

Ska man börsnotera konsultbolag?

Ska konsultbolag börsnoteras eller vara personalägda? Här analyserar jag om externa investerare bör äga aktier i konsultbolag och vilka fördelar konsultbolagen själva har av en börsnotering. Börsnotering anses vara viktig för konsulternas personalrekratering och företagsförvärv. Slutsatsen är dock att personalomsättningen ökar vilket rubbar kontinuiteten i rörelsen och att förvärven ofta är problematiska att genomföra. Konsulterna bör därför inte börsnoteras. Dessutom har investerarna minimala incitament att äga konsultaktier, eftersom vinstmarginalerna sjunker efter börsnoteringen och personalen kan ta med sig humankapital och kundstockar om de slutar. Många konsulter saknar det viktiga strukturkapital som krävs för att vara intressanta investeringsobjekt.

1. Inledning

I takt med att humankapitalet blir en viktigare produktionsfaktor och att storföretagen alltmer fokuserar på sin kärnverksamhet, blir det vanligare att specialisera konsultbolag som säljer kunskapsintensiva tjänster på projektbasis anlitas av privata företag och den offentliga sektorn. Idag står konsultbranschen för ca 5 procent av BNP i Sverige, en andel som är starkt växande (Konsultguiden [2000]).¹ Under de senaste 2-3 åren har en mängd av dessa konsulter – främst inom IT-sektorn – låtit börsnotera sig. Få har väl undgått att observera den resa som konsultbolagen Icon, Framfab, Cell, Know IT och A-Com, m fl, har gjort på börsen under det senaste året. Det är inte så konstigt att många småsparare lockades att investera i IT-konsulter som visade en hög omsättningstillväxt. Riskkapitalister och grundare av onoterade konsultbolag har inte varit

sena att utnyttja tillfället. Det hävdades att dessa företag agerade i en ”ny ekonomi” med egna ekonomiska lagar, vilket man skulle kunna tro med tanke på den tyngdlöshet som deras aktier ett tag uppvisade på börsen. Baksmällan har dock kommit och det med besked. Från mitten av mars 2000 till mitten av januari 2001 har börskurserna för de enskilda konsulterna fallit med 65-95 procent.² Samtidigt har dessa börsnoterade konsulter haft svårt att uppvisa positiva rörelseresultat (exklusive goodwillavskrivningar).³

¹ Med begreppen ”konsult” eller ”konsultbolag” åsyftas här själva företaget som tillhandahåller konsulttjänster, medan de personer som är anställda i konsultbolaget och normalt kallas ”konsulter” benämns ”experter” eller ”anställda” för att undvika syftningsfel.

² Under samma period sjönk Stockholmsbörsens Generalindex med 28 procent. Affärsvärldens IT-index föll med 72 procent, men här ingår även andra företag än konsulter. Konsulterna är den grupp inom IT och telekom som gått klart sämst på börsen under perioden.

³ Goodwill är den post som skapas i balansräkningen då företag förvärvas till ett högre pris än sitt substansvärde (eget kapital). Denna goodwill skrivs sedan av under ett antal år och påverkar därmed det förvärvande företagens vinstflöden

ROGER SVENSSON är ekonomie doktor och verksam som forskare vid IUI. Hans forskning berör tjänstesektorn och internationell handel, speciellt konsultsektorn där han bl a analyserat upphandlingar, konkurrensförhållanden och kunskapsöverföring.

Frågan som jag ämnar analysera i detta inlägg är om rena konsultbolag bör börsnoteras eller ägas genom traditionellt partnerskap av nyckelpersoner som är anställda i företaget. Jag kommer dels att ta upp aspekten huruvida externa investerare bör köpa aktier i konsultbolag och hur börsnoteringen påverkar vinstmarginalerna, dels hur börsnoteringen påverkar konsultbolagets möjlighet att rekrytera personal, få tag på riskkapital och expandera genom förvärv. Men först en generell diskussion om konsultbolag.

2. Humankapital och kundkontakter

Konsultbolag säljer tjänster på projektbasis. De anställda utgörs till 80-90 procent av experter, med flerårig erfarenhet och utbildning, som ska dra in pengar, medan resten är administrativ personal. Eftersom konsulter producerar tjänster – oftast kunskapsintensiva – och använder fysiskt kapital i mycket begränsad omfattning, är humankapitalet bolagets viktigaste tillgång. Detta kapital kontrolleras av naturliga skäl av de anställda experterna. Till viss mån kan företaget lindra beroendet av enskilda experter genom att kunskapen ackumuleras och sprids i organisationen – även kallat ”knowledge management”. Detta sker genom internutbildning, dokumentation av genomförda projekt och skapande av databaser (Løwendahl [1997]).

