opprinnelige Deep Discount meglerne tilbyr nå flere tjenester på sine sider. Dette være analyseverktøy eller sanntidsmeldinger fra børsen. Denne nettmegleren kalles en Mid-tier broker.

Mid-tier Broker: Fra oppstarten i 1994 i USA til i dag har nettmeglerne utviklet seg fra kun å gjøre transaksjoner til å tilby et spekter av tjenester. Denne gruppen er definert som nettmeglere som tilbyr automatisert finansiell rådgivning ved bruk av markedsintelligens som er individuelt tilpasset og i kombinasjon med tilgang til en rådgiver i investeringer på Internett. Mid-tier meglere tilbyr verdiøkende innhold, råd og service som en Deep Discount megler ikke gjør, til lavere priser enn Full-service meglere, som kan sies å være de tradisjonelle meglerhusene. Informasjonstilgangen på Internett og i markedet generelt er svært stor. Ved å ta utgangspunkt i investorens profil og porteføljedata, gir mid-tier megleren kunden et utvalg individuelt tilpasset informasjon. Internett gjør det også mulig å gi investorene tilgang til ulike former for verktøy, slik at investorene selv kan evaluere deres egen portefølje etter ulike kriterier og motta råd for å oppnå ønsket avkastning og risikospredning. I tillegg tilbyr en rekke meglere tilgang til rådgivere mht. bruk av tilgjengelig verktøy.

Full-service broker: Denne gruppen meglere representerer de tradisjonelle meglerne. Ved årsskiftet 98/99 var enda ingen av de store meglerhusene i USA kommet med online løsninger. En grunn til treg oppstart kan være at de ikke så nettmeglere som reelle trusler. En annen grunn kan være at de ikke ville "kannibalisere" sin egen virksomhet, ved at kundene benytter seg av nettløsninger, og dermed betaler en andel av det de betalte tidligere. Etterhvert som nettmeglerne kaprer større markedsandeler, har flere av de tradisjonelle meglerne sett seg nødt

til å tilby netthandel. Denne gruppen er svært høyt priset, med stor vekt på personlig rådgivning og assistanse. En viktig kundegruppe er større kapitalsterke kunder.

USA er det landet som er kommet lengst i utviklingen av aksjehandel over nettet, med start allerede i 1994/95. Det er et marked i rask fremvekst, og det finnes i dag et stort antall nettmeglere. De største meglerhusene var skeptiske og lite villige til å kaste seg ut i konkurransen. Det vokste dermed raskt opp rene Internettsselskaper, som nå tar en stor andel av omsetningen i det amerikanske markedet. Av meglere innen gruppen Deep Discount meglere, er høyt handlevolum og lave enhetskostnader nødvendig for å overleve. Trenden de siste årene har imidlertid vært at flere og flere Deep Discount meglere har blitt Mid-tier meglere. Det finnes nå nesten ingen nettmeglere som tilbyr kun transaksjoner. Full-service meglere startet sent, og kan miste markedsandeler til Mid-tier meglere, dersom disse legger mer verdi i produktet sitt, slik at når Full-service meglerne kommer på banen, er avstanden liten og prisen lavere. Noen eksempler på Internettmeglere er Charles Schwab & Co. Inc (www.schwab.com) og E*Trade (www.etrade.com).

Med oppstart våren 1996 ligger Sverige også langt fremme når det gjelder aksjehandel på nettet. Svenskene har sett en formidabel vekst i antall nettmeglere og antall nettinvestorer de siste årene. Høst 1998 var det eksempelvis tolv Internettmeglere og ca. 80.000 Internettinvestorer. I august 1998 stod netthandelen samlet sett for rundt 10% av det svenske børsomsetningen, som var en dobling fra april samme år. Det antas imidlertid at antall nettinvestorer vil øke kraftig. En artikkel fra Affärsvärlden fra 09.06.99, med tittelen «Internetmäklarna», tok for seg framtidig utvikling med hensyn til nettmeglere. På tre år har dette markedet gått fra å være nytt til modent, noe som er en svært rask utvikling. Med tegn som hard konkurranse, dårlig lønnsomhet og et ekstremt prispress, spår mange at Internettmeglernes allerede er på vei inn i en konsolideringsfase. Også i Sverige begynte det med at nettmeglernes tilbød kun kjøp og salg av aksjer. Dette for å holde kostnadene nede og dermed også prisene, noe som gjennomgående resulterte i betydelig lavere kurtasje hos nettmeglere sammenlignet tradisjonelle meglere. I tillegg har kravet om et minimumsbeløp stående hos nettmeglernes forsvunnet hos de fleste. Vi ser altså den samme tendensen som i USA, at med en så lav margin på transaksjoner så er Internettmeglernes veldig avhengige av volum. Den enormt harde konkurransen har også her tvunget frem en strategiendring, nemlig

at nettmeglerne nå begynner å tilby et sett med tilleggstjenester. Dette kan være nyheter fra ulike nyhetsbyråer, analyser fra analyseavdelingen eller andre, sanntidsinformasjon og/eller rapporter. Trenden går altså mot at Internettmeglerne blir mer og mer like tradisjonelle meglerhus med et spekter av ulike tjenester. En strategi for nettmeglerne er også å prøve å differensiere seg gjennom å nå ulike kundegrupper. Noen eksempler på Internettmeglere i Sverige er Avanza (www.avanza.se) og Nordnet (www.nordnet.ohman.se).

Aksjehandel over Internett i Norge er på mange måter i startgropen, men har vist en hurtig vekst. Med innføring av nytt handlesystem på Oslo Børs ble det åpnet for at investorer selv kan registrere ordre i ordreboken. Det er imidlertid opp til Børsens medlemmer å legge forholdene til rette for dette for sine kunder. Per mars 2000 er det 5 meglere / børsmedlemmer som har åpnet for handel over Internett, slik at kjøps- og salgsordre overføres fra investors egen maskin, gjennom meglerforetakets maskinelle kontrollfunksjon, til Børsens ordrebok. Her fremstår ordren imidlertid som om det var meglerforetaket som hadde registrert ordren selv, og skiller seg ikke på noen måte fra andre ordre. Det er samtidig meglerforetaket som sitter med det formelle ansvaret for ordren mot resten av markedet etter at den har passert børsmedlemmets kontrollfunksjon. I løpet av februar 2000 ble en av fire aksjehandler på Oslo Børs utført via nettet og veksten ventes å fortsette¹⁰. Foreløpig er det i stor grad småsparere som har tatt i bruk nettet for å presse kurtasjen, slik at det omsatte volumet som handles via nettet ennå er lite i forhold til antall transaksjoner. En oversikt over nettmeglere finnes på nettsidene til Oslo Børs. Per april 2000 er dette Christiania Markets (www.kreditkassen.no/markets), DnB Markets (www.dnb.no/aksje), Karl Johan Fonds ASA (www.karl-johan-fonds.no), NetFonds ASA (www.netfonds.no), Stocknet Aston Securities (www.stocknet.no). I tillegg planlegger Aker Fonds (www.akerfonds.com) oppstart. Tabell 4.1 gjengir en del opplysninger om nettmeglerne.

¹⁰ Itavisen, Fre 24. mars 2000 kl. 12:52.

Tabell 4.1 Oversikt over nettmeglerne(per feb. 2000)

	Stocknet	NetFonds	DnB Markets	Christiania Fonds (K-Nett)	Karl-Johan Fonds	Aker Fonds ¹⁾
KURTASJE						
Prosent	0,12%	0,10% + kr 50	0,25%	0,25%	0,25%	0,10%
Minimums- kurtasje	Kr 95 ²⁾	Kr 125	Kr 175	Kr 175	Kr 160	Kr 99
Maksimums- kurtasje	(0,16% ved autogiro)	–	–	–	–	–
Innmeldings- årsgebyr (kr)	0	0	0 ³⁾	0	0	0
TJENESTER						
Markeds- rapporter	Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Nei
Analyser	Nei	Nei	Ja	Ja	Ja	Nei
Sanntids- kurser	Kr 60 / mnd	Nei	Kr 60 / mnd	Kr 60 / mnd	Div. abonnement	Kr 60 / mnd
Mulig å handle utenlands	Nei (kommer)	Nei (Frankfurt kommer)	Nei (Stockholm kommer)	Nei	Nei	Nei
Diverse	Alle ordre direkte til børsen	Internhandel og rap. til børsen. Nyheter TDN- finans gratis.		Spes. tilbud til gode kunder.	Gratis tekn. Analyse pr. dag.	Alle ordre direkte til børsen.

Kilde: Økonomisk Rapport nr. 4/2000. Tilbudene endrer seg raskt, informasjonen i tabellen er à jour pr . 16. februar 2000. Kommentarer: 1) Ikke operativt ennå. 2) Kr 125 ved autogiro. 3) Krever spesiell konto i DnB. Etabl.geb. kr 100 + kr 10 pr. mnd inkl. antivirusprogram.

Elektroniske handlesystem har bidratt til å redusere kostnadene ved å drive børs, og åpnet for aksjehandel via nettet. I prinsippet muliggjør teknologien at investorene kan foreta sine handler over nett direkte mot børsen, uten et mellomledd som meglere. Forhold omkring børsens sikkerhetsrutiner og tillit, og mangel på nye løsninger på dette området, utgjør imidlertid ennå en barriere som gjør at en børs fortsatt organiserer sin handel gjennom børsmedlemmer. En omorganisering av dette kan imidlertid åpne for direkte registrering. Elektronisk handel, med direkte registrering av ordre gjennom en nettmegler med tilgang til børsen, representerer en handelsform med stort potensiale for kostnadsbesparelser. Dette gjenspeiles i nettmeglerens lave kurtasje, og den påfølgende prispress i markedet på denne type tjenester, noe som i stor grad synes å medføre vesentlige strukturendringer innen meglerbransjen. Elektronisk

aksjehandel har mange potensielle fortrinn for investor. Foruten lavere transaksjonskostnader, gir Internetthandel investor stor fleksibilitet i tidspunkt for handel. Investor kan legge inn ordre uavhengig av børsens og meglerens åpningstider, ordren blir utført når børsen åpner, og investor unngår venting på tilgang til megler. Samtidig gis rask tilbakemelding på registrerte ordre og gjennomførte handler. Videre gir Internett en raskere og rimeligere tilgang til informasjon, både med hensyn til ordrebok (med mulighet for sanntidskurser og innsikt i ordrebokens dybde), samt at det tilbys en rekke tilleggstjenester i form av bl.a. nyheter, analyseverktøy med mer både fra nettmeglere, og andre.

4.3 SIKKERHETSASPEKTER

Et viktig aspekt knyttet til aksjehandel og Internett, er sikkerhet både ved gjennomføring av handler og ved informasjon. Vi kan oppsummere de viktigste aspektene som følger:

Sikkerhet ved ordreinnleggelse og handel: Tre viktige aspekter omkring aksjehandel er autentisering, som innebærer en verifisering av identiteten til en bruker, personvern som skal forhindre at informasjon og opplysninger skal komme i hendene på uvedkommende, og integritet som skal sikre at en kan stole på at informasjonen er sendt av en spesifisert person, og ikke blitt forandret siden den forlot sitt opprinnelsessted. Sikkerhetsrutinene på dette området synes etter hvert å være relativt velutviklede.

Problemer ved urutinert handel på nettet: Aksjehandel over Internett har med sin tilgjengelighet og lavere priser tiltrukket en rekke nye og urutinerte investorgrupper, noe som har gitt grunnlag for nye problemer. Eksempler på problemer som har forekommet er - at investor legger inn doble kjøps- eller salgsordre, fordi man tror ikke systemet har registrert det, - at folk som sitter og følger med på priser som er forsinket i forhold til markedet, og legger inn ordre som ikke stemmer overens med den "riktige" kursen, - at investor feilklikker på musen slik at det bestilles feile aksjer. Den amerikanske Securities and Exchange Commission (SEC) i USA gått ut med advarsler om urutinert handel på nettet. Børskommisjonen gir følgende fire råd man bør ta i betraktning når man kaster seg inn i markedet: 1) Investoren må være klar i over at ting kan gå galt på nettet, så man bør ha en back-up så man kan undersøke om handelen er gått i orden. 2) Kursene beveger seg så raskt at prisen på aksjen kan ha forandret seg fra du legger inn ordren, til ordren blir effektivert. 3) Du må ha råd til å tape innsatsen din. I USA kreves det 10% margin ved kjøp av Internett-aksjer.

4) Investeringer bør først og fremst være langsiktige, selv om det i enkelte tilfeller har lønt seg å investere kortsiktig.

Kvaliteten på informasjon på nettet: Internett har gjort det mulig å gi markedet rask og lett tilgang på store mengder informasjon, både fra børsens ordrebok, nyhetsformidling om selskapenes økonomiske situasjon, ulike uformelle diskusjonsforum med mer. Mens dette gir et stort potensiale for bedre informerte investorer og beslutninger, er farene knyttet til kvaliteten på informasjonen som mottas. Det kan være vanskelig å skille seriøs fra useriøs informasjon. Det er allerede flere eksempler der formidling av informasjon over Internett brukes i svindels øyemed, eksempelvis der falsk informasjon spres via Internett for å drive opp kursen på en aksje, før oppmennene deretter dumper aksjen på intetanende investorer. Her ligger det en stor utfordring. Det amerikanske SEC har gjort det klart for markedet at kampen mot slik form for bedragerivirksomhet vil få topprioritet i kommisjonen, bl.a. gjennom strengere regler, større informasjonstiltak og større innsatsgrupper som blant annet tråler nettet for denne type opplegg.

4.4 KONKURRERENDE OMSETNINGSFORMER

I USA, der den teknologiske moderniseringen av aksjemarkedene har nådd lengst, uttrykkes det nå en bekymring om at en utstrakt markedsfragmentering vil være ødeleggende for aksjemarkedets effektivitet. Tradisjonelle aksjemarkeder, som NYSE og Nasdaq, møter nå konkurranse fra en rekke mindre elektroniske omsetningssystemer (electronic share-trading systems – ECNs), samt en praksis med intern kryssing av ordre hos meglere, slik at ikke alle ordre når børsen sin ordrebok. En frykter at konkurransen vil dele markedet opp i mindre, separate markedsplasser som hver for seg er mindre likvide, mindre transparente og dermed mindre effisiente. På den annen side kan konkurranse mellom markedsplasser bidra til å effektivisere omsetningen, og stimulere innovasjon og bruk av ny teknologi. Svaret ligger derfor ikke nødvendigvis å unngå flere senter for aksjeomsetning. Problemet er nylig tatt opp av the Securities and Exchange Commission, SEC¹¹. Seks forslag til å håndtere fragmenteringsproblemet blir satt fram for diskusjon, der et framtreddende aspekt er offentliggjøring av bud, krav knyttet til intern kryssing av ordre, og ulike krav som bidrar til å

¹¹ Jfr. "NYSE's Recession of Rule 390 and Commission's Request for Comment on Market Fragmentation", Release 34-42450 ved the Securities and Exchange Commission, Feb 23 2000.

koble prisdannelsen i ulike omsetningssentre sammen, og å øke konkurransen i omsetningen av den enkelte aksje:

“1. Require public disclosure by market centers (including exchange markets, over-the-counter market makers, and ECNs) concerning their order flow and the quality of their trade executions. Require public disclosure by brokers concerning their order routing arrangements and the results they have obtained for customers through the arrangements.

2. Restrict broker-dealer internalization and payment for order flow by reducing the extent to which market makers trade as principal with their customer orders by matching other market center prices (essentially the rule requested by the NYSE).

3. Require exposure of investor market orders to legitimate price competition, such as by exposing them in a system with a demonstrated record of price improvement or by publishing an improved bid or offer for a specified period of time.

4. Adopt an intermarket prohibition against market makers trading ahead of previously displayed investor limit orders held by another market center (that is, trading as principal with customer orders at the price of the earlier limit order). For limit orders to be protected, the market center holding the orders would be responsible for widely displaying the orders and making them easily accessible through automatic execution.

5. Provide intermarket time priority for investor limit orders or dealer quotations that are the first to improve the national best bid or offer for a security.

6. Establish a nationwide price/time priority for all displayed trading interest.”

Økt konkurranse mellom børser og omsetningssystemer som følge av teknologisk utvikling, kan som nevnt over på den ene lede til fragmentering av markedet. På den annen side ser en at børsene av frykt for å miste volum og likviditet, selv iverksetter tiltak. En ser eksempelvis klare tendenser til at børser svarer på utfordringen med samarbeid og fusjon, jfr. drøftinger om sammenslåing av Paris, Amsterdam og Brussel, og samarbeid mellom London og Frankfurt.

4.5 LÆRDOM FOR KAPITALMARKEDET FOR SMÅ OG MELLOMSTORE BEDRIFTER?

Teknologisk utvikling og Internett har ført til store forandringer for etablert børsumsetning. Spørsmålet er så i hvilken grad disse erfaringene kan bidra til å få til et mer effektivt kapitalmarked for små og mellomstore bedrifter hvor det i utgangspunktet ikke eksisterer et velfungerende marked. Flere forhold synes å gi nyttig lærdom:

Elektronisk børssystemer har på mange måter bidratt til en mer kostnadseffektiv børsumsetning med lavere driftskostnader ved å drive børs. Denne utviklingen gir også potensiale for en kostnadseffektiv drift av kapitalnettverk for små og mellomstore bedrifter.

Aksjehandel over Internett letter i betydelig grad tilgangen til handel på børs, med lavere direkte kostnader for investor ved å inngi ordre, idet handel kan foretas via lokale datamaskiner. Kostnadene på handel har for mindre aksjehandler blitt vesentlig redusert, noe som kommer til syne gjennom Internettmeglernes lavere transaksjonskostnader. Kostnadspresset, med lavere kurtasje og dermed lavere kostnader for aksjehandel, vil også i prinsippet kunne bidra til økt handlevolum og likviditet. Bruk av Internett i et kapitalmarked for små og mellomstore bedrifter forventes på samme måte å bidra til lavere kostnader ved aksjehandel også for unoterte selskaper, noe som også her potensielt vil bidra til økt likviditet.

Med elektronisk børsumsetning, og investorenes tilgang via Internett, ser vi imidlertid konturene av en ytterligere utvikling. I prinsippet innebærer mulighetene for direkte registrering til børsen at meglere faktisk blir overflødige med hensyn til selve utførelsen av handel. Vi ser imidlertid at meglere i dag utfører to funksjoner, som leverandør av informasjon, analyseverktøy m.m. og som et ledd i børsens sikkerhet, i den grad meglere som børsmedlem har særlige ansvar. Som informasjonsleverandør møter megleren stor konkurranse. Sikkerhetsfunksjonen er på den annen side knyttet til organisering av børsen, der også andre former kan tenkes. Dette er forhold som må vurderes i tilknytning til et omsetningssystem for aksjer i små og mellomstore bedrifter.

Internett er et effektivt media for å spre informasjon. Dette gjelder både data knyttet til selve handleprosessen, dvs. ordreboken, informasjon knyttet til de omsatte selskaper, og analyseverktøy. Dette er viktig i et marked som kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter der informasjonsproblemer er fremtredende. Offentliggjøring av ordreboken vil

sannsynligvis bidra til å bedre markedets effektivitet, i form av økt likviditet og gjennomsiktighet. Også et Internett-basert informasjonssystem i tilknytning til en børs vil kunne bidra til bedre spredning av selskapsinformasjon og nyheter. Internett gir også muligheter for etablering av mer uformelle diskusjonsforum. Selv om Internett gir gode muligheter for spredning av informasjon, sitter en likevel igjen med det grunnleggende problemet knyttet til asymmetrisk informasjon og problemer knyttet til kvalitetssikring av informasjonen. Internettbaserte informasjonssystemer kan bidra til å spre informasjonen, men sikkerhet og troverdighet av informasjonen må likevel sikres, eksempelvis gjennom omsetningssystemets krav til informasjon, og overvåkningsinstanser i tilknytning til en børs. Økt likviditet i en aksje, for eksempel gjennom etablering av et omsetningssystem for små og mellomstore bedrifter kan også bidra til økt lønnsomhet for finansanalytikere og lignende til å produsere og kvalitetssikre slik informasjon.

Fragmentering er også en problemstilling en har møtt for etablerte børser som følge av teknologisk utvikling. For små og mellomstore bedrifter, kan dette være et problem i en oppstartsfase. For at børsen skal bli likvid, kreves det at mye handel i aksjen samles et sted.

5 INNOVASJONSMARKEDET I SVERIGE OG NORGE

IM InnovationsMarknaden AB i Sverige (nå SBI Holding AB) og InnovasjonsMarkedet ASA i Norge er begge elektroniske omsetningssystemer etablert for handel i små og mellomstore bedrifter. Dette kapittelet redegjør for oppbygging og utviklingen i disse markedene.

5.1 SBI OG IM I SVERIGE

Høsten 1999 fusjonerte Stockholm Börsinformation (SBI) og IM InnovationsMarknaden AB (IM-Marknaden). Formålet var skape en ny og større autorisert markedsplass for unge vekstforetak og andre mindre og mellomstore foretak av den type som er notert på SBI. Den nye SBI formulerer sin forretningside som følger:

”SBI ska, via dotterbolaget IM Marknadsplats, som auktoriserad marknadsplats bedriva börsverksamhet med hög servicegrad för tillväxtföretag. Marknadsplatsen noterar bolag med hög risk og ställer därför långtgående krav på bolagens information för att placerarna ska erhålla ett bra beslutsunderlag för sina investeringsbeslut.”

Strategiske planer for virksomheten omfatter fem punkter: - Høy servicegrad overfor selskapene, samt høy grad av IT-tilpasning i virksomheten, - Satsing på informasjons- og massemediahåndtering, - Strategisk samarbeid innen bl.a. teknikk- og utviklingsområdet, - Åpenhet for internasjonal samarbeid, og – Liten, fleksibel og kostnadseffektiv organisasjon.

Fusjonen mellom SBI og IM-Marknaden innebar at IM-Marknaden kjøpte SBI, og deretter skiftet navnet til SBI Holding AB. IM-Marknadens datterselskap, IM Marknadsplats AB ble beholdt, mens SBIs tidligere virksomhet med SBI Aktielistan ble lagt inn under IM-Marknadsplats. Det er planlagt å skifte navnet på IM-Marknadsplats til SBI Marknadsplats. For å referere til dagens selskap etter fusjonen, vil vi i det følgende vil vi bruke navnet SBI (IM) Marknadsplats AB. Virksomheten er følgelig nå organisert i et morselskap SBI Holding AB (publ), og et heleid datterselskap SBI (IM) Marknadsplats. Funksjonen til morselskapet, SBI Holding, er å bidra til en formålstjenlig samordning og utvikling av virksomheten i datterselskapet. All egentlig virksomhet foregår imidlertid i regi av datterselskapet, SBI (IM)

Marknadsplats. Nedenfor vil vi først se på historikk og utvikling til SBI og IM-Marknaden forut for fusjonen. Deretter vil vi redegjøre for dagens virksomhet i SBI (IM) Marknadsplats¹².

Litt historikk: Stockholm Börsinformation - SBI

Virksomheten til Stockholm Börsinformation startet i 1984, og opphørte 1988, for deretter å komme i gang igjen etter at børsmonopolet opphørte. SBI hadde i 1988 36 selskaper notert på sin uoffisielle liste. Bankinspektionen hevdet da at SBI ikke rettet seg etter det rådende børsmonopolet. Resultatet ble at nesten alle selskapene notert på SBI-listen ble notert på Stockholms Fondsbörs sin O-liste. Etter dereguleringen av markedet startet virksomheten opp igjen, med en liste preget av små vekstselskaper med tung vekt på IT.

Handelen på SBI-listen var organisert gjennom meglerhus. Hvert selskap notert på listen hadde et meglerhus som var market maker og organiserte handelen. I tillegg til SBIs Aksjeliste, ble det i 1998 etablert en Venteliste med formål å liste aksjer og dermed stimulere handelen i aksjer som ennå ikke oppfylte krav til å bli listet på Aksjelisten. Selve handelen ble gjennomført manuelt per telefon, slik at SBI altså ikke var en børs der handel ble utført. SBI hadde ansvaret for kursnotering, markedsovervåking, innside rapportering og informasjon fra noterte selskaper til investorene. Kursene var lenge tilgjengelig bare ved handelsslutt, men ble senere rapportert i realtid. Selve handelen ble likevel gjennomført manuelt per telefon. Meglerhusene presset lenge på for å få etablert et ordredrevet moderne system, da telefonorganisering medførte unødvendige høye direkte kostnader for market maker. I februar 1998 inngikk SBI en avtale med IM-Marknaden om å få tilgang til IM sitt system for aksjehandel, et arbeid som var i gang før fusjonen.

Litt historikk: IM InnovationsMarknaden AB

IM-Gruppen sin virksomhet ble organisert etter inspirasjon fra venturekapitalindustrien i USA, men i stedet for venturekapitalfond hadde man private investorer. Formålet var å skaffe egenkapital til småselskaper med et stort vekstpotensiale, men som ennå ikke var moden for en børsnotering i konvensjonell forstand. Etterhvert åpnet man også for å notert mer modne bedrifter på markedsplassen. Videre ville man danne en markedsplass for annenhåndsomsetning, samt formidle informasjon fra selskapene og ut til investor. Gjennom

¹² Mye av informasjonen i kapitlet er hentet fra Internett-sidene til SBI, www.sbi-marknadsplats.com.

dette ønsket en å redusere investorenes likviditetsrisiko og informasjonsrisiko, og på denne måten bidra til å tilføre vekstselskapene risikovillig kapital fra privat personer.

IM-Marknaden, grunnlagt i 1994, ble frem til 1999 drevet i henhold til konsesjon som verdipapirforetak gitt i medhold av den svenske verdipapirhandelloven. Det har vært en stadig endring i strukturen og organiseringen av IM-Marknaden. Dette som følge både av stor vekst og etter pålegg fra myndighetene. Opprinnelig ett selskap, ble virksomheten til IM-Marknaden etter hvert blitt splittet opp i en rekke separate juridiske enheter, hvor vi kort skal nevne de viktigste:

IM InnovationsMarknaden AB og IM Marknadsplats AB: Fram til 1999 ble handelen utført i regi av IM-Marknaden AB. I forbindelse med søknad om autorisasjon, ble IM-Marknadsplats AB stiftet som et heleid datterselskap, og overtok drift av markedsplassen¹³. IM-Marknadsplats AB ble den 10. november 1998, med virkning fra 1. januar 1999, tildelt konsesjon som *autorisert markedsplass*, gitt i medhold av den svenske børss- og clearingloven.

IM Mäklarna AB: IM-Mäklarna ble skilt ut som selvstendig selskap i 1994 da Finansinspektionen i forbindelse med status som verdipapirforetak krevde at rollen som operatør av markedsplassen med ansvar bl.a. for informasjonsformidling, måtte skilles fra rollen knyttet til investering og engasjement i det enkelte selskap. Formålet til IM-Mäklarna var å formidle egenkapital til unge, innovative og andre mindre foretak med godt vekstpotensiale. Virksomheten var organisert i to heleide datterselskaper; IM Venture og Finans AB, som bl.a. ga anbefalinger til IM-Marknaden om notering, forberedte emisjoner av selskaper som søkte notering IM-listen, og IM Invest, som både investerte i selskapene og engasjerte seg i driften. InnovationsMäklarna er i dag et verdipapirselskap med vekt på venturekapital og investeringer i unge lovende selskap. Selskapet er notert på AktieTorget. IM Mäklarna AB er nå uten eierfellesskap eller andre forbindelser med SBI.

¹³ I henhold til svensk lov kan ikke aksjer i markedsplassen omsettes på egen liste, dette blir omgått ved å legge markedsplassen inn i et morselskap som lovlig kan omsettes på datterselskapets markedsplass. Tilsvarende tilpasninger er også benyttet av OM-Gruppen som omsettes på datterselskapet Stockholms Fondsbörs sin A-liste.

IM Innovation International AB: IM-International markedsfører og utvikler IM-konseptet internasjonalt. Formålet var opprinnelig å bidra til å skape ”innovasjonsmarkeder” i andre land, ved å formidle lisenser på IM-systemet og gå inn som deleiere i innovasjonsmarkeder, i første omgang i de nordiske landene. Eksempelvis ble en slik lisens ble formidlet til InnovasjonsMarkedet ASA i Norge. Selskapet som i den senere tid har gjennomgått rekonstruksjon, har i dag til formål markedsføring, salg og videre utvikling av IM-systemet, som de mener muliggjør lave drifts- og etableringskostnader gjennom lave transaksjonskostnader. Selskapet IM-International er i dag eiermessig separat fra SBI, og har nylig skiftet navnet til Robux IT Holding AB (publ). Selskapet er notert på Innovasjonslisten.

For å handle på IM-Marknaden ble det krevet at en var aksjeeier i IM-Marknaden med minst 100 aksjer, og at en hadde depotkonto hos IM-Marknaden. Reglene ble de siste årene endret slik at det i praksis ikke var nødvendig å eie aksjer i IM-Marknaden for å kunne handle. For å delta i nyemisjoner måtte man imidlertid fortsatt være eier av minst 100 aksjer i IM-Marknaden.

Markedsdager ble i starten holdt annen hver uke, med stadige utvidelser etterhvert til daglig aksjehandel. Handlesystemet har siden oppstart i 1994, vært i stadig utvikling. Fra et realtidsbasert, ordredrevet telefonhandel benyttet fra 1994, ble det i 1997 innført en tjeneste der investor selv kunne legge inn ordre i markedet via telefon eller Internett. Dette muliggjorde handel uten mellomledd i de IM-noterte foretak. Identifikasjon og sikkerhet ble ivaretatt ved bruk av personnummer, kontonummer og en personlig PIN-kode. Man kunne også legge inn ordre via mellomledd ved å ringe, sende faks eller brev. Handel via mellomledd kom imidlertid ut til markedet senere enn ordre lagt rett inn markedet med Internett. Alle gjennomførte handler ble bekreftet med en avregningsnota. I løpet av 1998 fikk Internetthandelen sitt gjennombrudd, der ca. 70% av total ordreinnlegging i første halvdel av 1998 ble gjennomført via Internett. For interesserte vises det til appendikset som viser en analyse av handlekostnadene på IM-Marknaden gjennomført innenfor prosjektet i en studentoppgave av Iversen og Løvik (1999).

IM-Marknadsplats er ansvarlig for at kursdannelsen på markedet. Noterte selskaper forplikter seg til å rapportere all informasjon som kan ha betydning for aksjekursen til selskapet, og informasjonen formidles så sammen med aksjekurser og andre relevante nyheter til

investorene. I forbindelse med at IM-Marknadsplats ble autorisert markedsplass fra 01.01.1999 ble man pålagt fra Finansinspektionen å styrke markedsovervåkningssystemet. Etter hvert ble informasjonen gjort tilgjengelig for investor bl.a. via Internett, tekst-tv og aviser. På Internett kunne en observere ordreboken, med de tre høyeste kjøpskursene, og tre laveste salgskursene, samt tilhørende volum, i tillegg til informasjon om selskapene med bl.a. økonomiske rapporter, nyheter og forretningsideer.

IM-Marknaden drev også egenhandel for å bedre likviditeten i markedet. Pr. 30.06 1998 utgjorde markedsverdien på denne porteføljen 18.354.538 SEK. For hele 1997 rapporterte selskapet en netto gevinst ved finanstransaksjoner på 4.221.000 SEK. For første halvår 1998 rapporterte man en gevinst på 578.000 SEK. For hele 1998 hadde man et urealisert tap på aksjeporteføljen på ca 10,2 millioner SEK.

*

Det ble de senere årene fremmet en del kritikk mot IM-konseptet. Vi vil kort referere noen forhold som framkom i media, uten å ta en nærmere diskusjon om forholdene.

Mye av kritikken mot IM-Gruppen gjaldt organiseringen, der organisasjonen på den ene side omfattet en virksomhet som stod for en markedsplass der nøytralitet og tillit er viktig både i handel og informasjonsspredning, og på den annen side en virksomhet som bidro med engasjement og kapital i selskapene som også ble notert på børsen. Mulighetene gründerne hadde til å handle på overlegen informasjon og overføre midler til selskaper der de hadde større eierandeler, bidro til å redusere tilliten til konseptet. Poenget er ikke om de virkelig gjorde det eller ikke, men at *muligheten* var tilstede. Finansinspektionen var også i konsesjonssøknaden opptatt av at småinvestorer ville kunne komme til å handle direkte med aktører med potensielt bedre informasjon og med mer profesjonelle investorer. Det ble satt som en forutsetning at småinvestorene ble gjort oppmerksom på denne risikoen. I forbindelse med fusjonen mellom SBI og IM-Marknaden ble det bestemt at egenhandel skulle opphøre, noe som i stor grad imøtegikk denne kritikken.

Et beslektet forhold som også ble kritisert, var organiseringen knyttet til notering av nye selskap, der det i realiteten ikke var noe konkurranse i emisjonsfasen. I en artikkel i Dagens Industri 6. februar 1997 hevder Aapo Sääs, en kjent svensk venture kapitalist og VD for HVR, at man hadde mislykkes med å skape en uavhengig markedsplass for unge vekstforetak.

Han hevdet at IM-gruppen utøvde all makt ettersom samme gruppering bestemte hvilke selskaper som skulle noteres, hjalp selskapet til nødvendige endringer i forkant av notering, skrev emisjonsprospektet, stod for informasjon til aksjeeierne, og bestemte om selskapene fikk hente inn ny egenkapital ved en eventuell nyemisjon. Denne organisering av markedsplassen, mente han medførte at IM-gruppen holdt selskapene i et økonomisk strupetak siden de ville være avhengig av IM-Marknaden for å kunne hente ny egenkapital. I andre aksjemarkeder finnes det derimot flere aktører, slik at selskapene har mulighet til å benytte konkurrerende tilretteleggere. Kritikken har også vært rettet mot eierstruktur. I en artikkel i *Finanstidningen* 29.01.99 gikk Henrik Andersson kraftig ut mot de tidligere A-aksjonærene, og hevdet at IM-Marknaden hadde en usunn eierstruktur. Videre påsto han at man hadde latt IM-Mäklarna gå i overskudd på IM-Marknadens bekostning. IM-Mäklarna var den gang kontrollert av gründerene av IM-Marknaden. Gründerene ble påstått å ha forfordelt B-aksjonærene i IM-Marknaden. Henrik Andersson uttalte på et informasjonsmøte 02.03.99 at man ønsket å øke troverdigheten til markedsplassen og at et ledd i dette vil være å la andre enn IM-Mäklarna gjennomføre introduksjoner på listen.

Et annet aspekt er knyttet til forholdet mellom A- og B-aksjonærer. Det meste av aksjene som ble handlet på IM-Marknaden var stemmesvake B-aksjer, noe som generelt skapte en potensiell konflikt mellom A-aksjonærer og B-aksjonærer. B-aksjonærer har ingen direkte kontroll over selskapet og A-aksjonærenes forvaltning av det. En gruppe av B-aksjonærer framstilte kritikk mot IM-gruppen høsten 1998, og dannet en interessegruppe (som senere ble nedlagt) for å fremme B-aksjonærenes interesser. Dette hadde bl.a. sammenheng med at en meget stor andel av de noterte aksjene i IM-Marknaden var B-aksjer der investor ikke har noen stemmerett, mens gründerne av IM-gruppen i stor grad satt med A-aksjene og derved hadde full kontroll. Kritikken var knyttet til dårlig kursutvikling og likviditet, som gruppen mente dels hadde sammenheng med at IM-Marknaden ikke lyktes i å skape omsetning i aksjen og trekke til seg nye aksjeeiere.

Til slutt vil vi referere et forhold kommentert i *Dagens Industri* som høsten 1998 hevdet at IM-Marknaden hadde benyttet midler på investorenes sine depotkontoer til å betale egne utgifter. Revisor for selskapet KPMG bekreftet dette i sin gjennomgang av regnskapsåret. Det ble videre avdekket at man i strid med Finansinspektionens regler hadde lånt ut penger fra depotkontoer til frittstående selskaper på ikke-markedsmessige betingelser. Finansinspektionen

gjennomførte en granskning og kom til samme konklusjon. Som resultat av dette ble det blant annet skifte i styret. En opplevde i samme periode redusert handel, og IM-Marknaden fikk et underskudd på 26 millioner for regnskapsåret 1998.

Fusjonen begrunnes med forretningen om et større og mer likvid marked ved å utnytte stordriftsfordeler og komplementaritet mellom SBI og IM-Marknaden. Likevel er det også grunn til å tro at en del av de nevnte forholdene kan være medvirkende årsaker til fusjonen og omstruktureringen. Forholdene bidrar også til å understreke betydningen av en handleplass sin nøytralitet og integritet.

SBI (IM) Marknadsplats

SBI(IM) Marknadsplats er i dag en *autorisert* markedsplass i henhold til loven om børs- og clearingvirksomhet. For at en konsesjonssøknad skal kunne godkjennes, må børsvirksomheten tilfredsstillende visse krav om nøytralitet, gjennomskinnelighet og tillit spesifisert i børs- og clearingloven. At SBI (IM) Marknadsplats har status som autorisert markedsplass innebærer at markedsplassen underlegges Finansinspektionens kontroll og krav, noe som bl.a. satte krav til videre utbygging av funksjonene for markedsovervåkning, og bidrar til å øke tilliten til markedsplassen.

På SBI (IM) Marknadsplats handles det i tre lister, SBIs Aktielista, SBIs Vänkelista og Innovationslisten (IM-listan), hvorav de to første er videreføring av SBIs lister, og den siste en videreføring av IM-Marknadens liste. Ved årsskiftet 1999/2000 var totalt 77 selskap notert på disse tre listene, hvorav 46 på Aktielistan, 19 på Innovationslisten og 12 på Vänkelistan¹⁴. Ved halvårsskiftet i 2000, var tallene henholdsvis 32 på Aktielistan, 13 på Innovationslisten og 15 på Vänkelistan.

Fusjonen innebærer en sammenslåing av to virksomheter, hver med sine fortrinn og problemer: på den ene side SBI, et marked med relativt stort volum, men med et telefonbasert handlesystem basert på market-makere, noe som i liten grad innbrakte inntekter til SBI, og på den annen side IM-Marknaden, et marked med ordrebasert elektronisk handel, men med fall i

¹⁴ I løpet av 1999 ble det notert 15 nye selskap på Aktielistan og Vänkelistan, hvorav 10 på Aktielistan. Samtidig ble 22 selskap avnotert i forbindelse med bl.a. oppkjøp, endret virksomhet eller bytte av noteringsplass. Innovationslisten hadde tilgang på ett nytt selskap, mens 6 selskap ble avnotert, hvorav 2 gikk til Aktielistan og ett til Vänkelistan.

omsetning og kurtasjeinntekter, og et tap på 9,9 Mkr i perioden januar-november 1998. Med fusjonen ønsker en å dra nytte av stordriftsfordeler knyttet til at alle listene noteres på samme autoriserte markedsplass, med felles handlesystem og markedsovervåkning. Den forventede sammenslåingen ble høsten 1998 kommentert som følger i Affärsvärlden (nr. 41):

”Sammanslagningen av SBI och InnovationsMarknaden (IM) i det nya bolaget IM Marknadsplats blir en tuff konkurrent till Fondbörsens mindre listor Nya marknaden och OTC. Som det är idag handlas SBI-aktierna i telefonhandel mellan mäklarfirmorna, vilket är ett ålderdomligt system. Dessutom tjänar SBI i dagsläget inga pengar på denna handel. Mäklarfirmorna tar hand om hela kakan.

I kombination med IMs orderdrivna handelssystem, som kommer att anpassas för handel via fondkommissionär, är det tänkt att det nya bolaget ska tjäna pengar på aktiehandeln i SBI-aktier framöver. IM-Marknadens elektroniska handelssystem kommer att ge en betydligt effektivare SBI-handel jämfört med idag. En ordentlig genomlysning där bland annat orderdjupet anges minskar risken i SBI-handeln”.

I tilknytning til fusjonen har 1999 i stor grad vært preget av en omstillings- og omstruktureringsprosess. Beslutninger om å omstrukturere den gamle IM-virksomheten, har bl.a. medført at ordningen med direkte handel har blitt avvirket, og SBIs ca. 10.000 kontohavere har byttet sine konto hos SBI med depotkonti hos internettmegleren NordNet. Dette er bl.a. begrunnet i kostnadsbesparelser. Videre har SBI (IM) Marknadsplats inngått avtale med Visible Internet Trading Systems Equity AB (UNIVITS) om levering og bekosting av et nytt elektronisk handelssystem, Tellus, mot at UNIVITS får del i fremtidige kurtasjeinntekter. Det nye handlesystemet er under implementering, og ventes operativt mai/juni 2000. SBI har også foretatt betydelige investeringer i den nye Internettjenesten SBI Online, som fungerer som en informasjonskanal for markedsplassen og de noterte selskapene. I følge beslutning om å ikke eie aksjer i selskap omsatt på SBIs lister, har SBI Holding i 1999 også avhendet hele sin aksjeportefølje.

Resultatet for konsernet i 1999 viser et tap på vel ni millioner svenske kroner, noe som i følge årsrapporten for 1999 bl.a. skyldes belastninger knyttet til det tidligere IM-marknadens dårlige

økonomi. Arbeidet med å omstrukturere og minske kostnadene for den tidligere IM-virksomheten ble påbegynt i 1999, og ble rapportert å være i en slutfase. Framtidig lønnsomhet forventes knyttet opp til inntekter fra aksjehandelen, på samme måte som tilsvarende markedsplasser finansierer sine virksomheter med bl.a. del i transaksjonskostnadene. For å forsterke SBI Holdings kapitalbase, og samtidig oppnå et mer hensiktsmessig eierstruktur, har det i år 2000 blitt gjennomført nyemisjoner til eksisterende aksjeeiere, rettede nyemisjoner bl.a. til UNIVITS og til fire fondskommisjonærer som de siste tre årene i egenskap av marked makere har stått for ca. halvparten av alle SBI-noteringer de siste tre årene.

År 2000 startet med en eksplosjonsartet utvikling av aksjehandelen, med omsetningsrekord for alle tre aksjelister i første kvartal. Ved halvårsskiftet i 2000 er det totalt ca. 26 medlemmer med over 105 registrerte handlende på markedsplassen. Blant medlemmene finner en også de fire største bankene i Sverige, og andre store aktører. Andre halvår ga imidlertid et fall i omsetningen, og halvårsresultatet for 2000 viser et driftsresultat med et underskudd på ca. 10 millioner SEK. Halvårsrapporten forklarer dette delvis med en rekke engangskostnader ifm. Omstruktureringen og innføring av et nytt handlesystem. Det uttrykkes også en forventning om at årsresultatet vil bedre seg. Start av autorisert aksjehandel i det nye handlesystemet Tellus var i en startfase i juni, og en forventer økende handelsvolum når systemet er i full drift. Framtidig resultat for markedsplassen vil sannsynligvis avhenge av at et stort antall selskap er notert på markedsplassens lister og med et stort handelsvolum. Viktige forhold vil være knyttet til både det nye handlesystemets effektivitet, markedets overvåkningsinstanser og informasjonsspredning fra de noterte selskap, samt tilliten til SBI (IM) Marknadsplats.

5.2 INNOVASJONSMARKEDET ASA, NORGE

InnovasjonsMarkedet ASA ble etablert i 1998, som en markedsplass for første- og annenhåndsomsetning av aksjer i små og mellomstore bedrifter. InnovasjonsMarkedet ASA er bygd opp etter samme konsept som tidligere InnovationsMarknaden AB i Sverige, med et åpent elektronisk handlesystem med direkte registrering. Oppstart av markedet ga forventninger om likviditet, informasjonsfordeler og lave transaksjonskostnader knyttet til handel i unoterte aksjer i Norge. Handel i noterte selskaper utenom InnovasjonsMarkedet selv, kom i gang våren 1999, da det ble tatt opp to nye selskaper til notering. Ett år senere, våren

2000, hadde markedet imidlertid ikke lyktes å få notert flere selskap, likviditeten har ikke vært tilfredsstillende, og aksjekursen for InnovasjonsMarkedet selv har falt fra kr 3,- som var tegningskursen i en aksjemisjon juni 1998, til en kurs per 30. april 2000 på kr 0,33. Handelen ved markedsplassen ble deretter stanset midlertidig fra begynnelsen av juni 2000. I dette kapittelet vil vi gi en beskrivelse av InnovasjonsMarkedets organisering fra starten i 1999 og frem til juli 2000, og blant annet se på handlesystem, informasjonskrav og andre krav med formål å sikre markedsplassens integritet.

Formålet med markedsplassen

Formålet til InnovasjonsMarkedet er å drive markedsplass for førstehånds- og annenhånds-omsetning av aksjer i små og mellomstore selskaper, samt å yte andre investeringstjenester overfor disse. I praksis vil dette først og fremst si å tilrettelegge for emisjoner og administrere omsetning av aksjer i slike selskaper. InnovasjonsMarkedet har konsesjon som et verdipapirforetak, og er underlagt tilsyn fra Kredittilsynet. Markedet er bygget opp omkring et elektronisk Internettbasert handelssystem for omsetning av aksjer, noe som i utgangspunktet legger et grunnlag for å oppnå lave transaksjonskostnader, en transparent handel gjennom en åpen ordrebok og lave kostnader ved informasjonsspredning.

InnovasjonsMarkedet har valgt å ikke begrense seg til bestemte bransjer ved valg av bedrifter for notering. Et fellestrekk for de noterte bedriftene er likevel at InnovasjonsMarkedet etter en grundig økonomisk og juridisk gjennomgang av bedriftene, konkluderer med at de har et stort vekstpotensiale, med forventninger om god avkastning på investert kapital. InnovasjonsMarkedet kaller slike bedrifter for *vekstforetak*.

Idéen er at bedriftene gjennom notering på InnovasjonsMarkedet skal få bedre tilgang på nødvendig kapital, og få tilført kompetanse, nettverk, oppmerksomhet og oppnå tillit i markedet gjennom de krav som markedsplassen setter. For investorene er siktemålet at de gjennom InnovasjonsMarkedet skal få adgang til å investere i vekstbedrifter på en organisert måte, med kjøp og salg gjennom et likvid marked med tilgang på pålitelig informasjon og mulighet til å spre risiko ved å investere i flere vekstforetak.

Det statseide selskapet SIVA, Selskapet for industrivekst ASA, tok initiativet til etablering av InnovasjonsMarkedet i april 1997. Idéen hadde sitt utspring i IM InnovationsMarknaden i Sverige. Avtale ble inngått mellom IM-International og InnovasjonsMarkedet om å basere seg

på IM InnovationsMarknadens system og bruke IM InnovationsMarknadens komplette datasystem for markedsplassen. Gjennom en rettet emisjon ble IM Innovation International og ti privatpersoner medeiere i InnovasjonsMarkedet. Per juni 1998 var eierandelene fordelt med 59,2% på SIVA, 29,6% på IM-International AB, mens de ti privatpersonene stod for de resterende 11,2%.

Den opprinnelige tanken var at selskapet skulle være eid av alle som benyttet seg av markedsplassen, noe som ble konkretisert ved at man måtte eie minst 100 aksjer i InnovasjonsMarkedet for å få lov til å delta i nyemisjonene og aksjehandelen på markedsplassen. Forut for oppstart i handel ble det derfor i perioden juni - september 1998 rettet en emisjon til alle investorer som ønsket å bli medlem for å kunne gjøre handel på InnovasjonsMarkedet. Tegningskursen var kr 3,-. Emisjonen tilførte selskapet 16,9 millioner kr i ny egenkapital. Per 31.12.98 var det 3948 aksjonærer, med en aksjefordeling på 31,3% hos SIVA, og 12% hos IM Innovation International AB, mens de øvrige aksjer var eid av medlemmer. F.o.m. 1. november 1999 gikk en imidlertid bort fra regelen om at det var nødvendig å eie aksjer i InnovasjonsMarkedet for å handle. Antall medlemmer pr. 30. april 2000 var kun 1475, og sist omsatt kurs per denne dato var 0,33.

Organisasjonen er funksjonelt inndelt i tre hovedområder:

Aksjehandel organiserer annenhåndsomsetning av aksjer ved markedsplassen.

Prosjektavdelingen (Corporate finance) står for identifisering, rekruttering, vurdering og anbefaling av aktuelle vekstforetak, samt tilrettelegging av emisjoner. Det er imidlertid styret i InnovasjonsMarkedet som tar den endelige avgjørelsen om hvorvidt et vekstforetak skal noteres ved InnovasjonsMarkedet eller ikke. Prosjektavdelingen står også for en aktiv videre oppfølging av vekstforetakene.

Administrasjonen står for de administrative funksjoner, herunder back-office, internkontroll og pålagte rapporteringer. Back-office er den delen av selskapets virksomhet som omfatter kontroll med de ansattes egenhandel, kontroll med investorkonti, registrering av tegninger i emisjoner, håndtering av investorinformasjon og håndtering av informasjon som skal ut til markedet om vekstforetak.

Handle- og informasjonssystemet

InnovasjonsMarkedet tilbyr sine investorer et handlesystem med åpen elektronisk ordrebok, der investor kan legge inn kjøps- og salgsordre (limit-ordre) direkte i ordreboken via Internett hele døgnet. Klarering vil imidlertid først kunne skje på en av handledagene som er tirsdag og torsdag. Tilgang til aksjehandel sikres ved bruk av PIN-kode, depotnummer og personnummer. Her blir ordrene ordnet i pris- og tidsordning. For kjøp kreves det at det er dekning på depotkonto.

Førmarkedet finner sted før markedsdagens åpning i tidsrommet 0945-1000 de dager det er markedsdag. Her går datasystemet igjennom alle ordre som ligger inne i den elektroniske ordreboken, og slutter transaksjoner på basis av matchende kjøps- og salgsordre. Ordre som ikke slutes til transaksjoner i førmarkedet, blir liggende i den elektroniske ordreboken. I løpet av markedsdagen, kl. 1000-1500, slutter InnovasjonsMarkedets datasystem transaksjoner automatisk når kjøps- og salgsordre matcher hverandre. Dersom en salgsordre er større enn en kjøpsordre (som matcher hverandre på pris), vil systemet slutte en transaksjon med volum tilsvarende kjøpsordren og la restvolumet i salgsordren stå igjen i den elektroniske ordreboken som en "restordre". Tilsvarende skjer når kjøpsordre er større enn salgsordre.