Det är sedan länge välkänt att det förekommer starka förtroendeband mellan köpare och säljare i konsultsektorn (Johanson & Sharma [1983]; Nachum [1998]; Svensson [2000b]). Detta leder till att klienten upprepar köp från samma konsult och att konsulten prioriterar gamla klienter. De starka banden mellan konsulterna och klienterna kan delvis förklaras av höga ”switching costs” (Poulfelt & Payne [1994]; Nachum [1998]). Långvariga relationer innebär att konsulten kan förvärva kunskap om klientens specifika behov och problem. Konsulten och klienten kan också utarbeta gemen-

samma rutiner eller perspektiv på problem som behöver lösas. Det kan då vara kostsamt för klienten att byta konsultbolag.

En kompletterande förklaring till upprepade köp från samma leverantör och starka förtroendeband är förekomsten av asymmetrisk information och transaktionskostnader i konsultsektorn. Klienten kan göra ett dåligt val av leverantör p g a att det på förhand är svårt att observera om konsulten är tillräckligt kompetent eller fuskar vid genomförandet av projektet. Eftersom tjänster varken kan lagras eller provköras, kan värdet av konsulttjänster bara utvärderas efter att de har producerats. Säljaren har mer information än köparen vilket skapar ett ”adverse selection”-problem. Detta är vanligt inom en grupp av produkter som kallas ”experience goods” (Tirole [1986]). Den begränsade informationen skapar osäkerhet för klienten och denna osäkerhet höjer i sin tur transaktionskostnaderna (Williamson [1989]). Detta leder till att klienten föredrar en tidigare anlitad konsult, eftersom han redan har viss information om konsultens kapacitet och tjänster och kanske förväntar sig att konsulten fortsätter att leverera tjänster med hög kvalitet (Kreps & Wilson [1982]; Milgrom & Roberts [1986]).⁴

Produktion av konsulttjänster kräver

forts fotnot 3

negativt. I detta inlägg avses dock vinst och rörelseresultat exklusive goodwillavskrivningar. Det har förts en debatt om hur man ska behandla immateriella tillgångar i konsulternas balansräkningar. Det problemet tar jag dock inte upp i detta inlägg, eftersom det gäller för både onoterade och börsnoterade konsulter.

⁴ Osäkerheten för klienten kan även sänkas om leverantören garanterar att tjänsterna håller en viss minimumkvalitet eller genom att förtroende skapas mellan leverantören och klienten. I konsultsektorn sker detta genom att konsultbolagen ”signalerar” sin kompetens och erfarenhet till klienten. Konsultbolagen skapar ett starkt varumärke och renommé för hög kvalitet, bl a genom marknadsföra referensprojekt och erfarenheten och kompetensen hos medarbetarna som signaler för hög kvalitet till klienten.

oftast någon form av samarbete och direktkontakt mellan säljaren och klienten. God kommunikation, samarbetsförmåga och social kompetens är därför viktiga egenskaper som experterna bör besitta – faktorer som likväl är svåra för klienten att bedöma på förhand. Även av denna anledning skapas upprepade köp från samma konsult och starka förtroendeband. Eftersom samarbetet sker på individnivå och tjänsterna är bundna till den expert som producerat dem, kan man förvänta sig att förtroendebanden mellan leverantör och klient i högre grad är kopplade till den enskilde experten snarare än hela bolaget i konsultsektorn – jämfört med andra sektorer där asymmetrisk information och upprepade köp är vanligt (t ex vitvaror, bilar). Detta innebär att de enskilda experterna som är anställda i konsultbolaget har starkare kontroll över kundstocken jämfört med anställda i andra företag.