Handlesystemet har en åpen elektronisk ordrebok, hvor en kan observere ordredybden med inneliggende kjøps- og salgsordre. Ordreboken oppdateres kontinuerlig. Ordreboken og aksjekursene er tilgjengelig via InnovasjonsMarkedets nettsted. Ved InnovasjonsMarkedet er det et viktig prinsipp at alle investorer skal ha tilgang til samme informasjon, på samme tid. Dette gjelder også informasjon fra de noterte selskapene. Som vi skal se nedenfor plikter disse å gi InnovasjonsMarkedet informasjon. Denne informasjonen distribueres via Internett som markeds- og nyhetsmeldinger, og er således tilgjengelig for alle investorer på samme tid. I tillegg ble det i august 1999 lansert et nytt diskusjonsnettsted for InnovasjonsMarkedet, www.imtalk.com, der det er mulig å diskutere aksjer og aksjemarked mm.

InnovasjonsMarkedet henter sine inntekter bl.a. fra avgifter fra de noterte selskaper og fra investorene: Mens en tidligere måtte eie minst 100 aksjer i InnovasjonsMarkedet, blir en i dag medlem og kan handle i aksjer notert på markedet kun ved å registrere seg og få tildelt depotkonto. Også avgiftene er sterkt redusert over tid. Kvartalsavgiften, som opprinnelig var kr 150,- pr kvartal, har etter en halvering juli 1999, blitt fjernet helt med virkning fra 1. kvartal 2000. Kurtasjen, som opprinnelig var 0,5% ved ordreinlegging på Internett, ble f.o.m. 1.

november 1999 redusert til 0,2%. Det er ingen minimumskurtasje. I følge "Alminnelige vilkår for noterte foretak og hovedaksjonærer", innbefatter vederlag fra de noterte selskapene en årlig avgift til InnovasjonsMarkedet på inntil 2 prosent av den brutto akkumulerte egenkapital som er skaffet til veie gjennom emisjoner i InnovasjonsMarkedet. I tillegg betaler det noterte selskapet en engangsvgift på inntil 10% av den brutto egenkapital som tilføres selskapet gjennom nyemisjon.

Regelverk og Markeds plassens integritet

Tillit til at markeds plassen opptrer nøytralt og rettferdig er essensielt for et velfungerende marked. Videre må investorene ha tillit til at relevant og riktig informasjon fra selskapene kommer fram. Ved InnovasjonsMarkedet reguleres dette gjennom et sett av regler rettet både mot de noterte selskapene og markeds plassens selv:

Alle foretak som noteres ved InnovasjonsMarkedet må rette seg etter "Alminnelige vilkår for noterte foretak og hovedaksjonærer" og "Ethiske regler for Vekstforetak". Reglene regulerer forholdet mellom markeds plassens og det noterte foretak generelt, og inneholder viktige regler knyttet til informasjon og innsidehandel. De etiske reglene for vekstforetak har til formål å bygge opp under tilliten til InnovasjonsMarkedet og de noterte selskapene. Selskapene forplikter uoppfordret og umiddelbart å gi InnovasjonsMarkedet opplysninger om forhold som må antas å være "av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer". I tillegg er det en rekke nærmere spesifiserte forhold som foretakene alltid må opplyse om., bl.a. knyttet til utbyttebetalinger, planer om fusjon, endringer i vedtekter, endringer i styret, revisor og daglig leder, beslutning om betalingsinnstilling, offentlige pålegg om investeringer m.m. Informasjonen distribueres via InnovasjonsMarkedet slik at informasjonen gjøres tilgjengelig for alle aktører samtidig. Det kreves også rapportering av kjøp og salg av større aksjeposter.

Det er særskilte bestemmelser om handel ved bl.a. styremedlemmer og ansatte i de noterte selskapene. Med hensyn til innsidehandel er det slik at ansatte, styremedlemmer, og foretak, personer i styre og ledelse i foretak der slike personer er majoritetseier, ikke får handle på basis av informasjon som er egnet til å påvirke kursen på aksjer vesentlig, med mindre lik og fullverdig informasjon har nådd alle aksjeeiere i InnovasjonsMarkedet. Videre kan bl.a. styremedlemmer ikke kjøpe og selge aksjer i nærmere bestemte tidsperioder forut for offentliggjøring av årsrapport m.m.

Flere sett av regler regulerer omhandler selve markedsplassens integritet og nøytralitet. Disse er ”Etske regler for InnovasjonsMarkedet ASA”, ”Instruks for ansattes egenhandel”, ”Instruks for IM sin egenhandel”:

I ”Etske regler for InnovasjonsMarkedet ASA” fastsettes etiske regler som gjelder for InnovasjonsMarkedet, dets ansatte og tillitsvalgte, hvor disse med en fellesbetegnelse kalles ”formidler”. Reglene har til formål å bidra til at rådgivning og omsetning av finansielle instrumenter i InnovasjonsMarkedet skjer på en forsvarlig måte som ivaretar investorenes og de noterte selskapenes interesser. InnovasjonsMarkedet skal ved utøvelsen av sin virksomhet generelt opptre redelig, korrekt og lojalt i sine kunders interesse og under hensyn til ivaretagelse av markedets integritet. Formidlerne skal opptre så objektivt som mulig, og aldri komme med uriktige eller tendensiøse opplysninger eller på annen måte spre rykter som kan påvirke kursfastsettelsen. Formidleren skal alltid ha kundens beste for øyet, men de kan generelt ikke gi kunder råd om investeringer eller vurderinger av aksjer utover det som følger av InnovasjonsMarkedets generelle distribusjon av opplysninger. InnovasjonsMarkedets generalforsamling oppnevner et Etikkråd som skal bestå av 3 personer. Etikkrådet skal fatte beslutninger i spørsmål angående innsidehandel, informasjon, utilbørlig kurspåvirkning og markedsstøtte. Etikkråd og ledelse overvåker handelen på InnovasjonsMarkedet og etterlevelsen av de etiske reglene.

Egenhandel ved InnovasjonsMarkedet er regulert både i de etiske reglene, og i ”Instruks for IM sin egenhandel”. InnovasjonsMarkedet vil selv kunne ta mindre posisjoner i foretakene notert ved markedet. InnovasjonsMarkedets beholdning av verdipapirer skal aldri være større enn at verdipapirhandellovens krav til total risikoeksponering er oppfylt, og egenhandel kan ikke lånefinansieres. Begrunnelsen for egenhandel er at InnovasjonsMarkedet under særlige forhold skal kunne kjøpe og selge aksjer i selskapene bl.a. for å øke likviditeten i markedet, og for å oppfylle fulltegningsgaranti stillet av InnovasjonsMarkedet. InnovasjonsMarkedet skal ikke drive egenhandel som ledd i foretakets alminnelige kapitalforvaltning. Beslutning om handel tas av daglig leder i InnovasjonsMarkedet, og skal umiddelbart gjøres kjent for kundene i InnovasjonsMarkedet. Reglene regulerer spesielt forholdet til investorenes interesser. Investorenes interesser skal alltid gå foran InnovasjonsMarkedets interesser ved egenhandel. InnovasjonsMarkedet kan ikke handle på fortrolige opplysninger om selskapene som er egnet til å påvirke kursen på verdipapirene vesentlig der denne informasjonen ikke i sin helhet er

gjort kjent for investorene på InnovasjonsMarkedet. Videre skal InnovasjonsMarkedet aldri tre inn som motpart for egen regning mot investor i InnovasjonsMarkedet dersom det kan oppnås bedre betingelser for kunden ved kjøp eller salg i markedet. Ordre om egenhandel må legges inn før markedsdagens begynnelse, og ordre og handel ved InnovasjonsMarkedet skal rapporteres etter gitte retningslinjer.

Ansatte i InnovasjonsMarkedet har adgang til å gjøre egne investeringer i de noterte selskapene. For ansatte og andre "innsidere" gjelder særskilte strenge regler for slik handel både i de etiske reglene og "Instruks for ansattes egenhandel". Generelt skal investorenes interesser alltid gå foran de ansattes interesser ved egenhandel, og den ansatte kan ikke tre inn som motpart til en kunde dersom kunden kan oppnå bedre betingelser i InnovasjonsMarkedet. Verdipapirhandellovens bestemmelser om taushetsplikt og misbruk av fortrolige opplysning, forbud mot kursmanipulering og god forretningsskikk får anvendelse her. Ansatte i InnovasjonsMarkedet må melde inn sin ordre til markedet utenom ordinær markedsdag (som er fra kl. 1000 til kl 1500), og blir offentliggjort. Systemet som matcher kjøp- og salgsordre, er slik at ansatte i InnovasjonsMarkedet alltid må vike i forhold til andre investorer. Regler om bindingstid innebærer at ansatte må holde på sine aksjeposter i selskapene i minst 12 måneder før de eventuelt kan selge aksjene igjen.

Markeds plassens utvikling fram til i dag

Utviklingen ved InnovasjonsMarkedet har ikke svart til forventningene. Året 1998 var i stor grad et planleggings- og etableringsår, der det ble arbeidet med konsesjonssøknad og kapitalutvidelse, og identifisering og vurdering av aktuelle vekstforetak. Underskuddet, i tråd med forventningene, var ca. 5 millioner. Markeds plassen åpnet 1. desember 1998, med InnovasjonsMarkedets egen aksje som eneste noterte papir. Også første halvår 1999 var preget av at virksomheten fortsatt var i en etableringsfase. Det ble gjennomført to nyemisjoner ved markeds plassen i henholdsvis april og juni 1999. Oppbygging av aktivitetsnivå og markeds plassens virksomhet har imidlertid gått svært langsomt. I halvårsrapporten for første halvår 1999, fremmer man planer om kostnadsreduksjoner og en sterkere satsning på arbeidet med å identifisere nye foretak for emisjon og notering. Det opplyses også at det arbeides med å ta opp foretak direkte til notering uten foregående emisjon over markeds plassen. Nærmere et år senere, våren 2000, er likviditeten ved markedet ikke tilfredsstillende, markeds plassen har ikke lyktes i å få notert flere selskap, ordningen med "grenseløs aksjehandel" der medlemmer

av IM-markedene i Sverige og Norge kunne handle på begge markedsplasser er nedlagt, og aksjekursen for InnovasjonsMarkedet ASA har falt fra kr 3 i 1998 til kr 0,33 per 30. april 2000. I følge melding fra InnovasjonsMarkedet 5. Juli 2000, er det innført handelsstopp ved InnovasjonsMarkedet:

”På IMs generalforsamling 30.06.2000 ble det gjort kjent at SIVA (største eier med 33.9%) ønsker å gi tilbud om kjøp av de øvrige eiernes aksjer i IM. På bakgrunn av det forestående oppkjøpstilbudet fra SIVA, samt henvendelser fra Dynamic Imaging ASA og Prodoc ASA om avnotering fra IM-Markedet, har styret vedtatt å stanse omsetning av verdipapirene ved markedsplassen f.o.m. 07.07.2000 og inntil resultatet på SIVAs tilbud foreligger etter akseptfristens utløp.”

6 KAPITALNETTVERK FOR SMÅ OG MELLOMSTORE BEDRIFTER: BETRAKTNINGER OMKRING MARKEDSDESIGN

Etablering av et kapitalnettverk i form av et organisert kapitalmarked/kapitalnettverk for små og mellomstore bedrifter er foreslått som et tiltak for å bedre kapitaltilgangen til små og mellomstore bedrifter. Tanken er at organisert omsetning kan avhjelpe problemer knyttet til annenhåndsomsetning og bidra til bedre informasjonsspredning og dermed mindre asymmetrisk informasjon. I dette kapitlet vil vi drøfte forhold omkring oppbygging av et slikt marked. Teoretisk og empirisk litteratur innen feltet markedets mikrostruktur (market microstructure) viser at valg av markedsstruktur og design virker inn på markedets likviditet, herunder prisseffisiens, volatilitet og handlekostnader. Innledningsvis, i avsnitt 6.1, ser vi på hva som menes med et effektivt marked, og fokuserer på likviditet som et mål på markedets effektivitet. Resten av kapitlet drøfter forhold knyttet til utforming av et organisert marked for små og mellomstore bedrifter. Avsnitt 6.2 drøfter utforming av omsetningsfunksjonen som er det sett av regler som gjør at markedsaktørens latente tilbud og etterspørsel omdannes til realiserte transaksjoner. Avsnitt 6.3 ser på tilgangen til markedsinformasjon under og etter selve handleprosessen. Avsnitt 6.4 drøfter forhold knyttet til å sikre markedets integritet. Avsnitt 6.5 avslutter kapitlet.

6.1 LIKVIDITET – ET MÅL PÅ MARKEDETS EFFEKTIVITET

Utforming av en markeds plass omfatter både hvordan selve handelen organiseres, med valg av omsetningsfunksjon, i hvilken grad ordrebokens informasjon er åpent tilgjengelig, regler og krav til de noterte selskapene, samt annen regulering for å ivareta markeds plassens integritet. Målet er et effektivt marked. Markedets effektivitet omfatter både i hvilken grad det bidrar til en prisdannelse som gjenspeiler underliggende tilbud og etterspørsel, i hvilken grad tilgjengelig informasjon gjenspeiles i markedsprisene, og kostnadene ved å administrere systemet. Vi skal se at disse forholdene gjenspeiles i markedets likviditet.

Et effektivt marked kan sies å være et marked som minimerer transaksjonskostnadene. Demetz (1968) definerer transaksjonskostnader som kostnaden ved å bytte rettigheter til eiendeler, eller: "Kostnaden ved å bruke et marked til å gjennomføre ett raskt bytte fra aksjer til penger". Størrelsen på totale transaksjonskostnader i et organisert marked sier noe om hvor effektivt markedet gjennomfører en handel. I et organisert marked med høye transaksjonskostnader vil

det for investor kunne være optimalt å gjennomføre transaksjonen utenfor markedet. En handel utenfor et marked innebærer at aktørene møtes gjennom uformelle søk og etablerer en pris gjennom forhandlinger. I en verden med rasjonelle aktører vil totale transaksjonskostnader i et organisert marked være lavere enn om handelen skulle blitt gjennomført utenfor markedet.

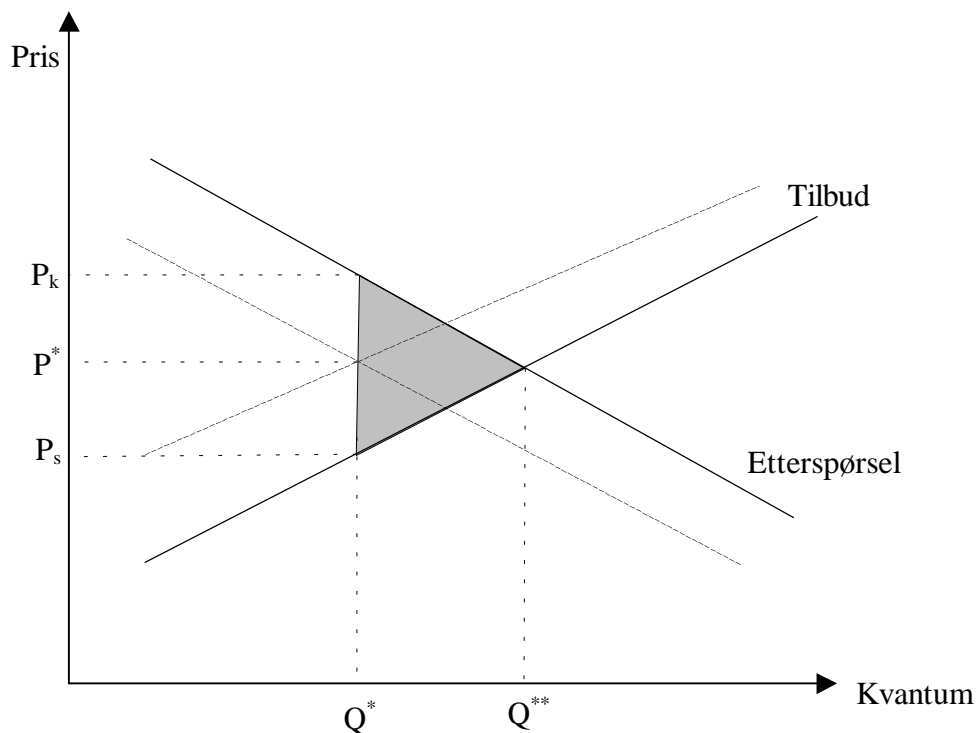
Definisjonen av transaksjonskostnader er svært vid, og favner essensielt om hele handleprosessens effektivitet. Begrepet transaksjonskostnader inkluderer både direkte kostnader som aktørgenererte transaksjonskostnader, og vel så viktig, indirekte kostnader som kan forklares som grad av avvik i effektivitet oppnådd ved den valgte markedsstruktur sett i forhold til et friksjonsløst idealmarked.

De *direkte kostnadene* består av meglerkurtasje, og eventuelle skatter og avgifter tilknyttet en transaksjon. Meglerkurtasje er en avgift som megleren tar for å foreta en handel på investors vegne. I tillegg til disse kostnadene har man på visse markeder en avgift per år for å være en potensiell aktør. Denne kostnaden vil altså være uavhengig av hvor mange handler som faktisk blir gjennomført og kan derfor sees på som en fast kostnad. Størrelsen på de direkte kostnadene avhenger av børsens eller omsetningssystemets totale kostnader, noe som igjen er avledet av dens effektivitet, konkurranse mellom børsmeglere, og ellers egenskaper ved den valgte omsetningsfunksjonen. Direkte kostnader omfatter også eksplisitte aktørgenererte kostnader, noe som inkluderer kostnader ved å følge med i markedet, kostnader ved ordreinnleggelse, kommunikasjon mot børsen, og kostnader ved informasjonsinnhenting.

De *indirekte handlekostnadene* kommer ikke eksplisitt til uttrykk i en handel. De indirekte handlekostnadene oppstår som følge av at det er forskjell mellom kjøps- og salgskurs i markedet. De indirekte handlekostnadene kan representeres med effektivitetstapet relativt til et helt friksjonsløst marked (i økonomisk forstand idealtilpasningen), eller siden et friksjonsløst marked er uoppnåelig, det markedet som er mest effektivt ("second best"). Friksjoner av forskjellig slag, for eksempel kurtasje, imperfeksjoner ved prismeaksjonen, eller dens informasjonsspredning, bidrar til en tilpasning som avviker fra en tilpasning i et marked uten disse imperfeksjonene. Dette fører så til et effektivitetstap.

Figur 6.1 illustrerer direkte og indirekte handlekostnadene i et enkelt eksempel. De heltrukne linjene viser tilbud og etterspørsel i et friksjonsløst marked, noe som ville ha resultert i et kvantum på Q^{**} . En imperfeksjon, for eksempel i form av en avgift a per enhet, her både på kjøp og salg, gir et parallelt skift oppover i tilbudskurven, og nedover i etterspørselskurven, dvs. de stiplede linjene. Likevektsprisen i markedet blir P^* , der kjøper betaler $P^k = P^* + a$ per enhet, og selger mottar $P^s = P^* - a$ per enhet. Imperfeksjoner, for eksempel i form av en slik avgift som vist her, gir en eksplisitt eller direkte handlekostnad gitt ved $(P_k - P_s)Q^*$. Dertil kommer den indirekte handlekostnaden eller effektivitetstapet gitt ved den skraverte trekanten. Vi ser at total handlekostnad (altså summen av direkte og indirekte kostnader) avhenger positivt av differansen mellom kjøper og selgerpris $P_k - P_s$. Denne "spreaden" er således et mål på hvor effektivt handlesystemet er, eller hvor dyrt det er å bruke det. Spreaden vil være null i et friksjonsløst handlesystem, og øke ettersom handlesystemet blir mindre effektivt.

Figur 6.1 Direkte og indirekte handlekostnader



Sammenhengen med *likviditet* følger nært. Markedet er perfekt likvid dersom det ikke er noen friksjoner i markedsmekanismen som reduserer omsetningsvolumet fra Q^{**} til Q^* . Slik er

markedslikviditeten Q^* økende dess lavere spread $P_k - P_s$. En annen måte å si at markedet bør være organisert for å minimere handlekostnadene for brukerne, er at en bør organisere markedsstrukturen slik at likviditeten, uttrykt ved omsetningsvolumet Q^* , blir så høy som mulig.

Likviditeten i et marked blir ofte evaluert i forhold til hvor raskt markedet er i stand til raskt å absorbere store transaksjoner uten at dette fører til store prisendringer. For investor vil dette innebære at han raskt kan bytte aksjer mot penger uten å måtte godta en lavere pris enn den som ligger i markedet før han legger inn sin salgsordre. For bedrifter notert på en børs vil lav likviditet medføre et høyere avkastningskrav. Dette fordi investor vil kreve kompensasjon for økte indirekte transaksjonskostnader. Likviditet og indirekte handlekostnader kan utdypes og karakteriseres langs flere dimensjoner: bredde, dybde og elasticitet. Likviditetsmålene har en ting til felles. De er alle påvirket av omsetningsvolumet. Hvis etterspørselen i markedet øker, vil prissettere redusere sin spread, og kjøpe større volum fordi posten nå vil kunne bli omsatt lettere som følge av den økte etterspørselen. Når spreaden blir redusert, så reduseres bredden, og økt volum impliserer forbedret elasticitet, umiddelbarhet og dybde. Empiriske undersøkelser av markeder bidrar til å fortelle hvor likvid markedet er. For å gi en innsikt i begrepene, vil vi kort gjøre rede for definisjoner av begrepene, forhold som påvirker dem og se på vanlige operasjonaliseringer. Et eksempel på analyse av likviditet er gitt i appendikset, utført på data fra InnovationsMarknaden AB i Sverige.

Bredde og Bid-ask spread: Bredde refererer til bid-ask spredningen, meglerens kurtasje og andre kostnader som knytter seg til aksjen. Spredningen representerer en kostnad for investor. Når spredningen minimeres, øker likviditeten. Bid-ask spread er differansen mellom laveste salgskurs og høyeste kjøpskurs på et gitt tidspunkt. Denne differansen vil være en kostnad ved en umiddelbar handel, der kostnaden fordeles mellom kjøper og selger. En måte å operasjonalisere bid-ask spread på, er prosentvis kvotert spread, f.eks. definert som¹⁵: Kvotert spread = (Laveste Salgskurs – Høyeste Kjøpskurs) / (Høyeste Kjøpskurs). Bid-ask spread kan tolkes som kompensasjon for en rekke ”tjenester” som tilbyderen av likviditet

¹⁵ Jfr. for eksempel Knivsflå (1993).

yer markedet¹⁶. Forhold som virker inn på bid-ask spread er: - *Lagerkostnader*, der en viktig del er kompensasjon til tilbyderer av likviditet for risikoen ved å holde en uoptimal portefølje av aksje; - *Direkte kostnader*, som er en kompensasjon for kostnadene ved å gjennomføre en transaksjon; - *Markedsmakt*, som påvirker i hvilken grad det er sannsynlig at markedet klarer å velte sine kostnader over på investor; og - *Asymmetrisk informasjon*, som medfører at tilbyderer av likviditet krever en risikopremie: En som tilbyr markedet likviditet kan i prinsippet komme til å handle med tre typer aktører i) aktører som handler for å skaffe seg likviditet, ii) aktører som handler på bakgrunn av informasjon som de ikke tror er innbakt i markedet, men som i realiteten er det, og iii) aktører som handler på bakgrunn av privat informasjon. Den siste gruppen har altså tilgang på informasjon som ikke er kommet ut i markedet, og tilbyderer av likviditet vil alltid tape i en handel med denne gruppen og vil derfor kreve en risikopremie. Denne vil øke med økt sannsynlighet for asymmetrisk informasjon.

Dybde i markedet og Relativ kvotert spread: Dybde refererer seg til det antall aksjer som kan omsettes til gitte bid-ask noteringer, med andre ord hvor stort antall aksjer som kan omsettes uten at prisen blir påvirket. Mens bid-ask spread bare tar hensyn til laveste salgskurs og høyeste kjøpskurs, kan dybden i markedet defineres som det totale volum som til enhver tid er tilgjengelig til forskjellige priser, både på kjøper- og selgersiden. En ser da på volumet på ordrene på de ulike nivåene og avstanden til neste nivå i ordreboken. I et tynt marked vil volumet til det øverste nivået i ordreboken være lite, og den relative størrelsen ned til neste prisnivå i ordreboken vil være stort. Mens man i breddeaspektet ønsker å finne størrelsen på bid-ask spread, kan man si at man i dybdebegrepet vil finne styrken. For investor vil et sterkt marked innebære at han kan gjennomføre en stor handel uten at dette vil medføre store prisendringer. Ved å finne størrelsen på ordrene som ligger i markedet til ulike priser, vil dette sammen med *relativ spread* kunne si oss noe om styrken i markedet. Med relativ spread måler man avstanden mellom

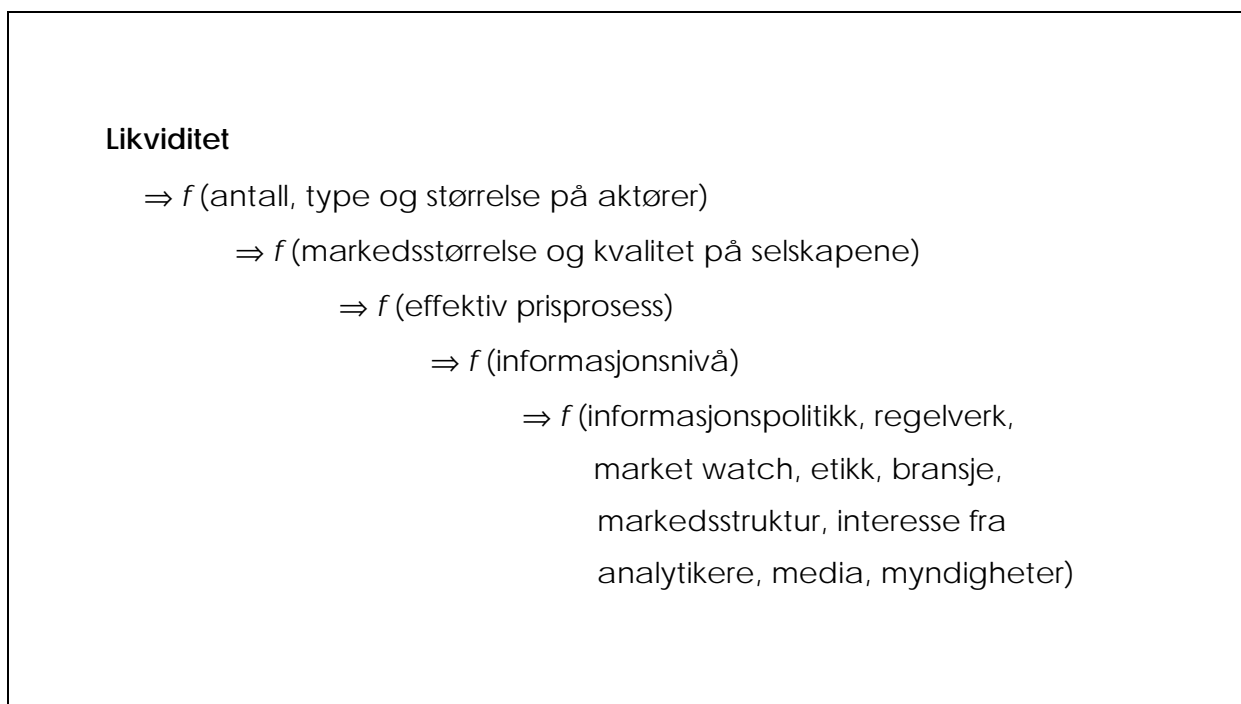
¹⁶ Dette gjelder uavhengig av markedsorganisering. I et market-maker organisert handlesystem (se avsnitt 6.2) vil størrelsen være en kompensasjon til market-maker for at han tilbyr markedet likviditet. I et slikt organisert marked vil typisk halvparten av denne størrelsen være en kostnad for kjøper og resterende en kostnad for selger. I et ordredrevet system vil kostnaden være en omfordeling mellom kjøper og selger, fra en investor som benytter markedsordre til en som legger inn en limit-ordre, jf. Knivsfå (1993).

prisnivåene i ordreboken. Dette gjøres isolert for begge sider i markedet. En måte å operasjonalisere relativ spread er, illustrert på kjøpssiden, nivå i : Relativ spread nivå $i = (\text{Kjøpskurs nivå } i - \text{Kjøpskurs nivå } i+1) / \text{Kjøpskurs nivå } i+1$. Dersom den relative avstanden mellom ulike nivåer i ordreboken er høy og størrelsen på ordrene er lav, tyder dette på dårlig likviditet i markedet.

Elastisitet og Intradag høy-lav spread: Elastisitet refererer til hvor raskt kursen på en aksje kommer tilbake til utgangslaget etter en stor ubalanse i tilbud-etterspørselsforholdet, som for eksempel at et stort volum er blitt omsatt. Handelen skal ikke ha oppstått som følge av ny informasjon. Et generelt høyt volum i markedet er positivt. Når det er flere aktører som analyserer og overvåker hver aksje, gir dette bedre konsensus om aksjenes "korrekte" verdi. Denne rivaliseringen reduserer markedets indirekte kostnader. I et marked med stort volum vil det videre være mindre prisendringer som følge av at en stor handel blir gjennomført og over tid mindre kursendringer gjennom dagen enn i et mindre likvid marked. Store kursendringer gjennom dagen, som ikke har sin bakgrunn i ny informasjon som tilflyter markedet, vil altså være et tegn på lite rivalisering i prissettingen, dårlig likviditet og høye indirekte handlekostnader. En måte å operasjonalisere dette på er å beregne intradag spread, f.eks. som: $\text{Intrahøy-lav spread} = (\text{Høyeste omsatt} - \text{Laveste omsatt}) / \text{Laveste omsatt}$. Et annet interessant moment vil være hvor raskt markedet tilpasser seg til normale priser igjen etter at en stor handel er blitt gjennomført. I et marked som er lite likvid, vil en stor handel ha en priseffekt som blir liggende i markedet i en lengre periode. I et slikt marked vil det være store muligheter for manipulasjon fra aktørene. Dersom priselastisiteten er større for store ordrer enn små, og markedet ikke raskt tilpasser seg etter en større handel, vil manipulering av aksjemarkedet kunne utføres på bekostning av langsiktige investorer. Videre kan likviditetsleverandører i markedet kunne profitere på slik manipulasjon og derfor ikke ha incentiv til å avgrense slik handel. På lang sikt vil dette medføre at langsiktige investorer vil flykte fra markedet. Poenget er at dersom priselastisiteten er lik og tilpasser seg like raskt for alle typer ordrer, vil slik manipulasjon ikke være mulig, noe som vil være positivt for langsiktige investorer. Dette vil igjen sikre likviditeten på lang sikt.

Spørsmålet en stiller seg i forbindelse med en markedsplass for omsetning av aksjer i små og mellomstore bedrifter, er dermed *hvordan* en skal klare å øke likviditeten i omsetningen. Dette er en funksjon av flere faktorer. Vi vil avslutningsvis illustrere dette i figur 6.2¹⁷. Likviditet er knyttet til en rekke faktorer som gjensidig påvirker hverandre. Elementer i oppbyggingen av markedsplassen er bl.a. valg av markedstruktur og omsetningsmekanisme, informasjonsformidling gjennom selve omsetningsprosessen, samt ulike regler og krav for å sikre markedsplassens integritet, inkludert økonomiske, styringsmessige og informasjonsmessige krav til de noterte selskaper, børsens markedsovervåkning, og etiske regler for børs og noterte selskaper. Disse forholdene påvirker alle markedets likviditet gjennom sin innvirkning på blant annet prisingsprosessens effektivitet, markedets informasjonsnivå/markedseffisiens og tilgangen av noterte selskaper. Disse forholdene blir drøftet i det følgende.

Figur 6.2 Likviditet og markedstruktur



Kilde: Forelesning ved NHH 31. mars 2000 av Hege Sjo fra Oslo Børs

¹⁷ Her betyr $f(\cdot)$ at størrelsen er en funksjon av de nevnte aspekter.

6.2 OMSETNINGSMEKANISME

Markedsarkitektur ("Market architecture") refererer seg til det sett av regler som styrer handle- og prisingsprosessen, og dreier seg om valg bl.a. med hensyn til¹⁸:

Omsetningsmekanisme, der sentrale aspekter er knyttet til valg av en periodisk eller kontinuerlig mekanisme, og bruk av "market makers".

Type ordre som tillates brukt, der de to vanligste formene er markedsordre og limitordre.

Andre regler som styrer handelen, bl.a. mht. minimum tick, regler ved handelsdagens start og slutt og ved spesielle situasjoner som handelsstans, m.m.

Grad av automatisering, f.eks. tradisjonelle vs. elektroniske systemer.

Markedets transparens/gjennomsiktighet, som går på hvilken informasjon som offentliggjøres gjennom handleprosessen.

Litteraturen viser at valg av markedsarkitektur har betydning for handelsplassens likviditet og effektivitet. Teoretisk og empirisk litteratur belyser ulike virkninger av ulike designvalg, imidlertid finner en at det er ingen klar og entydig syn på hvilke strukturer som gir høyest likviditet og laveste handlekostnader. Ser vi på børser rundt i verden finner vi også et mangfold i valget av utforming. Vårt mål her er å peke på noen av de avveininger som synes relevante i forbindelse med et marked for små og mellomstore bedrifter. Fokus i dette avsnittet er på omsetningsmekanisme, mens påfølgende avsnitt tar for seg forhold knyttet til markedets transparens.

Omsetningsmekanismen (prisings- og klareringssystem) er det sett av regler som gjør at markedsaktørens latente tilbud og etterspørsel omdannes til realiserte transaksjoner. To grunnleggende dimensjoner er på den ene side i hvilken grad systemet er periodisk og kontinuerlig, og på den annen side bruk av market makers der ytterpunktene er ordredrevet prising og kvoteringsdrevet prising. Hovedtyper er illustrert i tabell 6.1.

¹⁸ Se f.eks. Madhavan (2000) og O'Hara (1995) som gir en oversikt over feltet markedets mikrostruktur.

Tabell 6.1 Omsetningsmekanisme

	Ordredrevet prising	Kvoteringsdrevet prising
Periodiske klareringer	Periodisk auksjon	–
Kontinuerlig klarering	Kontinuerlig auksjon	Kontinuerlig dealer-handel

I kategorien *Ordredrevet prising/auksjoner* kan det sies at prisingsprosessen drives av innkomne ordrer. Kjøper og selger ”møtes” gjennom ordreboken, og handel skjer på basis av at kjøps- og salgsordre matcher hverandre. Aktøren kan i prinsippet legge inn to hovedtyper ordre; markedsordre og limitordre. En markedsordre vil medføre at handelen blir gjennomført til best mulig kurs. En limitordre innebærer at en aktør legger inn volum og høyeste akseptable kjøpskurs eller laveste akseptable salgskurs som han er villig til å handle til. Dersom ingen i løpet av tidsperioden aktøren har definert, aksepterer ordren, vil denne bli slettet. Auksjonen kan enten være periodisk eller kontinuerlig. I *periodiske* auksjoner (call market) samles ordrene og gjøres opp gjennom sammenstilling av tilbud og etterspørsel der alle ordrene blir klarert til én pris. I en *kontinuerlig* auksjon blir derimot ordrene fortløpende sammenstilt med allerede innkomne ordre. Følgelig inngås kontrakter over hele handleperioden, og dermed til mange forskjellige priser innenfor samme periode. Oslo Børs, og InnovasjonsMarkedet ASA er begge eksempler på ordredrevet børser.

Kvoteringsdrevne markeder er bygget opp rundt en gruppe aktører kalt ”dealers” eller ”market makers”. Disse er med på å skape likviditet gjennom fortløpende å stille (bindende) kjøps- og salgspriser inntil et visst volum. Bid-ask spread kan betraktes som kompensasjon for at market maker på denne måten tilbyr likviditet til markedet, jfr. diskusjonen over om komponenter i bid-ask spread. De kvoterte prisene er kjent før aktørene innleverer ordrene, og vi sier derfor at prisingen er drevet av kvoteringer. Kjøper og selger kan slutføre handelen umiddelbart siden de handler direkte med en av market makerne og ikke behøver å vente på at en motsvarende ordre skal komme inn. Siden dette er en kontinuerlig mekanisme, er den karakterisert ved en sekvens av bilaterale transaksjoner til ulike priser. SBI er et eksempel på et marked som benyttet market maker.

Omsetningsmekanismen kan for eksempel også konstrueres som en kombinasjon av forskjellige mekanismer, for eksempel med en periodisk mekanisme ved børsåpning, etterfulgt av en kontinuerlig mekanisme. Eksempelvis har Oslo Børs en før-børs periode der det er mulig å registrere ordre, der disse slutes automatisk forutsatt kryssende eller like priser, og der omsetningskursen fastsettes til den kurs som gir høyest sluttet volum. I perioden ”kontinuerlig omsetning” som utgjør den ordinære handelsdagen, registrerer meglerforetakene kontinuerlig ordre i systemet og ordre med kryssende eller like priser blir sluttet automatisk i ordreboken. Man kan også i et ordredrevet system ha en spesialist for å sikre likviditeten. Det som er den viktige forskjellen mellom en market maker i et prisdrevet system og en spesialist i et ordredrevet system, er at i et ordredrevet system legger investor inn limit-ordre i ordreboken som konkurrerer med ordre fra spesialisten.

Valg av omsetningsmekanisme avhenger av hva som er mest effektivt sett i forhold til de gjeldende markedsforhold. Valget mellom periodisk eller kontinuerlig omsetningsmekanisme er i realiteten et valg mht. antall auksjoner holdt i løpet av en handle dag – som så kan variere fra én periodisk auksjon på den ene side, til mellomformer med flere periodiske auksjoner, til det andre ytterpunktet med kontinuerlig prising. Valg av ordredrevet eller kvoteringsdrevet mekanisme er knyttet til behovet og muligheten for å få tilført ekstra likviditet, og må veies mot kostnadene forbundet med det. Ved valg av omsetningsmekanisme er det derfor flere aspekter som spiller inn:

Periodisk eller kontinuerlig omsetningsmekanisme?

Kostnadene ved å administrere børsen/omsetningssystemet øker dess flere auksjoner som holdes. Slik vil bruk av flere periodiske auksjoner, eller en kontinuerlig auksjon, implisere høyere kostnader, og igjen høyere direkte handlekostnader for brukerne. I et marked eller kapitalnettverk basert på ny teknologi og Internett, vil en imidlertid kunne ha lavere kostnader i utgangspunktet, og eventuelle merkostnader ved en kontinuerlig auksjon i forhold til en periodisk auksjon behøver ikke nødvendigvis være så stor.

Omsetningsmekanismene innebærer også en forskjell i prisenes informasjonsinnhold. Periodiske auksjoner kan på mange måter sies å være ikke-diskriminerende og multilaterale¹⁹, mens en kontinuerlig prisingsmekanisme på mange måter kan sies å være diskriminerende og

bilateral. Dette i den forstand at den periodiske auksjonen klarerer alle handler til én og samme pris, mens den kontinuerlige resulterer i en sekvens forskjellige priser mellom to parter. Prisen fra en periodisk auksjon er i prinsippet basert på mer informasjon da den reflekterer verdiestimatet til alle underliggende ordre. Prisen på et gitt tidspunkt fra en kontinuerlig prisingsmekanisme fanger ikke på samme måte opp verdiestimatet til alle aktører. Denne forskjellen antyder at periodiske auksjoner kan reflektere fundamentale forhold bedre enn kontinuerlige auksjoner²⁰. Hvis antall aktører vokser mot uendelig, vil prisen nærme seg den ”sanne” verdi (fully revealing limit). Et motargument er dersom en kontinuerlig auksjon kan tiltrekke mer likviditet. Forskjellen i informasjonsinnhold mellom auksjonsformene minsker når markedets likviditet øker. Vi finner nettopp at mange markeder basert på en kontinuerlig omsetningsmekanisme benytter en periodisk auksjon på tider der usikkerheten er spesielt stor, som f.eks. ved åpning eller lukking av markedet.

Et problem ved periodiske auksjoner er imidlertid at investorene, i motsetning til ved kontinuerlige auksjoner, må vente til gitte tider for å få effektiv handel. Dette gjelder også ved valg av hvor ofte det holdes markedsdag. Enten en velger periodisk eller kontinuerlig auksjon, må en også ta stilling til om det holdes markedsdager daglig, eller færre ganger i uken. Dess færre markedsdager, jo lenger må investor vente for å få effektiv handelen. Ventetiden kan være kostbar for investoren, spesielt i situasjoner der det er hyppig tilgang på ny informasjon om aksjen. Sagt på en annen måte vil aktører som inngir ordre til en periodisk auksjon møte en likviditetsrisiko. Denne er knyttet til forskjellen mellom den likevektsprisen som ville ha eksistert på det tidspunktet aktøren ønsker å handle, og den prisen som faktisk blir realisert når markedet åpnes. Som all risiko er denne ”likviditetsrisikoen” en kostnad for risikoaverse aktører. Likviditetsrisikoen består av to komponenter²¹:

Risiko som følge av periodisk handel: Dette er den nevnte risikoen knyttet til at verdien av aksjen endrer seg fra det tidspunktet aktøren ønsker å handle, til det tidspunktet handelen finner sted. Denne risikoen minker, dess hyppigere handelen finner sted.

¹⁹ Jf. f.eks. Harris & Raviv (1981).

²⁰ Se f.eks. Madhaven (1992).

²¹ Jf. Garbade & Silber (1979).

Risiko som følge av forskjellen mellom "tynne" og "tykke" markeder: Dette er risikoen knyttet til forskjeller mellom på den ene side den pris som realiseres i den enkelte handel i løpet av dagen når det er flere auksjoner eller kontinuerlig handel, og på den annen side den prisen som ville ha blitt realisert dersom alle aktører møttes i én auksjon. Tilsvarende har en forskjeller mellom handelen som finner sted på få markedsdager og som samler ukens tilbud og etterspørsel på disse dagene, mot flere markedsdager der tilbud og etterspørsel blir spredt over dagene. Denne risikoen øker, dess hyppigere handelen finner sted.

Optimal valg av klareringsfrekvens dreier seg om å minimere den totale "likviditetsrisikoen", dvs. summen av disse to aspektene. Førstnevnte komponent blir minimert ved en kontinuerlig handel og hyppigere markedsdager, mens den andre blir minimert ved valg av en énperiodisk auksjon og få markedsdager.

Med dagens teknologi som muliggjør lavere kostnader også ved kontinuerlig omsetning, synes ikke det administrative kostnadsaspektet å være et relevant argument for periodisk fremfor kontinuerlig omsetning. Kontinuerlig omsetning, kombinert med en åpen ordrebok (se nedenfor), gir dessuten viktig informasjon i verdsettelsen av aksjen. Disse forhold taler for en kontinuerlig omsetningsmekanisme. Problemer med likviditet kan likevel være fremtredende spesielt i en oppstartsfase. På tross av økte ventekostnader, kan det være viktig å samle tilbud og etterspørsel ved å avgrense tidsrom for handel, f.eks. få markedsdager, slik en har valgt for InnovasjonsMarkedet. Ved økende handel, kan det være effektivt å øke antall markedsdager.

Ordredrevet eller kvoteringsdrevet omsetningsmekanisme?

Hovedforskjellen mellom en ordredrevet og en kvoteringsdrevet omsetningsmekanisme er bruken av market makers. Et rent kvoteringsdrevet system er basert på market makers som stiller bindende kjøps- og salgskurser, og der investor handler med disse. Market makers nøkkelfunksjoner i et marked er knyttet både til tilførsel av likviditet og til kontinuitet, der tidsgapet som ville oppstått i et rent ordredrevet system mellom innkomne ordre, blir lukket. Market makers mer aktive rolle i prisingsprosessen har også blitt fokusert på. Det foreligger imidlertid en kostnad ved denne likviditeten, knyttet til kompensasjonen som market makers

får i form av bid-ask spread. Størrelsen på krav til kompensasjon reflekterer flere forhold²²: - Handlekostnader per handel er normalt lavere dess større handlevolum, slik at kravet til kompensasjon for å bidra med likviditet vil være større i mindre likvide markeder; - Dess mer risiko avers market maker er, jo større vil bid-ask spread være; - Dess bedre informerte aktørene i markedet er relativt til market maker, jo større kompensasjon vil kreves for å yte likviditet; - Dess mindre konkurranse market maker møter fra andre market makere og/eller innkomne limitordre, jo høyere vil bid ask spread være.

Som et nyoppstartet marked, kan en forvente at et organisert kapitalmarked for små og mellomstore bedrifter, kan få problemer med likviditet, noe vi også har observert for InnovasjonsMarkedet. Spørsmålet vi stiller oss her, er om en organisering med market makere kan bidra til å øke likviditeten i markedet. Begrunnelsen for market makere er nettopp å sikre markedet likviditet. Litteraturen gir likevel ikke klare svar mht. under hvilke forhold et marked basert på market makere gir et likviditetsmessig fortrinn foran rene ordredrevne omsetningsmekanismer. Vi finner eksempler på likvide markeder av begge typer. Madhavan (2000) omtaler en rekke spørsmål knyttet til denne problemstillingen som "the Dealer Puzzle". For et marked som i en oppstartsfase kan ha problemer med likviditet, kan en i prinsippet tenke seg at et rent kvoteringsdrevet marked, eller et ordredrevet marked supplert med market makere, ville gi et likviditetsmessig fortrinn framfor et rent ordrebasert marked. Tilstedeværelsen av market makere garanterer at det er mulig å handle til enhver tid. I et mindre marked, som et nyoppstartet marked for små og mellomstore bedrifter, kan det imidlertid godt tenkes at det ikke er rom for mer enn en market maker, noe som potensielt bidrar til markedsrett og derved høyere bid-ask spread²³. Ved å benytte et kombinasjonsalternativ med market makere og limit-ordre fra investorer, får en imidlertid fram en form for konkurranse, noe som dermed motvirker market makers markedsrett. Disse forhold impliserer at bruk av market makere, i tillegg til investorordre, kan bidra til økt likviditet. Samtidig merker vi oss imidlertid at bid-ask spread representerer kompensasjonen til market maker. I et marked med lav likviditet i utgangspunktet, og med asymmetrisk informasjon, vil en market maker i begge alternativer kreve en høyere kompensasjon, med resulterende høy bid-ask spread, noe som igjen motvirker likviditeten. Spørsmålet en står

²² Jfr. for eksempel Schwartz (1991, s. 154-155).

²³ Empiriske undersøkelser som sammenligner ulike markeder gir imidlertid heller ikke entydige konklusjoner mht. konkurranse mellom market makere, se Madhavan (2000) for en oversikt og referanser på feltet.

overfor vil da være om bruk av market makere i et lite likvid marked, med høy grad av informasjonsasymmetri, tross høyere krav til bid-ask spread, vil bidra til å øke likviditeten. Dette er fortsatt et åpent spørsmål.

6.3 MARKEDETS TRANSPARENS

Et viktig spørsmål i markedsdesign er i hvilken grad det offentliggjøres informasjon fra handleprosessen. Det skilles på den ene side mellom "pre-trade"-transparens som går på grad av offentliggjøring av ordreboken, og "post-trade"-transparens som omhandler offentliggjøring av priser og volum for inngåtte transaksjoner, der tidsforsinkelsen ved offentliggjøring kan variere. Dog finner en som oftest en umiddelbar offentliggjøring i elektroniske ordredrevne auksjoner. Med hensyn til "pre-trade"-transparens, skilles det i ytterpunktene mellom lukket og åpen ordreinnlegging:

Lukket ordrebok: Innleggingen er *lukket* dersom kunnskap om innkomne, ikke oppgjorte ordre holdes skjult for deltakerne inntil klareringen er over. Vanligvis offentliggjøres det her bare resulterende pris og volum etter kontraktsinngåelse.

Åpen ordrebok: Dersom ordreboken derimot er tilgjengelig for markedsaktørene under hele ordreinnleggingen, det vil si hvis innkomne, ikke oppgjorte, ordre offentliggjøres, har vi en *åpen* prisingsmekanisme. Grad av åpenhet/offentliggjøring av ordreboken kan variere, fra et ytterpunkt der kun laveste salgspris og høyeste kjøpspris er offentliggjort, til det andre ytterpunktet, der hele ordreboken offentliggjøres, med hele sin bredde, dybde og identitet bak ordrene.

I periodiske auksjoner er det en tendens til å bruke lukket ordrebok, mens kontinuerlige prisingsmekanismer vanligvis har en mer åpen ordrebok. Samtidig er kontinuerlige auksjoner der en i prinsippet kan offentliggjøre hele ordreboken, ofte mer transparente enn kontinuerlig dealer-handel, der flere slike markeder kun offentliggjør kun market makers beste kvoteringer, og der reelle priser ofte dannes gjennom forhandlinger på basis av disse kvoteringene. Valg av lukket eller åpen ordrebok avhenger av hva en mener vil bidra til størst likviditet i de gjeldende markedsforhold.

Det er en utbredt oppfatning at økt transparens i handleprosessen vil øke markedets likviditet, hovedsakelig fordi det reduserer muligheten av bedre informerte aktører til å handle på

bekostning av mindre informerte aktører. Dette understøttes også i hovedsak av arbeidet til Pagano & Röell (1996) som analyserer sammenhengen mellom transparens og likviditet for ulike omsetningsmekanismer. I et aksjemarked, i enda større grad enn ved omsetningen av en vare, vil markedets verdsetting i stor grad gjenspeile tilgjengelig informasjon om selskapet og her kan informasjon gjennom ordreboken bidra til bedre informasjonsspredning. I en åpen prisingsmekanisme kan aktørene i sin budgivning ta hensyn til observasjoner av hva andre investorer vurderer aksjen til. Dette kan bidra til bedre informasjon og predikering av pris og volum. Åpne auksjoner gjør det videre som nevnt vanskeligere for mer informerte aktører å gjøre større fortjenester på bekostning av mindre informerte aktører. Dette i motsetning til en lukket auksjon, der bedre informerte aktører lettere kan "skjule" seg blant de mindre informerte, siden det ikke skjer noen "lekkasje" av informasjon gjennom omsetningsmekanismen.

I litteraturen finner en imidlertid også eksempler som støtter en mer lukket auksjon. I tilfellet der det er tilstrekkelig mange kjøpere og selgere, viser Wilson (1985) at en klarering med lukkede bud er effektiv i den forstand at den gir aktørene incentiver til å gi bud som reflekterer deres sanne oppfatning av aksjens verdi. I spesialtilfeller kan en sogar finne at en åpen auksjon bidrar til mindre effektivitet i markedet. Eksempelvis argumenterer Robinson (1985) at lukkede auksjoner er mindre sårbare overfor samarbeid enn åpne auksjoner. Dette skyldes at den enkelte aktørs bud ikke kan observeres, og det kan dermed ikke kontrolleres om vedkommende holder samarbeidsavtalen. Riley (1989) argumenterer at en åpen auksjon kan føre til større volatilitet dersom informasjonen fører til hyppig reevalueringer av prisen basert på informasjon tilgjengelig i ordreboken²⁴.