Det som är typiskt för konsultsektorn jämfört med andra humankapitalintensiva sektorer är att de anställda kontrollerar *både* humankapitalet och kundstocken. Sett ur företagets synvinkel är de strategiska faktorerna humankapital och kundkontakter lätttrörliga i konsultsektorn, eftersom de anställda kan sluta när de vill.⁵ Givet att experterna kontrollerar dessa faktorer så är etableringshindren av modest natur då behovet av fysiskt kapital är begränsat. För att inte fly fältet och ta med sig både humankapital och kundstocken kan experterna därmed ställa krav på höga löner, bonusar och förmåner som trycker ner vinsten. Ett alternativ är återkommande optionsprogram som binder upp de anställda så länge som aktiekursen utvecklas väl. Det är därför naturligt att de flesta konsulter varit personalägda, ofta genom partnerskap (t ex managementkonsulter och advokatbyråer). De förhållanden som jag pekat på här gäller i princip alla konsulter. IT-konsulter är inget undantag. Frågan är vilka egenskaper som konsultbolaget måste ha för att kunna bemästra de anställdas kontroll över

humankapital och kundstockar och därmed bli intressant för externa investerare vid en börsnotering.

3. Strukturkapital

Nyckelfaktorn för huruvida ett konsultbolag är intressant för externa investerare är varken humankapitalets förädlingsgrad, det debiterade timpriset eller i vilken bransch man opererar, utan snarare i vilken grad företaget eller de anställda kontrollerar produkten eller affärsidén (Svensson [2000a]). Det är nödvändigt att konsultbolaget har någon form av strukturkapital för att vara ett intressant investeringsobjekt. Strukturkapitalet kan ta formen av en stark knowledge management-organisation som syftar till att ta kontroll över humankapitalet. Den kompetens och det humankapital som den enskilde experten besitter ackumuleras genom denna organisation och sprids sedan i företaget. På så sätt lindrar man förlusten av humankapital om några få experter slutar. För att företaget ska ta kontroll över kundstocken krävs det däremot att strukturkapitalet tar formen av ett starkt varumärke. Genom varumärket kan konsultbolaget skifta klientens förtroende och lojalitet från den enskilde experten till själva bolaget. Experten får då svårare att ta med sig kunder om han byter arbetsplats. En jämförelse kan här göras med fotbollsklubbar där de anställda (spelarna) kontrollerar humankapitalet som dessutom är svårt att sprida i klubben. Kundstocken (supportrarna) däremot kontrolleras lika starkt av

⁵ Detta är en avsevärd skillnad jämfört med forsknings- och programvaruföretag där företaget kontrollerar produkten. Visserligen tar anställda som slutar även med sig humankapital i detta fallet, men företagets huvudsakliga produkt och affärsidé som skyddas av patent kan han inte ta med sig. Därmed är behoven av dyra options- och bonusprogram begränsade. Man kan dessutom förvänta sig att klienten är mer kopplad till denna produkt snarare än de enskilda anställda i programvarubolaget. I och med att programvaruföretaget äger rättigheten till produkten kan ett sådant företag lämpligen börsnoteras.

klubben genom varumärket.⁶ Ingen supporter byter klubb bara för att en spelare gör det.

Annars måste konsulten ha någon form av standardisering för att vara ett intressant investeringsobjekt. Ett företag som säljer standardiserade konsulttjänster kan ta kontroll över produkterna och blir mindre beroende av enskilda anställda. Man har med andra ord skapat ett strukturkapital som finns kvar i företaget oberoende av vem som är anställd för tillfället. Detta strukturkapital kan därför börsnoteras. Exempel är Cap Gemini och WM-Data som åtminstone tidigare sålde mer eller mindre standardiserade paket av konsulttjänster, program och hårdvara. Ett annat är bemanningsföretagen (t ex Poolia, Proffice) som säljer enkla resurstjänster såsom vaktmästeri- och sekreterartjänster där personalen är lätt utbytbar och där ledningen i företaget har kontroll över nätverket av kunder och potentiell personal.

4. Sänkta vinstmarginaler

Börsnoterade konsulter har sällan skämt bort sina externa aktieägare med höga vinster. Än värre har det varit för de nyligen börsintroducerade IT-konsulterna. Rörelsen går inte med vinst även när man bortser från goodwillavskrivningar. Detta är anmärkningsvärt med tanke på att konsultföretag inte har några höga initiala investeringskostnader (som t ex programvaruföretag har), utan varje anställd ska efter en kort internutbildning ganska omgående vara lönsam. Visserligen kan man förvänta sig att vinstnivån svänger kraftigt i konsultbolag oavsett om de är noterade eller onoterade. I och med att konsultbolag säljer tjänster på projektbasis erbjuder man klienten flexibilitet, där alternativet för klienten är att anställa experterna permanent. Om det sker ett skift i efterfrågan är det de inhyrda experterna som först kastas ut och konsultbolaget får då ta smällen. Ett av de största problemen för konsulterna är därmed att matcha efterfrågan med tillgängliga resurser. Över- eller underkapacitet är vanligt. En

allmän uppfattning i branschen är att en expert som har mindre än 80 procents beläggning inte är lönsam. Det finns dock en ekonomisk teoretisk förklaring till varför börsnoterade konsulter generellt har lägre vinstmarginal än onoterade.