Teoretisk og empirisk finner en i stor grad forhold som understøtter større transparens. Fordelene knyttet til bedre informasjonsspredning, og større problemer for bedre informerte investorer å dra nytte av informasjon på bekostning av mindre informerte investorer, synes viktig i et marked der asymmetrisk informasjon er et problem. Ut fra disse betraktningene synes en åpen ordrebok å innebære klare fortrinn i et kapitalmarked for små og mellomstore bedrifter.

²⁴ En andre rekke artikler, som for eksempel Wilson (1979), Hansen (1988), Back & Zender (1994) gir også eksempler på tilfeller der en lukket auksjon er mer effektiv.

6.4 MARKEDSPLASSENS INTEGRITET OG KRAV TIL NOTERTE SELSKAPER

I organiseringen av en børs generelt, og et omsetningssystem for aksjer i små og mellomstore bedrifter spesielt, er regelverket for å sikre markedsplassens integritet og informasjonsspredning fra selskapene svært viktig for den resulterende tillit og likviditet i markedet. Innenfor rammen av rapporten har vi valgt ikke å utdype dette aspektet, men knytter her noen kort kommentarer til temaet.

I relasjon til markedsplassens integritet er viktige forhold knyttet til etikk og børsens nøytralitet. Dette inkluderer også regulering av de ansattes egenhandel og børsens eventuelle muligheter til egenhandel. Selv med strenge regler for børsens egenhandel, har en imidlertid problemet at *muligheten* for egenhandel, og dermed at muligheten for handel på bedre informasjon enn vanlige investorer, er tilstede, noe som i seg selv er uheldig.

Med hensyn til de noterte selskapene, er det viktig å sikre at relevant informasjon når fram til markedet, samt å hindre innsidehandel. Formålet er både å øke markedets gjennomsiktighet ved offentliggjøring av informasjon, og å hindre misbruk av informasjon. Generelt kan det settes krav mht. selskapenes økonomiske situasjon og organisering som må tilfredstilles for å bli notert, samt krav til rapportering av ulike typer informasjon til børsen eller omsetningssystemet. Overvåknings- og informasjonsspredningsmekanismer i et organisert marked representerer en form for deling av kostnadene ved informasjonsspredning, og synes være svært viktig i relasjon til et kapitalmarked for små og mellomstore bedrifter.

Et viktig element i markedsutformingen er også sikkerhetsrutiner som bl.a. sikrer børsens økonomiske fundament, og at oppgjørsrisiko for partene blir minimert. Tradisjonelt har en organisert handel gjennom børsmedlemmene som stiller sikkerhet og står ansvarlig for oppjøret. På Oslo Børs må man eksempelvis gå veien om et meglerhus, der megleren som børsmedlem gir en ekstra kontroll på kredittverdighet. InnovasjonsMarkedet har valgt en annen løsning på problemet, ved at man har en depotkonto som blir debitert ved kjøp og kreditert ved salg. Det kreves her at investeringsbeløpet i sin helhet er innbetalt før handel. Dette muliggjør direkte registrering, samtidig som oppgjørsrisikoen er redusert til et minimum.

6.5 OPPSUMMERING

Valg av markedsdesign innebærer avveininger mellom ulike virkninger av forskjellige designvalg. Teorien bidrar til å klargjøre konsekvenser av de ulike valgene, og gjenspeiler også at markedsutforming er knyttet til særtrekk ved det markedet vi står overfor. I kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter, der informasjonsproblemer og problemer med annenhåndsomsetning er fremtredende, vil et nytt organisert kapitalnettverk stå overfor store utfordringer. Et organisert marked bidrar til å samle tilbud og etterspørsel, og gir et nødvendig grunnlag for å oppnå likviditet. Dagens teknologi innebærer at en kontinuerlig omsetningsmekanisme også kan være kostnadseffektivt i et mindre likvid marked. Bruk av en kontinuerlig mekanisme, sammen med en åpen ordrebok, gir klare fortrinn i spredningen av informasjon til markedet. Bruk av market makere fremholdes generelt som et middel til å øke likviditeten. I et marked som i utgangspunktet er karakterisert både med informasjonsasymmetri og liten likviditet, er likevel spørsmålet åpent om en market-maker vil bidra til høyere likviditet, tatt i betraktning krav til kompensasjon i form av et høyt bid-ask spread som sannsynligvis vil være høyt i et marked med slike imperfeksjoner. Dette er bakgrunn for anbefalinger om en ordredrevet, kontinuerlig prisingsmekanisme, men der en eventuelt inkluderer market maker som konkurrerer med innkomne investorordre. Hensyn til likviditet, og muligheten til å samle så stor del av tilbud og etterspørsel som mulig i samme omsetningsperiode, tilsier imidlertid en begrensning av antall markedsdager. Ut over dette er krav knyttet til markedets integritet svært viktig.

Teorien og markedsdesign tatt opp i dette kapitlet representerer på mange måter nødvendige betingelser for å oppnå likviditet i markedet, men kan vise seg ikke å være tilstrekkelige for å oppnå ønsket likviditet. Vi ser eksempelvis at oppbyggingen av InnovasjonsMarkedet ASA i Norge i stor grad er i samsvar med disse anbefalingene, men at markedet i løpet av dets vel ett-årige handelshistorie, ikke oppnådde ønsket likviditet. Uten å knytte diskusjonen direkte til dette markedet, vil vi i kapittel 7 avslutningsvis drøfte ytterligere problemer i kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter og implikasjoner for utforming og levedyktighet.

7 KAPITALNETTVERK FOR SMÅ OG MELLOMSTORE BEDRIFTER?

Problemer med informasjonsasymmetri og dårlig likviditet er fremtredende i kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter. Dette har gitt seg utslag i svak tilgang på risikokapital, med en tilpasning i stor grad preget av aktivt eierskap og høy grad av gjeldsfinansiering. Etablering av kapitalnettverk for små og mellomstore bedrifter er foreslått som tiltak for å effektivisere kapitalmarkedet gjennom å bedre likviditet og informasjonsspredning. Hovedformålet med denne rapporten er å belyse i hvilken grad et organisert kapitalnettverk for små og mellomstore bedrifter basert på ny teknologi kan bidra til å effektivisere kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter. Rapportens første kapitler danner et grunnlag for diskusjonen i dette avsluttende kapittelet. I dette kapittelet samler vi trådene og drøfter ytterligere forhold knyttet til potensialet for et levedyktig kapitalnettverk for små og mellomstore bedrifter. Kapitalnettverk ble innledningsvis definert som et organisert og formelt kontaktnett der bedrifter med behov for kapital kan komme i kontakt med personer og bedrifter med behov for å plassere kapital. Mens vi hittil har fokusert på et elektronisk transaksjonsbasert kapitalnettverk (børs), tar vi i dette kapittelet også opp andre former for kapitalnettverk.

Kapittel 6 drøftet forhold av betydning for utforming av et organisert marked for små og mellomstore bedrifter. Ser vi på ulike organiserte børser finner vi et mangfold av designvalg. Vi finner også at teorien ikke gir klare anbefalinger med hensyn til valg av utforming for et gitt marked. Likevel synes enkelte designvalg å peke seg ut som mer egnet enn andre for et kapitalmarked for små og mellomstore bedrifter, noe som kan oppsummeres som følger: En kontinuerlig omsetningsmekanisme er meget utbredt i aksjeomsetning. Kontinuerlig omsetning, i motsetning til en periodisk auksjon, gir mulighet for en åpen og transparent omsetning. Dette aspektet synes viktig i kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter der informasjonsproblemer er fremtredende. Sett på bakgrunn av dette synes kontinuerlig handel, med en åpen ordrebok (f.eks. der dybde og bredde fremkommer) å være et naturlig valg for en markeds plass for små og mellomstore bedrifter. Spørsmålet om bruk av marked maker er mer åpent. En omsetningsmekanisme basert på marked maker alene vil trolig kunne gi opphav til problemer med markeds makt, og dermed høy bid-ask spread og liten likviditet. Bruk av marked maker (spesialist) kan imidlertid være aktuelt som et tillegg til en ordredrevet auksjon. Bruk av en elektronisk Internettbasert markeds plass synes også være viktig for effektiviteten både i form av informasjonsspredning, tilgjengelighet for geografisk spredte investorer, og

kostnadene ved å drive markedsplassen. Utover dette er tillit til markedsplassen essensielt for å oppnå et likvid marked. Markedsplassens regelverk bør utformes slik at dens nøytralitet ikke kan trekkes i tvil. Dette innebærer eksempelvis at ordninger med egenhandel ved børsen kan være problematisk, og svekke tilliten til børsen. Videre bør regelverket bidra til en bedre informasjonsspredning gjennom informasjonskrav til de noterte bedriftene.

Forholdene omkring valg av markeddesign tatt opp her, representerer på mange måter nødvendige betingelser for å oppnå likviditet i markedet, men ikke nødvendigvis tilstrekkelige betingelser for å oppnå likviditet. Dette ser vi også av erfaringer gjort, f.eks. med InnovasjonsMarkedet, som har en oppbygging i stor grad i samsvar med teoretiske anbefalinger for markedets mikrostruktur, men som ikke oppnådde ønsket likviditet. En mulighet kan være at valgt markeddesign, selv om det synes fornuftig ut fra teoretiske anbefalinger og erfaringer fra andre markeder, likevel ikke er det mest hensiktsmessige. Vi tror likevel at det kan være en rekke andre faktorer som spiller inn og kan vanskeliggjøre oppstart og levedyktighet av et slikt marked.

I prinsippet synes det som om et transaksjonsbasert kapitalnett/børsmarked for kapital i små og mellomstore bedrifter vil kunne avhjelpe de likviditetsproblemer og informasjonsproblemer en møter i kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter. Et kapitalnettverk eller organisert marked for små og mellomstore bedrifter vil imidlertid kun være levedyktig dersom det tiltrekker seg nok likviditet. Dette innebærer å trekke til seg nok investorer som handler i de noterte selskapene, og å trekke til seg bedrifter som ønsker å være notert på markedet. Disse forholdene henger gjensidig sammen. Bedriften ønsker å være notert på en likvid omsetningsplass, og investorene ønsker å handle på likvide omsetningsplasser. Spørsmålet vi nå stiller oss er på den ene side om det faktisk er et potensiale for et likvid marked, eller om det er grunnleggende forhold som innebærer at det ikke er mulig å oppnå likviditet i et slikt marked. På den annen side, gitt at det er et potensiale for et likvid marked, er der forhold knyttet til oppstart av markedet som kan hindre fremveksten av et likvid marked. Vi skal først drøfte markedets potensiale med utgangspunkt i de ulike aktørers interesse av markedet, og oppsummerer deretter forhold knyttet til de grunnleggende problemer likviditet og informasjon. Til slutt drøftes alternative organiseringer; - frittstående børs versus en liste på eksisterende børs, og - et organisert transaksjonsbasert marked versus et organisert informasjonsnettverk.

Likviditet og investorinteresse

En investor har normalt mange alternative plasseringsmuligheter for sin kapital, inklusive andre noterte aksjer. Dette innebærer at et organisert kapitalmarked for små og mellomstore bedrifter står overfor konkurranse om tilgjengelig kapital. Spørsmålet vi stiller oss her er hva som skal til for å trekke til seg kapital til dette markedet. Et grunnleggende aspekt er markedets forventninger om aksjens avkastning sett i forhold til dens risiko. I et velfungerende marked vil imidlertid markedet selv sørge for en riktig pris i samsvar med markedets avkastningskrav. I prinsippet vil informasjons- og likviditetsproblemer representere en ytterligere risiko ved en aksje, som dermed gjør den mindre attraktiv relativt sett til en aksje med tilsvarende avkastning og ren forretningsmessig risiko i et velfungerende marked. Videre, selv med et utgangspunkt med god markedsdesign, finner vi imidlertid derfor at vi fortsatt kan stå overfor de grunnleggende problemer knyttet til informasjon og likviditet.

Med hensyn til likviditet synes oppstartsproblemer å være et viktig aspekt i tilknytning til kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter. Det kan godt tenkes at en gitt utforming og markedsdesign har god evne til å vedlikeholde likviditeten i et i utgangspunktet likvid marked. Spørsmålet er imidlertid om en god markedsdesign i seg selv er nok til å overkomme problemer med dårlig likviditet fra starten, og bygge opp et likvid marked²⁵. I et marked tradisjonelt preget av dårlig likviditet, er det naturlig å finne en "vente-og-se" holdning blant investorene, der aktører som i utgangspunktet finner markedet interessant, avventer sin inntreden til markedet har bevist seg å være likvid. Problemet er at dette igjen hemmer fremveksten av likviditet. Det er dermed ikke selvsagt at markedet gradvis vil utvikle seg til et likvid marked, selv om grunnlaget skulle være tilstede. Det kan imidlertid tenkes at bruk av en market maker, kan bidra til å opprettholde likviditet og mulighet for "momentan" handel i en oppstartsfase.

Et ytterligere spørsmål i tilknytning til likviditet er hvilken type investorer som trekkes til markedet. Ser vi på InnovasjonsMarkedet, finner vi at gjennomsnittlige investeringer og transaksjoner på dette markedet var svært liten. Ifølge spørreundersøkelsen foretatt ved oppstart av markedet, finner vi videre at 72% av IM-medlemene og 80% av øvrige investorer

²⁵ En kan her trekke paralleller til innovasjoner innen andre områder. En har f.eks. sett eksempler på at en i prinsippet ny og forbedret teknologi ikke klarer å overleve, tross sine fortrinn over etablert teknologi, (f.eks. tilfellet VHS kontra Beta/Video 2000. En mulig forklaring er at nyere og bedre teknologi ikke har vunnet fram fordi den ikke evnet til å skape et stort nok marked, eller sagt på en annen måte, stor nok likviditet.

var privatpersoner. Et interessant spørsmål i forbindelse med likviditeten i et kapitalmarked for små og mellomstore bedrifter, er om en børs i stor grad basert på private investorer (og eventuelt også små posisjoner) vil trekke til seg nok likviditet. Neste spørsmål er hva som er årsaken til et lavt innslag av institusjonelle investorer, hvorvidt dette er knyttet til dårlig likviditet i en oppstartsfase, eller om det er grunnleggende forhold som bidrar til å gjøre markedet mindre interessant sett i forhold til f.eks. Oslo Børs. Her kan det tenkes at både forhold knyttet til investeringens størrelse, og informasjonsforhold medvirker til at et marked i små og mellomstore bedrifter ikke vil være interessant nok for større investorer. Relativt til større posisjoner i store foretak, ser vi at større investorer kan stå overfor økte kostnader ved å dele sin investering opp på mange små bedrifter. Dette gjelder både ved innhenting av informasjon og ved oppfølging av investeringene. Disse forholdene er begge knyttet til informasjonsforholdene i markedet, og om et organisert marked klarer å få fram relevant og troverdig informasjon. Dette er som nevnt knyttet både til organisering og regelverk, men som vi skal se, også indirekte til likviditeten gjennom i hvilken grad finansanalytikere står overfor et marked for kjøp av informasjon og markedsanalyser.

Likviditet og bedriftenes interesse av å bli notert på markedet

Likviditeten til et organisert marked for små og mellomstore bedrifter avhenger også av at det er et tilstrekkelig antall bedrifter som foretrekker å være notert på markedet. Et av problemene i InnovasjonsMarkedets første driftsår, syntes nettopp å være å få notert nok bedrifter.

Spørsmålet vi her stiller oss er hvilke faktorer som bidrar til at bedriftene har interesse av å få sine aksjer notert på et slikt marked. For bedrifter som i utgangspunktet ønsker en ekstern omsetning av sine aksjer, vil vi vente at markedets likviditet er viktig. Noen bedrifter har en alternativ markeds plass å notere seg på, noe som innebærer en direkte konkurranse om de noterte bedriftene mellom markeds plasser. Andre bedrifter møter ikke kravene til notering på øvrige organiserte markeds plasser. For disse gjenstår imidlertid fortsatt alternativet med en uformell omsetning av aksjene gjennom meglere og gråmarkedet. Betingelser knyttet til notering vil blant annet spille inn på valget. I begge tilfeller ville vi imidlertid forvente at likviditeten ved potensiell markeds plass er viktig. Et likvid marked vil mest sannsynlig bidra til mer korrekt markeds basert prising av aksjen. Forholdene likviditet, markeds basert prising og troverdighet er alle faktorer som påvirker bedriftens betingelser ved fremtidige nyemisjoner. Slik henger også bedriftenes interesse av å bli notert sammen med markedets likviditet.

Kapitalnettverk og informasjonsasymmetri

Informasjonsasymmetri er et viktig problem i kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter. Et organisert marked kan bidra til en organisert formidling av informasjon. Gjennom de krav som markedsplassen setter til rapportering og formidling av viktig informasjon, bidrar en til at informasjonsforholdene bedres. Spørsmålet er imidlertid om markedsplassens informasjonssystem vil være tilstrekkelig til å overkomme problemene med asymmetrisk informasjon.

Et viktig aspekt her er å sikre kvaliteten på informasjonen. Selv om formelle krav ved en markedsplass til informasjonsformidling er sterke, har en fortsatt problemet med asymmetrisk informasjon og i hvilken grad aktørene kan stole på at bedriftene oppgir korrekt og all relevant informasjon. Informasjonskravet alene er ikke nødvendigvis tilstrekkelig. For å sikre troverdighet er også en form for kontroll nødvendig. Dette kan oppnås på to måter. På den ene side kan børsen/markedsplassen styrke sine organer for markedsovervåkning. På den annen side, vil det i et likvid marked være betalingsvilje og dermed rom for finansanalytikere og andre som innhenter og analyserer informasjon om selskapene, noe som impliserer en form for kostnadsfordeling. Også her vil et nyopprettet marked møte former for oppstartsproblemer, da liten likviditet og dermed liten samlet betalingsvilje for slike tjenester, hemmer utviklingen av markedsbaserte overvåkningsmekanismer, noe som igjen hemmer likviditeten.

Ny børs kontra ny liste på eksisterende børs

I diskusjonen over har vi implisitt antatt at et transaksjonsbasert kapitalnettverk etableres som en ny selvstendig handleplass for aksjer i små og mellomstore bedrifter. Alternativt kan en tenke seg at en eksisterende børs, som f.eks. Oslo Børs, oppretter en ny liste for mindre og nyetablerte selskaper. Spørsmålet her er både hvilken løsning som gir de laveste driftskostnadene og som bidrar til høyest likviditet. Vi skal her drøfte forhold omkring dette.

Et vesentlig spørsmål er lønnsomheten ved å starte og drive et kapitalnettverk for små og mellomstore bedrifter, enten som en ny selvstendig markedsplass, eller som en ny liste på en eksisterende markedsplass. Børsens/markedsplassens potensielle inntektskilder består i prinsippet av følgende komponenter:

a) Inntekter knyttet til handel, dvs. fra investorer: Her kan en tenke seg en struktur med både faste (f.eks. abonnement, avgifter) og variable (avgifter, kurtasje, kommisjon) inntekter.

b) Inntekter knyttet til notering på børsen/databasen, dvs. fra de noterte selskapene: Også her kan en ha en struktur med både faste (f.eks. abonnement, avgifter) og variable (avgifter, kurtasje, kommisjon) inntekter.

c) Eventuelle inntekter ved salg av informasjon.

d) Eventuelle annonseinntekter fra en nettside (tilsvarende informasjonsformidlingsselskaper).

Vi ser at en stor del av markedsplassens inntekter er i stor grad volumavhengig og dermed relatert til likviditeten. Dette gjelder spesielt det punkt a), handelsrelaterte inntekter. Med hensyn til aktiviteter knyttet til de to sistnevnte inntektskildene c) og d), kreves en klar strategi og avgrensning i forhold til markedsplassens profil med nøytralitet og objektivitet. Verdien av markedsplassen i seg selv som selskap, dvs. lønnsomheten og markedsverdi, er nært relatert til det totale inntekspotensialet, i tillegg til kostnadene ved drift. Verdsettelse av en slik virksomhet, spesielt med hensyn til de to sistnevnte inntektskildene, vil kunne trekke på metoder brukt i verdsettelsen av internetselskaper²⁶,

Diskusjonen over antyder at elektronisk handel har et stort potensiale for lave transaksjonskostnader. Vi ser en effektivisering av eksisterende børser med overgang til elektronisk handel, og vi ser fremveksten av nye børser med dette som grunnlag. Også med hensyn til informasjonsformidling utgjør dette en svært kostnadseffektiv form for spredning av informasjon. Elektronisk børsomsetning og bruk av Internett bidrar til at det er mulig å etablere en markedsplass til betydelig lavere kostnader enn tidligere. Etablering av en ny separat børs/handleplass for små og mellomstore bedrifter, innebærer imidlertid en rekke oppstarts- og investeringskostnader knyttet til anskaffelse av programvare, administrasjon m.m.

²⁶ Jfr. for eksempel Sælebakke (1999) som innenfor prosjektet bl.a. har sett på metoder for verdsettelse av nettselskaper.

Alternativet med etablering av en liste ved en eksisterende børs har en rekke fortrinn framfor etablering av en ny markeds plass for aksjer i små og mellomstore bedrifter. Dette knytter seg først og fremst til stordriftsfordeler knyttet til eksisterende system og infrastruktur. Stordriftsfordelene gjør seg gjeldende både ved økende likviditet i den enkelte aksje, og mht. antall noterte selskaper, da begge impliserer lavere gjennomsnittlige kostnader. Et spørsmål er også i hvilken grad det er rom for flere børs selskaper i et såpass lite totalmarked som Norge. Disse forholdene er også nært relatert til fordelene ved en sentralisering fremfor en fragmentering av handel. Videre nyter man godt av den tilliten både investorene og de potensielle noterte selskapene har til den eksisterende børsen. Etablering av en ny liste på en eksisterende børs, kan også bidra til å klargjøre skillet mellom bedriftene på de ulike listene, for eksempel mellom en eksisterende SMB-liste, og en for nye og/eller mindre små- og mellomstore bedrifter.

Dette er forhold som på den ene side vil være hemmende for etablering av en ny liste på en ny handleplass i konkurranse med en etablert liste på en eksisterende markeds plass. Normalt har en børs en likviditetsfordel av å være først ute. På den annen side er disse forholdene også relevante generelt ved etablering av en ny liste, uavhengig av markeds plass, og å få etablert likviditet i aksjer det tidligere ikke har vært handel i. Problemet er her oppstartsproblemer ved etablering av en ny liste og å tiltrekke seg kapital i konkurranse med organisert handel i større bedrifter. Også her synes det som om det er kostnadmessige og tillitsmessige fordeler ved oppretting av en ny liste på en eksisterende børs, sett i forhold til en liste på en helt ny markeds plass.

Informasjonsbaserte kapitalnettverk versus transaksjonsbaserte kapitalnettverk

Hittil har vi tolket kapitalnettverk som et nettverk eller markeds plass for omsetning av aksjer i små og mellomstore bedrifter, her kalt et transaksjonsbasert kapitalnettverk. Mer vidt definert er kapitalnettverk et organisert og formelt kontaktnett der bedrifter med behov for kapital kan komme i kontakt med personer og bedrifter med behov for å plassere kapital. Dette omfatter således også et rene informasjonsbaserte kapitalnettverk. Diskusjonen over antyder at det ikke er selvsagt at likviditetsproblemer og informasjonsproblemer vil bli avhjulpet ved etablering av organisert handel i aksjen alene, - både grunnet oppstartsproblemer og ikke minst de utfordringer en står overfor på informasjonssiden. Sistnevnte kan bedres ved å sette utvidete krav til markeds plassens informasjonskrav til de noterte selskapene sammen med

markedsovervåkning. Dersom likviditetsproblemene likevel virker uoverkommelig for suksessen til en ny markedsplass/liste for aksjer i små og mellomstore bedrifter, er et alternativ å starte effektiviseringen av markedet gjennom tiltak direkte rettet mot informasjonsproblemene, og derved skape et bedre grunnlag for organisert omsetning av aksjer i små og mellomstore bedrifter senere. Vi skal drøfte etableringen av et informasjonsnettverk i lys av dette.

Et kapitalnettverk i form av et informasjonsnettverk kan i prinsippet anta ulike former, alt etter type informasjon som formidles, og grad av kontroll med informasjonen. Ulike aktuelle typer informasjon er f.eks.:

Offentlig informasjon: Registrering og oversikt over offentlig informasjon, som for eksempel regnskapsinformasjon og årsrapporter.

Informasjon fra selskapene: Selskapene offentliggjør relevant informasjon til informasjonsnettverket.

Informasjon om selskapene fra andre kilder: Registrering av informasjon om selskapene innhentet fra nyhetskilder, selskapsanalyser mm.

Informasjon om selskapene utarbeidet av kapitalnettverket selv: En kan også tenke seg et informasjonsnettverk med en egen avdeling som innhenter opplysninger og analyserer selskapene.

Handelsinformasjon: Registrering av kursinformasjon ved omsetning i aksjene og eventuelt foreliggende kjøps- og salgsbud, f.eks. rapportert fra meglerhus.

Kontrollaspektet kan likeledes tenkes iverksatt på ulike nivåer. I sin enkleste form er et informasjonsnettverk basert på at de tilsluttede bedriftene på eget initiativ oppgir informasjon til nettverket. Brukere av informasjonsnettverket, investorene, har imidlertid ingen garanti for kvaliteten av informasjonen og at all relevant informasjon kommer fram. En innskjerping i forhold til dette, er en form der bedriftene formelt inngår en kontrakt mht. informasjonsplikt og eventuelt andre krav til bedriftene, lignende informasjonskrav ved børsen. Kombinasjonen med en form for markedsovervåkning i regi av informasjonsnettverket, ville gi et ytterligere kvalitetsstempel. Også i forbindelse med registrering av handelsinformasjon, vil kvaliteten av informasjonsnettverket kunne bedres ved iverksetting av kontrolltiltak.

En rekke initiativer er allerede tatt på dette området, det vises her bl.a. informasjonsnettverket Huginonline, kursrapportering i aviser omkring gråmarkedet, Møre og Romsdal kapitalnettverk, og Norex-otc. Eksempelvis har internettsidene til Norex-otc (www.norex-otc.com) til formål å frambringe informasjon knyttet til hele det skandinaviske markedet for unoterte aksjer. Sidene er lagt opp med informasjon om selskapene med diskusjonsforum og link til hjemmesider, mulighet for meglerforetak å publisere selskapsanalyser, nyheter hentet fra andre kilder, og kursinformasjon levert i samarbeid med Norges Fondsmeglerforbund. Selskapene som benytter sidene forplikter seg til å gi meldinger om relevant informasjon. Så vidt vi kan se, synes det imidlertid ikke være knyttet noen formell form for markedsovervåkning til siden.

Lønnsomheten til et slikt informasjonsnettverk er i stor grad knyttet til de samme inntektskilder som for et transaksjonsbasert kapitalnettverk, punktene b) – d), dvs. med unntak av inntekter knyttet til handel. En vil imidlertid forvente at både inntektene og kostnadene er knyttet til valg av profil mht. type informasjon som formidles, og ikke minst kvaliteten på informasjon med grad av kontroll og markedsovervåkning.

Vi vil forvente at et formalisert og organisert informasjonsbasert kapitalnettverk vil kunne bidra til å bedre informasjonsforholdene i kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter. I hvilken grad tiltaket bidrar til å effektivisere markedet, vil imidlertid henge sammen med kvaliteten på informasjonen. Selv med svakeste form med kontroll, kan imidlertid bedriftens deltagelse i et slik nettverk signalisere en vilje til informasjonsspredning, samtidig som en del av informasjonen kan kontrolleres i ettertid. I den grad informasjonsproblemer er årsak til dårlig likviditet, kan slike tiltak også indirekte bidra til en effektivisering av annenhåndsomsetningen og bedre likviditeten i markedet, selv uten en organisert handelsplass. Andre sideeffekter og mulige utviklinger, er at informasjonsnettverket etterhvert utvikler seg til en møteplass mellom investorer, med en senere utvikling mot en mer organisert markeds plass.

Avsluttende kommentarer

I utgangspunktet synes et transaksjonsbasert kapitalnettverk å ha potensiale for å oppnå likviditet og derved bidra til å effektivisere kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter. Erfaringer fra f.eks. InnovasjonsMarknaden i Sverige understøtter dette, men peker også på

viktigheten av å ivareta børsens nøytralitet og tillit. En elektronisk Internettbasert markedsplass synes å gi et godt grunnlag for en kostnadseffektiv drift av både organisert omsetning og spredning av informasjon. Spørsmålet omkring etablering av en helt ny markedsplass, bør imidlertid vurderes opp mot etablering av en ny liste på en eksisterende børs, sistnevnte aspekt som selvfølgelig vil være børsens egen vurdering. Vi så at alternativet med etablering av en liste ved en eksisterende børs har en rekke fortrinn fremfor etablering av en ny selvstendig markedsplass for aksjer i små og mellomstore bedrifter. En potensiell fare for en ny handelsplass, er imidlertid også at en eksisterende børs i ettertid vil etablere en konkurrerende liste. Selv om den nye markedsplassen nyter godt av fordelene ved å være først ute, kan en større etablert børs ha fordeler knyttet til stordriftsfordeler ved drift, og møte en større tillit i markedet, og derved opparbeide seg likviditet på bekostning av det mindre markedet. Problemet for kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter er imidlertid snarere å få etablert en slik liste med omsetning av aksjer i små og mellomstore bedrifter, enten det er på en ny markedsplass, eller på en eksisterende markedsplass. Dersom interessen fra større institusjonelle investorer er viktig for markedets likviditet, står en overfor et grunnleggende problem knyttet til størrelsen på de små og mellomstore bedrifter, der investeringene i hvert selskap nødvendigvis vil være relativt små, noe som igjen gir opphav til større kostnader. Selv med valg av en god markeddesign, kan en også møte betydelige oppstartsproblemer som kan hemme veksten av et marked som potensielt har gode muligheter for likviditet. Et annet viktig spørsmål er her om en vil overkomme informasjonsproblemene. Betydningen av gode informasjonskrav til de noterte selskaper sammen med markedsovervåkning ved børsen er stor. En alternativ angrepsmåte for effektivisering av markedet, dersom likviditetsproblemene ved et transaksjonsbasert marked er for store, er etablering av rene informasjonsbaserte kapitalnettverk. Gjennom krav til type informasjon og kontroll med kvaliteten, synes dette å være et tiltak som kan bedre informasjonsforholdene direkte, og annenhåndsomsetning indirekte. Samtidig kan slike tiltak legge grunnlag for en senere utvikling mot mer organiserte omsetningsformer.

REFERANSER

- Arneson (1981), "Non marketability discounts should exceed fifty percent", *Taxes*, pp. 25-31.
- Back, K. & J. F. Zender (1994), "Auction of Divisible Goods: On the Rational for the Treasury Experiment", *Review of Financial Studies* 6, 733-764.
- Bias B., P. Hillion & C. Spatt (1995), "An Empirical Analysis of the Limit Order Book and the Order Flow in the Paris Bourse", *Journal of Finance* 50, 1655-1689.
- Boye, K. & A. Kinserdal (1992), "Små og mellomstore bedrifter i Norge – en analyse av betydning, lønnsomhetsforhold og kapitalforhold", *SNF rapport 87/1992*.
- Bugge-Mahrt, A. (1998), "Børshandel på Internett. Hva kan handel på Internett medføre for det norske aksjemarkedet?", Siviløkonomutredning, Norges Handelshøyskole.
- Demetz, H. (1968), "The Cost of Transacting", *Quarterly Journal of Economics*, 82, 33-53.
- Friedlob (1983), "What are the effects of differing types of restrictions on closely-held stocks?", *Journal of Taxation*, pp. 240-243.
- Gangaune, S. & R. Sjøreng (1999), "Internett og aksjehandel. En studie av utviklingen", Siviløkonomutredning Norges Handelshøyskole.
- Garbade, K. D. & W. L. Silber (1979), "Structural Organization of Secondary Markets: Clearing, Frequency, Dealer Activity and Liquidity Risk", *Journal of Finance* 34, 577-593.
- Gjærum, P. I. & T. Johnsen (1996), "Venturekapital, institusjonelle investorer og FoU i SMB", *SNF rapport 95/96*.
- Hansen, R. G. (1988), "Auctions with Endogenous Quantity", *Rand Journal of Economics* 19, 44-58.
- Harris, M. & A. Raviv (1981), "Allocation Mechanisms and the Design of Auctions", *Econometrica* 49, 1477-1499.

Høegh-Krohn, N. E. J. (1996): "Investorenes atferd og bedriftenes tilpasning i kapitalmarkedet for små og mellomstore bedrifter", Årbok, Stiftelsen for samfunns- og næringslivsforskning, Fagbokforlaget, 59-88.

Iversen, L. & J. E. Løvik (1999), "Innovasjonsmarknaden – Konsept og handlekostnader", Siviløkonomutredning, Norges Handelshøyskole.

Johnsen, T. & F. Sættem, (1996): "Kapitalmarked og eierskap", Årbok, Stiftelsen for samfunns- og næringslivsforskning, Fagbokforlaget, 15-35.

Johnson & Racette (1981), "Discounts on letter stock do not appear to be good base on which to estimate discounts for lack of marketability on closely held stocks", *Taxes*, pp. 574-581.

Knivsfå, K. H. (1993), "Klarering og prisfastsettning i aksjemarknaden", Rapport 100/93, Stiftelsen for samfunns- og næringslivsforskning.

Madhavan, A. (1992), "Trading Mechanisms in Securities Market", *Journal of Finance*, 47, 607-641.

Madhavan, A. (2000), "Market Microstructure: A Survey", Marshall School of Business, University of Southern California, USA.

Nordvold, B. & C. Stangeland (1999), "InnovasjonsMarkedet – en ny og effektiv markeds plass?", Siviløkonomutredning, Norges Handelshøyskole.

NOU (1995:16), "Fra sparing til egenkapital", *Norges offentlige utredninger*.

O'Hara, M., (1995), *Market Microstructure Theory*, Basil Blackwell, Cambridge, Mass.

Pagano, M. & A. Röell, (1996), "Transparency and Liquidity: A Comparison of Auction and Dealer Markets with Informed Trading", *Journal of Finance* 51, 579-611.

Reitan, B. (1998), "Private investorers betydning for utvikling av ikke-børsnoterte selskap", Prosjektet "Norske Private Investor", NTNU og Ernst & Young, 1998 årbok, Fagbokforlaget, Bergen 1996.

Riley, J. G. (1989), "Expected Revenue from Open and Sealed Bid Auctions", *Journal of Economic Perspectives* 3, 41-50.

Robinson, M. S. (1985), "Collusion and the Choice of Auction", *Rand Journal of Economics* 16, 141-145.

Schwartz, R. A. (with the assistance of L. M. Cohen) (1991), "*Reshaping the Equity Markets: A Guide for the 1990s*", Harper Business.

Silber (1991), "Discounts on restricted stock: The impact of illiquidity on stock prices", *Financial Analysts Journal*, pp. 60-64.

Sælebakke, S. C. (1999), "Bransjeanalyse og vurdering av prisutviklingen på internetselskaper", Siviløkonomutredning Norges Handelshøyskole.

Wilson, R. (1979), "Auction of Shares", *Quarterly Journal of Economics* 93, 675-698.

Wilson, R. (1985), "Incentive Efficiency of Double Auctions", *Econometrica* 53, 1101-1115.

Wruck (1989), "Equity ownership concentration and firm value: Evidence from private equity financings", *Journal of Financial Economics*, pp. 3-28.

Noen Internettssider

Børser og markedsplasser:

www.ose.no	Oslo Børs, Norge
www.imnorge.com	InnovasjonsMarkedet ASA, Norge
www.omgroup.com	OM Stockholmsbörsen AB, Sverige
www.aktietorget.se	AktieTorget, Sverige
www.sbi-marknadsplats.com	SBI Holding, Sverige
www.nasdaq.com	Nasdaq Stock Market, USA

Informasjonsnettverk:

www.norex-otc.com	NOREX-otc.com
www.huginonline.no	HuginOnline

Nettmeglere:

www.kredittkassen.no/markets	Christiania Markets, Norge
www.dnb.no/aksje	DnBMarkets, Norge
www.karl-johan-fonds.no	Karl Johan Fonds, ASA, Norge
www.netfonds.no	NetFonds ASA, Norge
www.stocknet.no	Stocknet Aston Securities, Norge
www.akerfonds.com	Aker Fonds, Norge
www.avanza.se	Avanza, Sverige
www.nordnet.ohman.se	Nordnet, Sverige
www.schwab.com	Charles Schwab & Co. Inc., USA
www.etrade.com	E*Trade, USA

APPENDIKS: EN ANALYSE AV HANDLEKOSTNADER PÅ IM-MARKNADEN

Dette appendikset gjengir en analyse utført av Iversen og Løvik (1999) av handlekostnader på IM InnovationsMarknaden AB (IM-Marknaden) i perioden 1994 til mai 1999. Undersøkelsen tar for seg bid-ask spread, kursvariasjoner innen handledagen, daglig omsetning og antall handler, og en analyse av ordreboken.

DATAGRUNNLAG

Tabell A.1 viser aksjer som er notert på IM-listen i perioden 1994 frem til 21.05.99. Samtlige aksjer ligger til grunn for analysen. Hver aksje inngår i analysen fra det tidspunkt den første gang ble notert på IM-listen frem til 21.05.99, eller til aksjen ble tatt av listen. Dette på grunn av konkurs eller som følge av at selskapet ønsket å gå over til en annen liste. Tabellen viser for hvilke tidsrom de ulike aksjene er tatt med i analysen, og antall handledager for de respektive verdipapirene.

Av de 32 verdipapirene som er med i analysen, er det 8 som ikke er notert på IM-listen per 21.05.99. Ett av disse har gått konkurs (Visec), de 7 andre har gått over til andre lister (i hovedsak SBI-listen). Ett av selskapene som er notert per 21.05.99 er teknisk konkurs (Swi_b), men omsettes fortsatt gjennom IM-Marknaden.

Alle handledagene er i analysen likestilte. Det vil si at vi ikke har foretatt noen tidsinndeling i den videre analysen. En observasjon vektlegges like mye uavhengig av om observasjonen er fra 1994 eller fra 1999. Dette er gjort fordi vi ønsker størst mulig datagrunnlag og for å beskrive hvordan handlekostnadene har vært i den perioden IM-Marknaden har eksistert. For å vurdere dette velger vi derfor å se på de aksjene som til enhver tid har vært omsatt gjennom IM-Marknadens system.

Et alternativ til denne fremgangsmåten kan være å dele inn dataene i tidsperioder, f.eks. år. Da kunne vi ha sagt noe om utviklingen i handlekostnadene, men dette er ikke hensikten med denne analysen. Dataene er derfor ikke inndelt i tidsperioder.

DIREKTE HANDLEKOSTNADER

De direkte handlekostnadene for å utføre en handel gjennom IM-Marknadens system består per mai 1999 av:

- En innmeldingsavgift på 200 SEK eller kjøp av 100 stykk IM B-aksjer
- 0,5% av ordrens størrelse dersom man selv legger inn ordren på Internett. 1% av ordrens størrelse dersom man ringer ordren inn til IM-Marknaden. Det er ingen minimumskurtasje
- En kvartalsavgift på 110 - 150 SEK, avhengig av om kunden ønsker tilsendt sluttkvittering for hver gjennomført handel.

Tabell A.1 Oversikt over aksjene som er med i analysen

Aksje	Betegnelse	Fra	Til	Antall observasjoner
Arcam	Arc_b	07.12.98	21.05.99	112
Biogaia	Bga_b	23.07.96	12.10.98	476
Biolight	Bio_a	09.11.94	23.06.97	235
Biolight	Bio_b	09.11.94	31.08.98	234
Cash Guard	Cash	10.01.96	21.05.99	682
Coutermine	Cou_b	14.09.98	21.05.99	172
Cartesia	Crt_b	18.01.99	21.05.99	87
Estinvest	Est	07.07.97	21.05.99	470
EtchTech	Etc_b	14.04.98	15.12.98	172
Flying	Fly_b	03.11.97	21.05.99	385
Focal	Foc_b	14.12.98	21.05.99	107
Glycorex Transpl.	Glt_b	06.07.98	21.05.99	222
IDL B	Idl_b	14.07.97	21.05.99	465
IM-Marknaden	Im_b	17.05.94	21.05.99	741
IM Mäklarna	Ima_b	27.07.98	21.05.99	207
IM International	Imi_b	16.09.97	21.05.99	415
ISEC	Isec	28.06.95	21.05.99	698
KonfTel	Kon_b	02.02.98	26.02.99	269
Multisimplex	Msi_b	13.07.98	21.05.99	217
Obducat	Obc_b	20.05.97	07.04.99	472
Optuvent	Opv_b	13.01.97	12.10.98	434
Paris	Par_b	01.10.96	21.05.99	621
Rondeco	Ron_b	26.04.95	21.05.99	712
SBT	Sbt_b	03.04.96	21.05.99	670
Sonesta	Son_b	15.09.97	21.05.99	420
Strand	Str_b	12.10.98	21.05.99	152
Swingcut	Swi_b	21.05.96	21.05.99	658
Tagmaster	Tag_b	12.10.94	21.05.99	732
Texet	Tex_b	28.04.97	21.05.99	516
Translink	Trl_b	09.02.98	21.05.99	321
Visec	Visec	14.09.94	25.02.98	417
Vistec	Vit_b	16.03.98	21.05.99	296

Ved kjøp og salg av aksjer gjennom tradisjonelle meglerhus er det som oftest en minimumskurtasje. Dersom investor utfører små handler, blir derfor den direkte kostnaden forbundet med handel prosentvis mye større enn det som oppgis som kurtasjeavgift. I og med at det hos IM-Marknaden ikke eksisterer noen minimumskurtasje, så vet investor at de direkte kostnadene ved å gjennomføre en handel uansett vil bli på 0,5% av ordrens størrelse.

Tabell A.2a viser hvor mye ulike norske Internett baserte meglerhus tar for å utføre en handel på Oslo Børs, mens tabell A.2b viser hva de ulike svenske Internett-meglerne beregner i gebyr for å gjennomføre en handel på Stockholms Fondbörs. Tallene er fra høst 1998/vår 1999.

Tabell A.2a. Kurtasjeoversikt over Internett-meglere i Norge

Meglerhus på Internett	Minimums-kurtasje (Kr)	Normal-kurtasje (%)
K-Nett	175	0,3
Net Fonds	200	0,2
NefTrade	150	0,25

Kilde: Bugge-Mahrt (1998)

Tabell A.2b. Kurtasjeoversikt over Internett-meglere i Sverige

Meglerhus på Internett	Minimums-kurtasje (kr)	Normal-kurtasje (%)
Sparbanken Nettrade	95	0,18
SE-Banken / Sesam	100	0,45
Öhman (Nordnet Securities)	95	0,15
Hagströmer & Qviberg	50	50 SEK + 0,2%
E-trade, New York basert	-	Fast \$14, 95

Kilde: Bizcontacts

Av tabellene ser vi at kostnadene forbundet med å handle hos IM-Marknaden ligger noe over meglernes i tabellene, spesielt er dette tilfelle for svenske Internett-meglere. For små handler vil IM-Marknaden komme bedre ut på grunn av at de ikke opererer med noen minimumskurtasje. Som det vil fremkomme senere er en typisk handel hos IM-Marknaden liten.

Dersom vi ser på hva tradisjonelle meglere i samme tidsrom tok for å gjennomføre en handel på Oslo Børs (Tabell A.3), kom IM-Marknaden enda bedre ut når det gjelder de direkte kostnadene forbundet ved å gjennomføre en handel.

Tabell A.3. Kurtasjeoversikt tradisjonelle meglere i Norge

Tradisjonelle Meglerhus	Minimums-kurtasje (kr)	Normal Kurtasje (%)
Aros	250 – 300	0,5
ABG Securities	300	0,5
Carnegie	350	0,5
Elcon Securities	500	0,5
Fearnley Fonds	400	0,5 / 0,75
Fondsfinans	300	0,75
Fondspartner	300	0,75
Handelsbanken	300	0,75
Karl Johan Fonds	300	0,75
Norse Securities	400	0,5
Orkla Finans	750	0,75
Pareto Fonds	500	0,3 / 0,5
Saga Securities	500	0,5
Sundal. Collier & Co.	500	0,5

Kilde: Bugge-Mahrt (1998)

Som vi ser av tabellen så er kurtasjeavgiften hos IM-Marknaden konkurransedyktig sammenlignet med det tradisjonelle norske meglere belaster sine kunder med.

Det er imidlertid ikke riktig å sammenligne handler over Oslo Børs med handler hos IM-Marknaden. Selskapene notert hos IM-Marknaden oppfyller ikke kravene til å være listet hos Oslo Børs eller Stockholmsbørsen. Alternativet for en investor som ønsker å investere i den type selskaper som er notert på IM-Marknaden, det vil si små vekstselskaper, er å handle i unoterte aksjer. Å handle i dette såkalte gråmarkedet innebærer en noe høyere direkte handlekostnad enn det som fremkommer i Tabell A.3.

Vår konklusjon er derfor at de direkte handlekostnadene hos IM-Marknaden er fordelaktige, og at de ikke på noen som helst måte diskriminerer investorer som handler for små beløp.

INDIREKTE HANDLEKOSTNADER: BID-ASK SPREAD

Analyse av kvotert bid-ask spread på IM-Marknaden

For å kunne vurdere de indirekte handlekostnadene har vi gjennomført en analyse av kvotert bid-ask spread. Denne analysen er gjennomført for hele tidsperioden, og de til enhver tid listede selskaper er tatt med.

Spreaden er beregnet ved å benytte daglige sluttdata. Spreaden regnes i prosent per dag, og fremkommer på følgende måte:

$$\frac{\text{LavesteAsk} - \text{HøyesteBid}}{\text{HøyesteBid}}$$

Vi har beregnet spreaden for alle aksjene som er eller har vært notert på IM-listen frem til 21.05.99. Resultatene av disse beregningene er gjengitt i tabell A.4. N er antall noteringsdager spread kan beregnes, mens N* er antall noteringsdager der det ikke er stilt kjøps- og/eller salgskurs. Spread i % er bid-ask (kvotert) spread beregnet ved definisjonen vist over. St.avvik(%) er standardavvik for den beregnede spreaden. Min(%) og Max(%) angir henholdsvis laveste og høyeste registrerte spread for observasjonene. TrMean(%) er spread beregnet ved å fjerne de 5% høyeste og laveste spreadene.

Dager det ikke er stilt kjøps- og/eller salgskurs er tatt ut av datamaterialet. Dette på grunn av at på disse dagene ville spreaden ha vært uendelig, noe som ikke vil gi noen mening i denne analysesammenhengen. Vi ser at det for de aller fleste aksjene er stilt både kjøps- og salgskurs alle registrerte handledager. Dette er en klar fordel for en investor som *absolutt* vil kjøpe eller selge en aksje; det finnes alltid en motpart man kan handle med.

Når vi ser på spreaden, er den svært varierende, fra et gjennomsnitt på 4,23% til hele 27,72%. Selskapet som viser en spread på over 27% gikk konkurs, og var omsatt på IM-listen en stund etter at konkurs var begjært. Kjøps- og salgskurs lå derfor i en periode på henholdsvis 1 og 2 øre. Dette gir en spread på 100% over en periode og er således med på å skape den ekstremt høye gjennomsnittsspredden for aksjen. Ser vi bort fra denne aksjen er den høyeste spreaden for en enkelt aksje på 17,01%.

Tabell A.4. Beregnet spread for aksjene på IM-listen

Aksje	N	N*	Spread i %	St.avvik(%)	Min(%)	Max(%)	TrMean(%)
Arc_b	112	0	13.14	11.34	1.45	57.50	11.54
Bga_b	467	9	5.01	6.61	0.00	53.13	3.93
Bio_a	225	10	15.84	28.22	1.06	300.00	11.54
Bio_b	231	3	10.09	16.08	1.02	117.65	7.20
Cash	682	0	4.57	3.67	1.01	33.33	4.12
Cou_b	172	0	15.28	13.58	1.61	116.67	13.84
Crt_b	87	0	7.77	6.36	1.01	32.00	7.23
Est	470	0	6.08	6.43	0.75	81.82	5.31
Etc_b	172	0	5.16	3.25	1.01	23.53	4.74
Fly_b	385	0	6.69	6.25	1.01	59.18	5.94
Foc_b	107	0	17.01	17.78	1.45	103.70	14.69
Glt_b	222	0	9.96	8.53	1.20	56.25	8.93
Idl_b	465	0	6.62	5.57	1.01	51.11	5.86
Im_b	736	5	4.73	4.65	0.00	42.86	4.07
Ima_b	207	0	6.70	5.58	1.02	38.10	6.03
Imi_b	415	0	5.88	4.53	0.00	41.30	5.38
Isec	698	0	6.27	4.57	1.01	53.85	5.79
Kon_b	269	0	4.23	2.27	1.67	14.29	4.04
Msi_b	217	0	8.03	6.07	1.02	46.15	7.44
Obc_b	472	0	4.94	3.30	1.54	26.92	4.56
Opv_b	434	0	5.61	8.74	0.00	122.22	4.37
Par_b	621	0	5.52	4.00	1.02	28.85	5.09
Ron_b	712	0	6.36	4.13	1.01	30.91	5.89
Sbt_b	670	0	5.94	4.59	1.01	48.89	5.41
Son_b	420	0	5.37	2.89	1.01	21.21	5.16
Str_b	152	0	6.48	4.59	1.02	29.41	6.05
Swi_b	658	0	10.20	11.02	1.01	75.00	8.68
Tag_b	732	0	4.72	3.52	1.01	30.56	4.30
Tex_b	516	0	4.54	2.66	1.04	25.00	4.29
Trl_b	321	0	8.11	7.67	1.03	93.75	7.31
Visec	413	4	27.72	42.00	1.00	300.00	22.15
Vit_b	296	0	6.47	4.45	1.01	31.71	6.00

For å finne ut hva den gjennomsnittlige spreaden har vært for IM-listen i perioden den har eksistert, vektet gjennomsnittlig spread for hver aksje med N . Denne summen deles med totalt antall N .