Normalt ägs konsultbolaget genom partnerskap av den nyckelpersonal som besitter strategiskt humankapital, står för kontinuiteten i bolaget och kontrollerar kundstocken. Nyckelpersonalen kan då välja att ta ut ersättningen i form av antingen lön eller vinst. Eftersom skatten är lägre för vinst än för lön (inkl sociala avgifter), väljs ersättning oftast i form av vinst. Det är därför inte ovanligt att onoterade konsulter kan ha vinstmarginaler på över 10 procent (Konsultguiden [2000]). När bolaget börsnoteras kommer – allt annat lika – nyckelpersonerna att tvingas dela vinsten med externa aktieägare och får då större incitament att ta ut ersättningen i form av högre löner, bonusar och dyra optionsprogram. Optionsprogrammen är dyra för aktieägarna dels p g a att företaget måste betala sociala avgifter för optionerna oavsett om de går till inlösen eller ej, dels p g a att aktiekapitalet späds ut om optionerna går till inlösen. Därmed sjunker vinstmarginalen. Börsnoterade konsulter har sällan en långsiktig vinstmarginal på högre än 5 procent i genomsnitt, om de överhuvudtaget har någon vinst (Konsultguiden [2000]).

Med lövtunna marginaler och permanenta hot om personalavhopp kan man undra vad externa investerare har för intresse av att äga aktier i konsultbolag. Tumregeln är att ju större andel av de anställda i konsultbolagen som är involverade i olika bonus- och optionsprogram, desto farligare är det för en extern investerare att gå in i bolaget. Breda optionsprogram är i praktiken ett tecken på att humankapitalet är viktigare än strukturka-

⁶ Klubben tar hand om souvenir-, biljett- och reklamintäkter. Storleken på denna försäljning är dock beroende av hur kända spelarna är och hur bra de presterar.

pitalet och att företaget är sårbart för personalavhopp. Faktum är att om externa investerare har ett minimalt intresse av att äga aktier i konsultbolag så faller ju själva idén med börsnotering.

5. Förmågan att rekrytera och behålla personal

Det har hävdats att en fördel med börsnotering är att den fungerar som en marknadsföringsplats och att konsultbolagen därmed lättare kan rekrytera personal, vilket troligen är sant. Många experter som jobbade hos de stora managementkonsulterna (Andersen Consulting, PriceWaterhouse) blev värvade av Internetkonsulterna (t ex Cell) under våren 2000 när aktiekurserna stod på topp, lockade av bl a optionsprogram. Detta fungerade dock bara så länge aktiekurserna utvecklades väl. En del av dessa personer har nu återvänt till sina gamla arbetsgivare. När vinsterna uteblir, aktiekurserna sjunker och optionerna blir värdelösa är det lätt att spiralen går åt andra hållet och ger en ökad personalomsättning. Det är säkert lockande för en expert med värdelösa optioner att byta till en konkurrent om han blir erbjuden optioner med lågt lösenpris.⁷ En hög personalomsättning är inte bara kostsam i sig då folk ska rekryteras och säger upp sig, utan får ofta katastrofala följder för konsulterna. Den så viktiga kontinuiteten i kundrelationer och human kapital försvinner. Dessutom tar det tid att bygga upp relationer och samhörighet mellan medarbetarna och inlemma de anställda i företagskulturen.

I själva verket tycks optionsprogrammen inte vara så långsiktiga. I takt med att aktiekurserna har fallit under år 2000 har programmen som skrevs våren 2000 fått förhandlas om med lägre lösenpris (t ex Icon och Framfab). Detta har varit nödvändigt för att personalen ska stanna kvar. Kostnaden i form av sociala avgifter och eventuell aktieutspädning får aktieägarna stå för. Flera av de tidigare optionsprogrammen har dessutom varit felaktigt utformade. Det har exempelvis inte ställts

några krav på att experten ska fortsätta att vara anställd för att han eller hon ska få behålla och utnyttja optionerna.