Den gjennomsnittlige kvoterte spreaden på IM-listen fra starten i 94 og frem til 21.05.99 har vært på 7,25%. Quoted half spread vil være halvparten av denne størrelsen. Quoted half spread gir en indikasjon på de indirekte handlekostnadene. Det betyr at de indirekte handlekostnadene har ligget på ca. 3,6% i perioden. Det tilhørende standardavviket er for perioden på 11,39%.

De to selskapene som har gått konkurs (Swi_b og Visec) inngår i beregningen. Som tidligere nevnt får vi for disse selskapene en usedvanlig høy spread før aksjene tas av listen. Ekskluderes disse fra analysen får vi en kvotert spread på 6,37%, med et tilhørende standardavvik på 7,52%. Ser vi bort fra selskapene som har gått konkurs får vi altså en enda lavere indirekte handlekostnad.

Tabell A.5a oppsummerer gjennomsnittlig spread for IM-listen totalt og for utvalget uten de konkurrerande selskapene.

Tabell A.5a. Spreaden i % for aksjene på IM-listen

	Totalt utvalg	Utvalg uten konkurser
Spreaden i %	7.25	6.37
St.avviket i %	11.39	7.52
Antall observasjoner	12756	11685

Sammenlignet med spreaden for SMB-listen på Oslo Børs har IM-listen hatt en lav spread. På SMB-listen var spreaden i perioden 92-93 på 15% jf. Knivsflå (1993). Spreadens variasjon er også lavere for IM-listen, med 11,39% mot 27,8% for SMB-listen.

Tabell A.4 viser også standardavviket til spreaden. Hvis vi ser på disse beregningene ser vi at de jevnt over ligger rundt det nivået som spreaden selv har. Det vil si at virkelig spread varierer mye rundt gjennomsnittlig spread, og at det er store variasjoner i spreaden fra dag til dag.

Minimums- og maksimumsnivå for registrert spread er også målt. Her kan det være verdt å merke seg at nesten halvparten av aksjene i løpet av tiden på IM-listen har hatt en spread på over 50%.

Den siste kolonnen i tabell A.4 viser gjennomsnittlig spread dersom de 5% høyeste og laveste observasjonene fjernes. For alle aksjene er denne gjennomgående lavere enn gjennomsnittlig spread hvis alle observasjonene tas med. Den naturlige forklaringen for dette er at de høyeste målingene ligger mye lengre unna snittet enn de laveste, som ikke kan bli lavere enn 0%.

Tabell A.5b oppsummerer på samme måte som tabell A.5a det samlede datamaterialet, men nå for trimmet gjennomsnitt.

Tabell A.5b. Spreaden i % for aksjene på IM-listen basert på trimmet gjennomsnitt

	Totalt utvalg	Utvalg uten konkurser
Spreaden i %	5.72	5.42
St.avviket i %	3.59	3.14
Antall observasjoner	11480	10517

Vi ser at for TrMean så er standardavviket betydelig redusert. Det er nå lavere enn selve spreaden, noe som ikke var tilfelle i tabell A.5a.

Sammenlignende analyse IM-Marknaden og Stockholmsbørsen²⁷ for kvotert spread

Av de 32 aksjene som er listet i tabell A.4, har to aksjer gått over til Stockholmsbørsen, Bga_b og Opv_b. Vi har foretatt en analyse av spreaden for Bga_b og Opv_b fra overgangen fra IM-listen til Stockholmsbørsen og frem til hhv. 16.06.99 og 01.06.99:

²⁷ Stockholms Fondbörs ble fusjonert med OM Stockholm i begynnelsen av 1999, og har nå navnet OM Stockholmsbørsen AB (Stockholmsbørsen).

Tabell A.6. Aksjer som har gått over til Stockholmsbörsen

Aksje	N	N*	Spread i %	St.avvik(%)	Min(%)	Max(%)	TrMean(%)
Bga_b	264	0	2.57	1.75	0.32	11.76	2.40
Opv_b	179	1	11.74	16.78	1.19	180.00	9.24

Analysen viser at spreaden for Bga_b gjennomsnittlig er på 2,57%, altså omtrent halvparten av det som var tilfelle da aksjen var listet hos IM-Marknaden (5,01%). Standardavviket er også redusert til 4,78% mot 6,61% i tiden hos IM-Marknaden. Spreaden har altså gått ned, samtidig som variasjonene i denne er redusert. Bga_b er notert på Stockholmsbörsens O-liste.

Opv_b viser en betydelig økning i spreaden. Den har økt med hele 6,13 prosentpoeng etter overgangen til Stockholmsbörsens "Nya Marknaden"-liste. Spreadens standardavvik har også økt kraftig; fra 8,74% til 16,78%.

Ut fra dette tynne utvalget kan vi selvfølgelig ikke trekke noen konklusjon, men den mer etablerte O-listen kan, med hensyn på spreaden, synes bedre enn den yngre "Nya Marknaden"-listen.

Sammenlignende analyse IM-Marknaden og SBI for kvotert spread

Fire av selskapene i analysen har gått fra IM-Marknaden til SBI-listen på Stockholm Börsinformation (SBI). Vi har også foretatt en spread analyse av disse for å kunne se på IM-listen kontra SBI-listen. Datagrunnlaget omfatter tidsrommet fra og med første noteringsdag hos SBI og frem til 08.06.99. Tabell A.7 viser et sammendrag av resultatet av denne analysen.

Tabell A.7. Aksjer som har gått over til SBI

AKSJE	N	N*	Spread(%)	St.avvik(%)	Min	Max	TrMean(%)
Bio_a	498	0	9.97	4.52	3.70	33.33	9.65
Bio_b	490	0	7.38	3.72	3.23	25.00	6.96
Kon_b	68	0	4.60	1.91	2.56	10.00	4.45
Obc_b	42	0	7.89	13.65	2.56	90.29	5.55

Sammenlignet med dataene fra tabell A.4, får vi følgende oppstilling i tabell A.8.:

Tabell A.8. Sammenligning spread og st.avvik IM-Marknaden og SBI

Aksje	Spread(%) IM	Spread(%) SBI	St.avvik(%) IM	St.avvik(%) SBI
Bio_a	15.84	9.97	28.22	4.52
Bio_b	10.09	7.38	16.08	3.72
Kon_b	4.23	4.60	2.27	1.91
Obc_b	4.94	7.89	3.30	13.65

Som vi kan se av tabellen så viser Bio_a og Bio_b en forbedring i både spread og standardavvik etter overgangen til SBI. Det samme er ikke tilfellet for de to andre selskapene. Dette kan ha sammenheng med den korte perioden disse to har vært notert på SBI-listen (Se tabell A.7).

Korrelasjon noteringsdager og spread

Korrelasjonsberegninger kan aldri påvise årsakssammenhenger mellom to variable, bare eventuell samvariasjon. Likevel velger vi her å se på korrelasjonskoeffisienter, da disse kan skaffe oss innsikt og hjelpe oss med å avsløre mulige årsakssammenhenger.

For å se om det er noen sammenheng mellom antall handledager og spread, har vi foretatt en beregning av korrelasjonskoeffisienten mellom variablene $N+N^*$ (som utgjør antallet noteringsdager) og *Spread i %*. Tabell A.9 oppsummerer diskusjonen rundt sammenhengen mellom spread og antall dager en aksje har vært notert hos IM-Marknaden. For alle selskapene viser beregningen en korrelasjonskoeffisient på $-0,366$. P-verdien for beregningen er $0,040$. Det betyr at nullhypotesen om uavhengighet mellom antall handledager og spreaden kan forkastes på 5% signifikansnivå.

En negativ korrelasjonskoeffisient kan tolkes som at spreaden minker jo lengre en aksje har vært notert på IM-listen. En mulig forklaring på dette er at aktørene i markedet med tiden blir bedre kjent med selskapet. Dette fører til at verdivurderingen blir mer lik blant kjøpere og selgere av aksjene.

Som tidligere bemerket så er det to selskaper på IM-listen som har gått konkurs, Swi_b og Visec. Mot slutten av disse selskaperens noteringstid har omsetningskursen ligget på bare noen få øre. Dette har ført til at de har hatt en usedvanlig høy spread i en periode. Disse aksjene har begge vært notert i relativt lange perioder, Swi_b i 658 dager og Visec i 417 dager. Disse selskapene er altså med på å øke korrelasjonskoeffisienten beskrevet over.

Vi har derfor tatt ut Swi_b og Visec fra utvalget og beregnet koeffisienten på nytt. Disse beregningene viser at korrelasjonskoeffisienten nå har blitt redusert til $-0,594$. Sammenhengen mellom økt antall handledager og redusert spread er ytterligere forsterket. Den tilhørende P-verdien er nå $0,001$. Vi kan altså også her forkaste nullhypotesen om uavhengighet mellom spread og antallet noteringsdager; altså at korrelasjonskoeffisienten er 0.

En regresjonsanalyse på utvalget uten konkurser, med spread som responsvariabel og $N+N^*$ som prediktor, gir en justert determinasjonskoeffisient, R^2 , på $0,33$. Det vil si at en tredjedel av variasjonen i spreaden kan forklares ut fra variasjonen i $N+N^*$.

Tabell A.9. Korrelasjonskoeffisient spread og N

	Totalt utvalg	Utvalg uten konkurser
Korrelasjonskoeffisient	-0.366	-0.594
P-verdi	0.040	0.001

Oppsummering spread og korrelasjon mellom spread og noteringsdager

Før vi går videre i analysen er det på plass med en oppsummering av det vi har funnet ut så langt: Fra analysen over ser vi at en investor i gjennomsnitt må ha en avkastning på omtrent 4,1% ($0,5\%+3,6\%$, halvparten av listens gjennomsnittlige spread) for å få dekket sine direkte og indirekte handlekostnader. Dette er lavere enn for den norske SMB-listen. Videre kan resultatene av korrelasjonstestene tyde på at det er en negativ korrelasjon mellom antall noteringsdager og den kvoterte bid-ask spreadens størrelse.

KURSVARIASJONER PER DAG

Intradag variasjoner på IM-listen

I denne delen av analysen skal vi se på markedets elastisitet. Grunnlaget for denne analysen er handledagenes høyeste og laveste omsetningskurs for de ulike verdipapirene. Den maksimale daglige kursvariasjonen beregnes i prosent på følgende måte:

$$\frac{HøyesteOmsatt - LavesteOmsatt}{LavesteOmsatt}$$

Tabell A.10 viser resultatet av denne analysen for selskapene notert hos IM-Marknaden. Intradag(%) viser gjennomsnittlig forskjell mellom høyeste og laveste omsetningskurs for observasjonene, og St.avvik(%) viser standardavvik for den beregnede variasjonen. Laveste og høyeste registrert variasjon for observasjonene er vist i henholdsvis Min(%) og Max(%). TrMean(%) viser samme som Intradag(%), men er beregnet ved å fjerne de 5% høyeste og laveste observasjonene.

Basert på dataene i tabell A.10, så har vi beregnet den gjennomsnittlige aksjekurs-variasjonen for en handledag. Denne viser at en tilfeldig aksje kan forventes å omsettes med en forskjell på 8,71% mellom høyeste og laveste omsetningskurs. Dersom man er kjøper, kan man altså tjene inn sine handlekostnader allerede den første dagen. Er man derimot uheldig med kjøpstidspunktet, må aksjen stige betydelig fra dag 2 for at man skal tjene inn igjen sin investering.

Korrelasjon kvotert spread og intradag variasjoner

Er det slik at en kan si at det er de aksjene med høyest spread som har de høyeste kursvariasjonene? Det kunne en kanskje forvente hvis en antar at beste kjøper og beste selger veksler med å finne hverandre i markedet. Om da for eksempel er bid –kursen er 40 og ask-kursen er 45, så omsettes noen aksjer for 40 og andre for 45. Dette vil gi en høy intradag kursvariasjon for aksjer med høy spread. Aksjer der spreaden er lav vil ikke oppleve en slik variasjon, selv om kjøper og selger veksler med å finne hverandre.

For å finne ut om det eksisterte en slik sammenheng utførte vi en Pearson korrelasjonstest på spreaden fra tabell A.4 og intradag kursvariasjonene. Kjøringen gav en korrelasjonskoeffisient på 0,578. Vi har altså en forholdsvis sterk samvariasjon mellom spread og kursvariasjoner. P-verdien var også signifikant på 1%-nivå. Den var så lav som 0,001.

En regresjonsanalyse med spread som uavhengig variabel, og daglig kursvariasjon som den avhengige, gir en determinasjonskoeffisient på 31,2%. Omlag en tredjedel av variasjonene i kursene per dag for aksjene kan altså forklares med nivået på spreaden for aksjene.

Tabell A.10. Intradag variasjon omsetningskurser. Elastisitet

Aksje	Intradag(%)	St.avvik(%)	Min(%)	Max(%)	TrMean(%)
Arc_b	8.41	12.53	0.00	57.14	6.82
Bga_b	6.43	6.33	0.00	70.00	5.67
Bio_a	7.50	17.94	0.00	140.00	4.39
Bio_b	8.92	13.57	0.00	100.00	6.86
Cash	8.57	8.39	0.00	76.47	7.54
Cou_b	5.98	9.45	0.00	59.57	4.64
Crt_b	3.96	6.05	0.00	35.00	3.07
Est	5.42	6.04	0.00	52.50	4.69
Etc_b	6.05	5.77	0.00	35.38	5.36
Fly_b	6.16	7.86	0.00	62.00	5.16
Foc_b	6.40	10.71	0.00	57.89	4.71
Glt_b	7.57	11.36	0.00	80.00	5.87
Idl_b	8.53	9.72	0.00	97.50	7.31
Im_b	11.41	12.33	0.00	200.00	9.82
Ima_b	6.06	7.33	0.00	57.89	5.15
Imi_b	12.19	14.00	0.00	130.00	10.21
Isec	10.28	10.95	0.00	135.29	8.96
Kon_b	7.40	6.01	0.00	52.00	6.84
Msi_b	10.61	25.99	0.00	300.00	6.87
Obc_b	7.81	5.94	0.00	46.88	7.21
Opv_b	6.75	8.08	0.00	130.77	5.96
Par_b	5.95	6.05	0.00	53.06	5.25
Ron_b	9.14	9.06	0.00	100.00	8.04
Sbt_b	7.76	9.12	0.00	114.29	6.67
Son_b	6.68	5.51	0.00	39.29	6.15
Str_b	6.59	9.67	0.00	73.33	5.18
Swi_b	12.34	16.98	0.00	200.00	9.96
Tag_b	8.43	8.76	0.00	63.33	7.27
Tex_b	5.64	5.53	0.00	58.18	5.02
Trl_b	7.31	6.95	0.00	42.86	6.62
Visec	23.57	36.92	0.00	200.00	17.60
Vit_b	6.85	8.99	0.00	114.29	5.85

Sammenlignende analyse IM-Marknaden og Stockholms Fondbörs for intradag variasjoner

Som tidligere nevnt er det to selskaper som har gått fra IM-listen til Stockholms Fondbörs. Ett av disse, Opv_b (gikk til "Nya marknaden"), hadde på IM-listen en "høy-lav spread" per dag på 6,75%. Etter overgangen gikk denne ned til 4,18%. Så selv om spreaden økte (se tabell 4 og 6), så gikk kursvariasjonene ned per dag. Det er også verdt å merke seg at antallet dager med omsetning gikk ned fra 95% (413 av 434) til 69% (125 av 181).

Tabell A.11. Intradag variasjoner for aksjene som har gått til Stockholms Fondbörs

Aksje	N	N*	Intradag (%)	St.avvik(%)	Min(%)	Max(%)	TrMean(%)
Bga_b	264	0	5.75	4.60	0.00	33.00	5.25
Opv_b	125	56	4.18	5.85	0.00	33.33	3.45

Det andre selskapet, Bga_b (gikk til O-listen), viser også en liten nedgang i intradag variasjonen (ca 0,75 prosentpoeng). Nedgangen i standardavviket er også i samme størrelsesorden. For denne aksjen ser vi at i motsetning til Opv_b så har ikke antall dager med

omsetning falt (Se tabell A.12). En forklaring på dette kan være at O-listen er mer innarbeidet hos investorene enn ”Nya marknaden”.

Sammenlignende analyse IM-Marknaden og SBI for intradag variasjoner

Vi fortsetter nå med samme analyse for aksjene som har gått fra IM-listen til SBI-listen. En intradag analyse av disse er presentert i tabell A.12.

Tabell A.12. Intradag variasjoner for aksjene som har gått til SBI-listen

Aksje	N	N*	Intradag(%)	St.avvik(%)	Min	Max	TrMean(%)
Bio_a	170	324	1.12	2.83	0.00	16.67	0.62
Bio_b	429	61	4.10	5.02	0.00	29.17	3.48
Kon_b	62	6	4.55	4.21	0.00	18.18	4.22
Obc_b	41	1	7.00	6.01	0.00	23.05	6.59

Ser vi på intradag variasjonene og det tilhørende standardavviket for noteringstiden hos IM-Marknaden og Stockholms BörsInformation ser vi at intradag variasjonene er redusert til dels betraktelig. Dette gjelder også det tilhørende standardavviket, med unntak av aksjen med kortest noterings tid; Obc_b (42 dager).

Tabell A.13. Sammenligning intradag(%) og tilhørende st.avvik IM-Marknaden og SBI:

Aksje	Intradag(%) IM	Intradag(%) SBI	St.avvik(%) IM	St.avvik(%) SBI
Bio_a	7.50	1.12	17.94	2.83
Bio_b	8.92	4.10	13.57	5.02
Kon_b	7.40	4.55	6.01	4.21
Obc_b	7.81	7.00	5.94	6.01

En forklaring på at kursen varierer mindre per handledag kan være at volumet bak de beste salgs- og kjøpsordrene har blitt større etter overflyttingen til SBI-listen. Grunnen til dette igjen kan være som følger: Hos SBI er ikke ordreboken offentlig, og dersom man ønsker å handle så plasserer man en ordre lik den beste kjøps- eller salgskursen. Man kan med andre ord ikke se om den beste ordren som ligger inne er liten, for så å plassere seg ”rett bak” denne og bli best når den lille ordren blir effektivert eller eventuelt trekkes.

En annen og kanskje mer nærliggende forklaring kan være at det på SBI-listen er en annen type investorer som handler for større beløp enn en typisk investor på IM-Marknaden.

Oppsummering intradag variasjoner

Intradag variasjonene på IM-listen kan synes noe høye. En forklaring kan være tynt volum bak de ulike nivåene i ordreboken. Det synes å være en viss positiv sammenheng mellom spread og intradag kursvariasjoner. Intradag variasjonene synes å minske ved en overgang til Stockholms Fondsbörs og SBI. Dette kan skyldes større volum bak ordrene der.

OMSETNING

Omsetning på IM-Marknaden

For å kunne gi et bilde av aktiviteten på IM-Marknaden har vi også sett på ulike mål for omsetningen. Før vi går dypere inn i materialet presenterer vi her en oversikt i tabell A.14 over hvor mange av noteringsdagene de ulike aksjene har blitt handlet.

Tabell A.14. Antall dager med omsetning for de ulike aksjene

Aksje	N	N*	N+N*	%
Arc_b	69	43	112	61.61
Bga_b	463	13	476	97.27
Bio_a	141	93	234	60.26
Bio_b	228	7	235	97.02
Cash	676	6	682	99.12
Cou_b	106	66	172	61.63
Crt_b	72	15	87	82.76
Est	440	29	469	93.82
Etc_b	171	12	183	93.44
Fly_b	349	36	385	90.65
Foc_b	62	44	106	58.49
Glt_b	196	25	221	88.69
Idl_b	459	5	464	98.92
Im_b	735	6	741	99.19
Ima_b	201	6	207	97.10
Imi_b	406	9	415	97.83
Isec	688	10	698	98.57
Kon_b	263	7	270	97.41
Msi_b	193	24	217	88.94
Obc_b	458	15	473	96.83
Opv_b	413	21	434	95.16
Par_b	592	29	621	95.33
Ron_b	701	11	712	98.46
Sbt_b	651	19	670	97.16
Son_b	409	11	420	97.38
Str_b	133	19	152	87.50
Swi_b	633	25	658	96.20
Tag_b	728	5	733	99.32
Tex_b	504	12	516	97.67
Trl_b	302	19	321	94.08
Visec	399	19	418	95.45
Vit_b	281	15	296	94.93

Her er N antall dager med omsetning, mens N* er antall dager uten omsetning. Totalt antall handledager blir da N+N*. Kolonnen % angir prosentvis dager med omsetning av totalt antall handledager.

Vi ser av tabellen at antallet dager de ulike aksjene har blitt handlet varierer fra 58 til 99 prosent. Men når gjennomsnittet er så høy som 90,88%, så kan vi konkludere med at de aller fleste aksjene handles bortimot hver dag.

Vi har også funnet ut gjennomsnittlig omsetning per noteringsdag, hvor mange handler som i gjennomsnitt utføres per noteringsdag og hvor stor en gjennomsnittlig handel er. Alt dette for de ulike aksjene på IM-listen.

Tabell A.15 viser omsetning per noteringsdag for aksjene. Tabellen viser at det er stor variasjon i den gjennomsnittlige omsetningen per dag; fra 3107 SEK til 223724 SEK. Det er IM-Marknaden selv som er den aksjen med høyest omsetning.

Tabell A.15. Gjennomsnittlig omsetning i SEK per noteringsdag

Aksje	Gj.snitt	St.avvik	Min	Max	TrMean
Arc_b	5212	15139	0	108639	2373
Bga_b	128865	138458	0	1324449	111071
Bio_a	19432	50675	0	432000	10805
Bio_b	73552	113366	0	943796	57095
Cash	77380	100775	0	922685	62860
Cou_b	3107	5838	0	48030	2158
Cct_b	6207	8857	0	45248	5092
Est	38669	76969	0	1108813	27162
Etc_b	24474	29110	0	196139	20738
Fly_b	19913	25829	0	227227	16439
Foc_b	4241	11344	0	105450	2579
Glt_b	9419	16156	0	109641	6957
Idl_b	27420	50270	0	629804	20011
Im_b	223724	243796	0	2219300	194206
Ima_b	11160	15420	0	114250	8901
Imi_b	47979	89841	0	1236400	35325
Isec	55229	96777	0	1553352	41629
Kon_b	95281	134778	0	1453710	77828
Msi_b	10762	20091	0	212620	7708
Obc_b	65015	91892	0	1124157	52399
Opv_b	56455	97343	0	1348164	42319
Par_b	18938	25117	0	242201	15557
Ron_b	40352	62011	0	618395	30761
Sbt_b	40022	94327	0	1825000	28558
Son_b	30427	47625	0	547871	23497
Str_b	7813	10163	0	89463	6491
Swi_b	27655	47446	0	773000	21615
Tag_b	55965	64299	0	555000	47437
Tex_b	49156	72638	0	911453	38537
Trl_b	16171	25891	0	195052	12151
Visec	14419	27098	0	208325	9932
Vit_b	25182	46951	0	482359	17394

Tabell A.16 viser gjennomsnittlig antall utførte handler per noteringsdag for de ulike selskapene notert på IM-listen. Også her kan vi se at det er stor variasjon i tallmaterialet. Gjennomsnittlig antall handler varierer fra 1,37 til 49,33. Som i tabell A.15 er det IM-Marknaden selv som står for ”toppnoteringen”.

Tabell A.16. Gjennomsnittlig antall handler utført per noteringsdag

Aksje	Gj.sn.	St.avvik	Min	Max	TrMean
Arc_b	2.04	3.02	0	20	1.58
Bga_b	26.81	25.87	0	295	23.97
Bio_a	1.37	2.11	0	12	1.08
Bio_b	6.12	6.53	0	41	5.31
Cash	16.20	11.98	0	86	14.99
Cuo_b	2.13	3.04	0	17	1.67
Crt_b	2.67	2.29	0	11	2.50
Est	9.70	14.84	0	226	7.70
Etc_b	10.53	9.94	0	73	9.40
Fly_b	7.90	9.13	0	87	6.74
Foc_b	2.15	3.15	0	21	1.76
Glt_b	5.48	6.70	0	46	4.58
Idl_b	14.55	20.01	0	288	12.01
Im_b	49.33	33.06	0	286	46.07
Ima_b	6.71	5.67	0	29	6.17
Imi_b	20.26	17.73	0	150	18.01
Isec	18.47	19.58	0	265	16.10
Kon_b	19.91	18.43	0	124	17.89
Msi_b	7.54	9.77	0	95	6.34
Obc_b	19.60	25.23	0	424	16.91
Opv_b	14.38	21.32	0	347	11.81
Par_b	10.25	10.17	0	68	9.00
Ron_b	13.63	13.69	0	155	11.94
Sbt_b	11.78	17.70	0	255	9.60
Son_b	15.37	19.40	0	251	12.87
Str_b	5.52	5.13	0	35	5.01
Swi_b	13.03	16.49	0	294	11.18
Tag_b	16.37	13.49	0	138	14.84
Tex_b	14.39	18.60	0	304	12.16
Trl_b	9.40	10.19	0	63	8.02
Visec	11.22	10.74	0	70	10.01
Vit_b	11.88	16.51	0	159	9.46

Til slutt har vi beregnet hvor stor en gjennomsnittlig handel for de ulike aksjene på IM-listen har vært i analyseperioden.

Ut fra tabell A.16 og A.17 ser vi at det er selskapet med lavest antall utførte handler per dag, Bio_a, som gjennomsnittlig har de største handlene. Im_b, som omsettes mest både når det gjelder antall handler og i kroner, har en gjennomsnittlig handel ikke høyere enn 4070 SEK. Dette er sannsynligvis fordi man i store deler av analyseperioden måtte inneha et lite antall (100 stk.) Im_b aksjer for å kunne handle på IM-listen. Man må fortsatt eie aksjer i IM-Marknaden for å kunne delta i emisjoner, men det er ikke lenger nødvendig for å kunne handle hos IM-Marknaden.

Tabell A.17. Gjennomsnittlig størrelse på utførte handler i SEK

Aksje	Gj.sn.Handel	St.avvik	Min	Max	TrMean
Arc_b	2001	2821	65	17386	1560
Bga_b	5205	3364	770	27013	4787
Bio_a	14143	24474	0	216000	10811
Bio_b	11097	9653	570	55842	9956
Cash	4049	3024	224	24594	3745
Cou_b	1404	1147	65	6580	1282
Crt_b	2156	1815	90	9050	1928
Est	3351	2345	181	16200	3103
Etc_b	2158	1447	110	12852	2022
Fly_b	2658	3946	82	50750	2215
Foc_b	1840	2426	150	18400	1502
Glt_b	1617	2117	27	17312	1276
Idl_b	1702	4092	155	85949	1423
Im_b	4070	2355	414	11412	3963
Ima_b	1494	1443	210	8603	1288
Imi_b	1962	1321	250	8243	1855
Isec	2561	2898	33	52123	2288
Kon_b	4207	2898	275	23709	3869
Msi_b	1504	2855	230	24028	1093
Obc_b	3019	1574	225	14101	2903
Opv_b	3487	1925	215	12461	3316
Par_b	1771	1960	52	29739	1570
Ron_b	2505	2163	110	34187	2305
Sbt_b	3024	2725	86	44000	2779
Son_b	1801	1722	52	30788	1674
Str_b	2028	5574	88	44732	1186
Swi_b	2184	3024	25	33762	1816
Tag_b	3177	2139	114	22438	2984
Tex_b	3063	1796	45	11200	2903
Trl_b	1867	5075	87	63336	1255
Visec	1370	2262	0	22423	1014
Vit_b	2008	3653	58	49896	1604

Sammenligning av omsetning for aksjene som har gått fra IM-Marknaden til Stockholms Fondbörs

Som for spread og intradag analysen vil vi her se spesielt på hva som skjedde med de aksjene som gikk over til Stockholms Fondbörs og Stockholm Börsinformation. Tabell A.18 viser resultatet av analysen når det gjelder de to aksjene som gikk til O-listen og "Nya-Marknaden" på Stockholms Fondbörs.

Her er N antall observasjoner som ligger til grunn for analysen, mens N* er antall observasjoner som ikke kan benyttes i analysen (kun aktuelt for gjennomsnittlig handel siden disse tallene er basert på antall noteringsdager det er handlet)

Tabell A.18. Gjennomsnittlig daglig omsetning, antall handler og størrelsen på en gjennomsnittlig handel for aksjene som har gått fra IM-Marknaden til Stockholms Fondsbörs

	N	N*	Gj.snitt	St.avvik	Min	Max	TrMean
Omsetning Bga_b	264	0	385493	465198	18100	3581372	318821
Omsetning, Opv_b	181	0	53979	117817	0	960000	32816
Antall Bga_b	264	0	27.11	25.82	2	205	23.74
Antall Opv_b	181	0	2.98	4.53	0	30	2.27
Gj.sn. handel Bga_b	264	0	13366	6848	3017	85030	12716
Gj.sn. handel Opv_b	121	60	20148	55162	3485	532000	12770

Setter vi dataene fra tabell A.18 sammen med dataene fra tabell A.15, A.16 og A.17 kan vi sammenligne utviklingen av omsetningstallene etter at aksjene gikk fra IM-Marknaden til Stockholms Fondsbörs.

Tabell A.19. Sammenligning omsetning Stockholms Fondsbörs og IM-Marknaden

	Gj.snitt IM	Gj.snitt SFB	St.avvik IM	St.avvik SFB	St.avvik i % av gj.sn. IM	St.avvik i % av gj.sn. SFB
Omsetning Bga_b	128865	385493	138458	465198	107.44	120.68
Omsetning Opv_b	56455	53979	97343	117817	172.43	218.26
Antall Bga_b	26.81	27.11	25.87	25.82	96.49	95.24
Antall Opv_b	14.38	2.98	21.32	4.53	148.26	152.01
Gj.sn. handel Bga_b	5205	13366	3364	6848	64.63	51.23
Gj.sn. Handel Opv_b	3487	20148	1925	55162	55.21	273.78

Tabell A.19 viser at aksjen som gikk til O-listen, Bga_b, har økt sin omsetning og størrelsen på en gjennomsnittlig handel betraktelig, men vi kan også se at omsetningen svinger noe mer rundt snittet fra dag til dag. Antallet handler per dag, og tilhørende standardavvik, er så og si uforandret. Den økte omsetningen kan være med på å forklare halveringen i spreaden som kom frem i analysen presentert i tabell A.6.

Sammenligningen viser også at Opv_b, som gikk til "Nya Marknaden", har hatt en liten nedgang i gjennomsnittlig omsetning, men at en typisk handel nesten har 6-doblet seg. Dette kan fortelle litt om forskjellen på en investor hos IM-Marknaden og en som investerer på Stockholms Fondsbörs; en typisk investor på IM-Marknaden er betydelig mindre enn en som investerer gjennom "Nya Marknaden". Listene treffer altså ulike målgrupper.

Den betydelige økningen i spreaden for Opv_b som kom frem i tabell A.6, kan kanskje forklares ut fra det lave antallet handler som utføres per dag. Det er færre (men større) investorer som ønsker å handle i Opv_b, og dermed blir bid- og ask-kursene liggende lengre fra hverandre.

Sammenligning av omsetning for aksjene som har gått fra IM-Marknaden til SBI

For de 4 aksjene som gikk til SBI-listen har vi ikke hatt tilgang til like mye datamateriale som for aksjene som gikk til Stockholms Fondsbörs. Vi kan derfor ikke presentere størrelsen på en gjennomsnittshandel eller gjennomsnittlig antall handler per dag. Vi hadde tilgang til daglige omsetningstall, og kan derfor se på utviklingen i gjennomsnittlig daglig omsetning.

Tabell A.20. Gjennomsnittlig daglig omsetning i SEK for aksjene som gikk fra IM-Marknaden til SBI

Aksje	N	Gj.snitt	St.avvik	Min	Max	TrMean
Bio_a	498	21385	81916	0	1302000	8480
Bio_b	490	165742	374546	0	3908975	102196
Kon_b	68	100782	164464	0	978750	76052
Opv_b	42	85284	78398	0	303775	78579

Vi har også her satt opp en tabell som letter sammenligningen mellom tidsrommene aksjene var notert hos IM-Marknaden og SBI.

Tabell A.21. Sammenligning omsetning IM-Marknaden og SBI

Aksje	Gj.snitt IM	Gj.snitt SBI	St.avvik IM	St.avvik SBI	St.av. i % av gj. IM	St.av. i % av gj. SBI
Bio_a	19432	21385	50675	81916	260.78	383.05
Bio_b	73552	165742	113366	374546	154.13	225.98
Kon_b	95281	100782	134778	164464	141.45	163.19
Opv_b	56455	85284	97343	78398	172.43	91.93

Som vi kan se, avslører analysen at omsetningen har økt for samtlige aksjer etter overgangen til SBI-listen, men også variasjonen rundt gjennomsnittet har økt for alle aksjene, unntatt for Opv_b. Markedets evne til å kunne ”konsumere” en stor ordre er altså forbedret for aksjene som har gått til SBI-listen, men den er blitt mer ustabil som følge av det økte standardavviket.

Sammenheng omsetning og spread

For å kunne se om det er noen sammenheng mellom omsetningsnivå og spread har vi gruppert omsetning og spread for alle aksjene i 5 dagers perioder. Dette er gjort ved at observasjon 1 til 5 er en periode. Periode 2 utgjøres av observasjon 2 til 6, osv.

Ut fra dette tallmaterialet har vi plukket ut den perioden med lavest, median og høyest omsetning. Disse dataene er presentert i tabell A.22. Vi har også regnet ut korrelasjonskoeffisienten, og tilhørende P-verdi, til omsetning og spread for *alle* periodene, altså ikke bare for de tre periodene presentert i tabell A.22.

Som vi kan se av analysen så er korrelasjonskoeffisienten mellom -0,35 og -0,15 for alle aksjene som har en P-verdi som er signifikant på 5%-nivå. For disse aksjene kan vi altså med stor sannsynlighet anta at det *ikke* er uavhengighet mellom omsetning og spread. Det er en svak negativ sammenheng mellom omsetning og spread; høyere omsetning gir lavere spread.

Dersom vi ser på alle periodene for de ulike aksjene på listen under ett, så får vi en korrelasjonskoeffisient på -0.147 og en P-Verdi lik 0.000. Vi kan altså forkaste nullhypotesen, som sier at det er uavhengighet mellom omsetning og spread.

Tabell A.22. Intern sammenheng spread og omsetning

Aksje		Lavest	Median	Høvest	Korrelasjon	Korr.koeff P-verdi
Arc_b	Omsetning Spread	0.00 8.33	11343.50 5.49	168839.70 4.04	-0.200 0.038	
Bga_b	Omsetning Spread	0.00 10.77	525377.35 1.97	2952972.30 5.50	-0.245 0.000	
Bio_a	Omsetning Spread	0.00 3.46-51.23	67973.50 18.02	809550.00 25.64	0.055 0.475	
Bio_b	Omsetning Spread	50379.50 4.35	288025.00 5.08	1849793.25 11.69	0.120 0.097	
Cash	Omsetning Spread	0.00 4.71-6.65	244363.75 2.68	2254985.70 4.71	-0.235 0.000	
Cou_b	Omsetning Spread	0.00 6.31-15.07	9132.00 8.14	97803.25 4.82	0.091 0.243	
Crt_b	Omsetning Spread	3262.00 6.31	27410.00 7.05	88375.00 12.40	-0.068 0.541	
Est	Omsetning Spread	5025.00 7.58	85646.00 7.80	2060143.50 1.89	-0.297 0.000	
Etc_b	Omsetning Spread	17752.04 5.94	92857.35 3.33	560530.70 4.75	-0.085 0.275	
Fly_b	Omsetning Spread	2000.00 2.50	68847.00 5.98	525927.50 2.86	-0.242 0.000	
Foc_b	Omsetning Spread	0.00 28.66	12305.00 31.50	140087.40 6.86	-0.252 0.010	
Glt_b	Omsetning Spread	2245.00 21.20	27815.60 11.50	324572.30 4.00	-0.328 0.000	
Idl_b	Omsetning Spread	5990.00 6.05	76845.51 5.86	1222795.30 3.94	-0.261 0.000	
Im_b	Omsetning Spread	27645.00 5.64	785700.00 6.13	8462550.00 1.80	-0.239 0.000	
Ima_b	Omsetning Spread	5310.00 6.03	37855.00 5.10	239130.00 6.04	-0.145 0.039	
Imi_b	Omsetning Spread	10420.00 5.76	143480.00 4.53	3124200.00 4.95	-0.163 0.001	
Isec	Omsetning Spread	7381.00 10.32	170370.50 4.08	2697769.20 4.67	-0.221 0.000	
Kon_b	Omsetning Spread	28549.00 3.29	314926.80 4.17	1655843.00 5.77	-0.016 0.801	
Msi_b	Omsetning Spread	4049.83 12.92	30029.93 8.68	397567.50 4.86	-0.219 0.001	
Obc_b	Omsetning Spread	38575.00 4.17	236254.90 5.67	2274899.45 3.53	-0.250 0.000	
Opv_b	Omsetning Spread	18195.00 3.42	169748.20 4.24	2752788.75 5.37	0.060 0.225	
Par_b	Omsetning Spread	1159.00 6.13	64482.01 4.42	744343.15 5.53	-0.221 0.000	
Ron_b	Omsetning Spread	6250.82 4.60	128987.55 8.48	1477807.00 4.47	-0.270 0.000	
Sbt_b	Omsetning Spread	4777.50 17.63	120527.70 4.06	3503000.00 5.52	-0.194 0.000	
Son_b	Omsetning Spread	7391.75 7.01	95650.96 6.35	1107653.90 3.74	-0.195 0.000	
Str_b	Omsetning Spread	3294.00 10.30	33236.50 8.64	119102.04 7.28	-0.222 0.007	
Swi_b	Omsetning Spread	79.00 25.00	99609.90 5.96	1502000.00 8.78	-0.345 0.000	
Tag_b	Omsetning Spread	10043.03 9.97	223292.55 3.21	1480000.00 3.12	-0.303 0.000	
Tex_b	Omsetning Spread	16180.69 3.98	177722.90 3.47	1842670.85 3.52	-0.118 0.007	
Trl_b	Omsetning Spread	3139.00 8.08	39373.90 4.26	543961.20 6.86	-0.331 0.000	
Visec	Omsetning Spread	46.00 8.04	36397.10 22.61	593471.45 5.41	-0.101 0.061	
Vit_b	Omsetning Spread	3344.00 13.06	58824.70 5.10	1016561.75 4.82	-0.279 0.061	

Vi har nå vist at det er slik at i perioder med høy omsetning for en aksje, så reduseres spreaden for denne aksjen. Hvordan er dette mellom aksjene? Er det slik at aksjer med gjennomsnittlig høyere omsetning har lavere spread? Tabell A.23 oppsummerer analysen vi har foretatt for å besvare dette spørsmålet.

Tabell A.23. Korrelasjon med tilhørende P-verdi mellom spread og hhv. omsetning i SEK, antall utførte handler per dag og størrelsen på gjennomsnittlig handel

	Omsetning	Antall handler	Gjennomsnittlig handel
Korrelasjonskoeffisient	-0.388	-0.43	0.093
P-Verdi	0.028	0.014	0.612

Analysen viser at de selskapene med høyest gjennomsnittlig daglig omsetning og flest handler per noteringsdag kan forventes å ha den laveste spreaden. Det er derimot *ikke* slik at aksjene med de største gjennomsnittlige handelene har noe lavere spread enn aksjer som handles i mindre poster. Dette stemmer bra overens med det vi så i tabell A.6 og A.19. For Opv_b som gikk fra IM-Marknaden til "Nya Marknaden" økte en gjennomsnittlig ordre fra cirka 3500 SEK til over 20000 SEK, omsetningen gikk litt ned og antall handler ble redusert kraftig, samtidig som vi så at spreaden økte med over 6 prosentpoeng.

Selv om en korrelasjonstest kan indikere en viss sammenheng mellom nivået på spreaden og omsetningen og antallet handler, gir en multippel-regresjonskjøring med spread som responsvariabel, og de to andre som forklaringsvariable en determinasjonskoeffisient på bare 12,9%. Det vil si at bare 12,9% av variasjonen i spreaden kan forklares ved variasjon i gjennomsnittlig daglig omsetning og gjennomsnittlig antall handler per dag.

Oppsummering av omsetningsanalysen

De ulike målene vi har presentert for omsetningen viser at omsetningen varierer sterkt mellom de ulike aksjene på IM-listen. Aksjene som har gått til Stockholms Fondbörs eller SBI opplevde en økning i omsetningen, men handlehyppigheten har ikke nødvendigvis økt. Det kan se ut som en økning i omsetning eller antall handler per dag kan være med på å redusere kvotert bid-ask spread. Det er ikke påvist noen sterk sammenheng her.

ANALYSE AV ORDREBOKEN

Datagrunnlag

Vi har også valgt å foreta en empirisk undersøkelse av ordreboken på IM-Marknaden. Denne analysen er basert på data fra 15 noteringsdager av alle de 23 selskapene som nå er notert på IM-listen. Vi har på et gitt tidspunkt hver dag registrert kurs og volum for de seks offentlige nivåene i ordreboken. Observasjonene er gjort i perioden fra og med 25.05.99 til og med 14.06.99.

Kostnaden ved å gjennomføre en gjennomsnittsortdre

Det første vi var interessert i å finne ut var om en aktør som skal utføre en gjennomsnittshandel kan gjennomføre det til beste kjøps- eller salgskurs. Med andre ord; er de indirekte handlekostnadene, som utgjøres av halvparten av spreaden beregnet i tabell A.4, relevante for en typisk investor på IM-Marknaden. Eller må investor handle med aktører som ligger på et høyere nivå enn beste kurs?

Analysen viser at for 21 av de 23 aksjene på listen så kan investor både kjøpe og selge en gjennomsnittsortdre (se tabell A.17) til beste ask- eller bidkurs. For Imi_b må investor opp på nivå 2 både for en kjøps- og salgsortdre. For Im_b må en investor som skal kjøpe opp på nivå 2 i ordreboken.

Relativ kvotert spread for enkeltaksjene

Dataene samlet inn i ordrebok analysen er benyttet som grunnlag for å beregne relativ kvotert spread mellom nivå 1 og 2 og mellom nivå 2 og 3 både for ask- og bidkursene. Vi har også beregnet kvotert spread med utgangspunkt i det samme datamaterialet. Resultatet er presentert i tabell A.24.

Vi ser her at i all hovedsak så er kvotert spread større enn den interne spreaden mellom de ulike nivåene for bid og ask.

Relativ kvotert spread for aksjene sett under ett. Samlet ordrebok

Dersom vi ser på markedet under ett for observasjonsperioden, får vi en ordrebok som typisk en investor som skal investere på IM-listen står overfor. En typisk ordrebok for perioden vi samlet data for er gjengitt i tabell A.25. Tabellen viser hvor store ordrene som ligger på de ulike nivåene i ordreboken er.

Tabell A.25. Gjennomsnittlig ordrebok med relativ kvotert spread, kvotert spread og ordrestørrelse i SEK for samtlige 23 noterte aksjer.

	Spread(%)		Ordre i SEK	Sum	Historisk gj.sn. handel
Ask 2	3.07		7938		
Ask 1	3.26		6499		
			7112	21549	
Bid-Ask		7.08			3140
			6112		
Bid 1	3.31		7254		
Bid 2	4.39		8122	21488	

Et poeng det kan være verd å merke seg er at bid-ask spreaden er på 7,08% for de 15 dagene vi har iaktatt ordreboken. Det er nesten det samme som for perioden fra starten i 94 og frem til 21.05.99. Spreaden da var på 7,25%. Dette kan tyde på at perioden vi har observert er typisk, og ikke representerer noe unntak.

Den gjennomsnittlige historiske handelen på 3140 SEK er ikke noe problem å få gjennomført uten å øke de indirekte handlekostnadene utover halvparten av kvotert spread.

Tabell A.24. Relativ kvotert spread og kvotert spread for ordrebok analysen

Aksje		Relativ Kvotert Spread	Kvotert Spread	Aksje		Relativ Kvotert Spread	Kvotert spread
Arc_b	Ask 2	2.39	4.08	Isec	Ask 1	2.92	6.17
	Ask 1	5.03			Ask 2	3.01	
	Bid 1	1.81			Bid 1	3.30	
	Bid 2	1.74			Bid 2	3.64	
Crt_b	Ask 2	6.38	9.09	Msi_b	Ask 2	3.05	7.36
	Ask 1	5.96			Ask 1	2.37	
	Bid 1	5.44			Bid 1	2.75	
	Bid 2	5.18			Bid 2	3.71	
Cash	Ask 2	3.98	1.97	Par_b	Ask 2	3.11	6.37
	Ask 1	4.14			Ask 1	4.24	
	Bid 1	7.25			Bid 1	2.03	
	Bid 2	4.48			Bid 2	2.36	
Cou_b	Ask 2	3.72	23.33	Ron_b	Ask 2	2.22	5.45
	Ask 1	3.17			Ask 1	2.09	
	Bid 1	3.33			Bid 1	3.46	
	Bid 2	2.37			Bid 2	2.43	
Est	Ask 2	1.97	4.92	Sbt_b	Ask 2	3.19	7.36
	Ask 1	2.04			Ask 1	3.14	
	Bid 1	1.97			Bid 1	3.49	
	Bid 2	1.50			Bid 2	5.35	
Fly_b	Ask 2	1.78	5.68	Son_b	Ask 2	1.59	4.50
	Ask 1	2.20			Ask 1	1.61	
	Bid 1	2.46			Bid 1	1.91	
	Bid 2	2.69			Bid 2	2.05	
Foc_b	Ask 2	4.71	9.99	Str_b	Ask 2	2.06	3.85
	Ask 1	5.39			Ask 1	1.43	
	Bid 1	4.24			Bid 1	2.33	
	Bid 2	2.48			Bid 2	2.06	
Glt_b	Ask 2	8.39	15.45	Tag_b	Ask 2	2.50	6.95
	Ask 1	7.78			Ask 1	2.56	
	Bid 1	3.90			Bid 1	3.21	
	Bid 2	5.25			Bid 2	3.11	
Idl_b	Ask 2	2.97	4.91	Tex_b	Ask 2	1.50	2.00
	Ask 1	3.06			Ask 1	1.74	
	Bid 1	3.52			Bid 1	2.04	
	Bid 2	3.64			Bid 2	2.80	
Imi_b	Ask 2	2.24	7.55	Trl_b	Ask 2	4.60	9.18
	Ask 1	2.44			Ask 1	4.50	
	Bid 1	2.87			Bid 1	5.90	
	Bid 2	3.32			Bid 2	29.33	
Im_b	Ask 2	1.19	4.38	Vit_b	Ask 2	2.47	5.38
	Ask 1	1.53			Ask 1	3.27	
	Bid 1	1.98			Bid 1	4.15	
	Bid 2	1.66			Bid 2	6.19	
Ima_b	Ask 2	1.64	6.79				
	Ask 1	2.23					
	Bid 1	2.82					
	Bid 2	3.55					

Vi ser også at dersom man skal handle for rundt 21500 SEK så kan dette gjøres innen den synlige ordreboken, men altså med høyere indirekte handlekostnader siden investor må dekke den relative kvoterte spreaden i tillegg til halvparten av kvotert bid-ask spread. Dersom man skal handle for et høyere beløp, kan vi ikke si noe om hvor store indirekte kostnader investor vil få, siden vi ikke har hatt tilgang til høyere nivå i ordreboken. Som tidligere nevnt så finner Bias, Hillion og Spatt (1995) i en analyse av limitordreboken på Paris Bourse at bid-ask spread er omtrent dobbel så stor som spreaden mellom nivåene i ordreboken. Vi ser at vårt resultat (tabell A.25) stemmer godt overens med dette for det *samlede* datamaterialet. Som man kan se av tabell A.24 stemmer ikke dette for samtlige 23 aksjer.

Oppsummering av ordrebok analysen

En typisk investor på IM-Marknaden vil ikke ha noen problemer med å få utført sin ordre. En ordre på over 6000 – 7000 SEK vil imidlertid medføre økte indirekte kostnader. For beløp på over 20000 SEK vil han kanskje måtte handle utenfor den offentlige ordreboken, noe som vil gi enda høyere indirekte handlekostnader. Kvotert bid-ask spread er høyere enn den relative kvoterte spreaden.

KONKLUSJONER

Analysen viser at IM-Marknaden fungerer godt for de som handler der, som har relativt små gjennomsnittsordrer. For disse er ikke de indirekte handlekostnadene avskrekkende. Den gjennomsnittlige kvoterte spreaden på IM-listen fra starten i 1994 og frem til 21.05.99 var på 7,25%. Quoted half spread gir en indikasjon på de indirekte handlekostnadene, som således har ligget på ca. 3,6% i perioden. Det tilhørende standardavviket er 11,39%. Det synes også å være en negativ korrelasjon mellom antall dager aksjen har vært notert og den kvoterte bid-ask spreadens størrelse.

Et negativt moment er den høye intradag kursvariasjonen som ble funnet. Dette innebærer at elastisiteten i markedet er noe svak. Gjennomsnittlig aksjekursvariasjon for en handledag innebærer at en tilfeldig aksje kan forventes å omsettes med en forskjell på 8,71% mellom høyeste og laveste omsetningskurs. Dette kan henge sammen med de lave gjennomsnittsordrene; en stor ordre vil automatisk "tøye" omsetningskursene, og gi store variasjoner i omsetningskursene.

Gjennomsnittlig handles hver aksje 90,88% av alle noteringsdager. Gjennomsnittlig omsetning, antall handler per noteringsdag og gjennomsnittlig størrelse på hver handel varierer mye fra aksje til aksje. Vi finner imidlertid at høyere gjennomsnittlig omsetning, både internt for en aksje og mellom aksjer, er med på redusere bid-ask spreaden.

Den kvoterte bid-ask spreaden er høyere enn relativ kvotert spread for nivåene i ordreboken. En analyse av ordreboken basert på data for 15 noteringsdager mai/juni 1999 viser at investor for 21 av 23 aksjer både kunne kjøpe og selge en gjennomsnittsordre som er SEK 3140 i analyseperioden til beste ask- eller bidkurs. Slik vil en typisk investor på IM-Marknaden ikke ha noen problemer med å få utført ordren. En investor med ordre på SEK 6000-7000 vil måtte handle på de neste nivåene, og derved få økte indirekte kostnader. Skal en handle for beløp over SEK 20000, kan en måtte handle med aktører utenfor den offentlige ordreboken. Dette er imidlertid ikke noe problem for en liten investor som ikke vil måtte handle på ulike nivåer i limitordreboken. For aksjefond vil det derimot være svært dyrt å handle på IM-Marknaden.