Sammanfattningsvis kan man säga att börsnoteringen ökar konsulternas möjligheter att rekrytera personal bl a genom att erbjuda optionsprogram, men det blir också större risk att denna personal ger sig av om optionerna sjunker i värde. En höjd personalomsättning gör det svårt för konsulterna att skapa långsiktighet och kontinuitet i rörelsen. Med partnerskap kan det visserligen ta tio år för de anställda att få ta del av vinsten, men det finns då större incitament för de bästa experterna att stanna kvar i bolaget. Detta skapar kontinuitet i fråga om kundbaser och företagskultur och gör det lättare att bygga upp ett varumärke.

6. Expansion, förvärv och behovet av riskkapital

Många IT-konsulter har hävdats att en börsnotering är nödvändig för att man ska kunna växa snabbt. Eftersom organisk tillväxt är begränsad av tillgången på experter är tanken att börsnoteringen ska underlätta tillväxt genom förvärv, bl a genom att betala med nytryckta aktier. Detta leder dock till aktieutspädning.⁸ Förvärv är dessutom inte oproblematiske i personalintensiva branscher, p g a stor risk för kulturkrockar och att relationer ska byggas upp mellan de anställda. Experter i det förvärvade bolaget kanske t o m slutar (t ex Framfab – Guide). Det är svårt att hitta framgångsrika konsultbolag som haft en ambition att växa med flera hundra procent per år. En snabb och stor expansion innebär närmast oundvikligen att man måste rekrytera personal med allt

⁷ Lösenpris är det pris till vilket innehavaren av aktieoptioner har rätt att köpa eller sälja den aktie som optionen avser. Optionsprogram till personalen avser uteslutande köpoptioner. Ju lägre lösenpris desto högre värde på köpoptionerna.

⁸ Dessutom ska den nya nyckelpersonalen ha aktie- eller optionstilldelningar med ytterligare aktieutspädning som följd.

sämre kvalitet, vilket resulterar i sänkta timdebiteringar. De konsulter som verkligen lyckats växa internationellt och blivit stora har varit partnerägda (t ex BCG, McKinsey, Andersen). Man har vuxit i lagom takt för att kunna integrera de nya delarna på ett smidigt sätt samtidigt som man ömt har vårdat sitt varumärke.

Ser vi till IT-konsulterna tycks förvärv ha skett planlöst utan tanke på struktur och lönsamhet. Ett tag var det på det viset att de höga aktiekurserna ställde orimliga krav på konsulternas omsättnings- och vinsttillväxt. Många av de börsnoterade IT-konsulterna kände sig i praktiken tvingade att tillgodose aktiemarknadens kortsiktiga krav och genomförde en del underliga förvärv och fusioner, som inte alltid blev så lyckade (t ex Framfab – Guide, Cell – Mandator). I övrigt har man hävdats att det är viktigt att bli stor. I denna bransch är det dock långtifrån säkert att ökad storlek ger högre lönsamhet. De stordriftsfördelar som finns är modesta, eftersom fasta kostnader på företagsnivå i praktiken saknas.⁹ Enda undantaget är här den fasta kostnaden för att bygga upp ett starkt varumärke.

Inte heller i förvärvssyfte är det nödvändigt att vara börsnoterade och dra in pengar. Förvärv kan ske genom att erbjuda nyckelpersonalen i de förvärvade bolagen del i vinsten genom partnerskap – en metod som de stora managementkonsulterna framgångsrikt har använt sig av under flera decennier. Behovet av riskkapital är dessutom obefintligt, eftersom man inte har några initiala investerings- eller utvecklingskostnader att tala om. Här kan man jämföra med programvaru- och forskningsbolag som har höga initiala fasta kostnader. Ett sätt för de senare företagen att få tag på detta riskkapital är att låta börsnotera sig. Programvaruföretagen kontrollerar dessutom affärsidén och programvaran. Dessa kan inte de anställda ta med sig om de slutar.

7. Att vara eller inte vara börsnoterat

Huvudsyftet med en börsnotering av rena konsultbolag tycks vara att berika grundarna och personalen på aktieägarnas bekostnad. Varken argumentet med rekrytering av personal eller snabb tillväxt genom förvärv är tillräckliga för att motivera börsnotering. Börsnoteringen faller på att personalomsättningen ökar, vilket får till följd att kontinuiteten i fråga om företagskultur, relationer mellan anställda och upparbetade kundrelationer får sig en knäck. Om syftet är att växa snabbt genom förvärv bör man beakta att dessa är problematiska i personalintensiva branscher dels p g a personalavhopp, dels p g a att de nya delarna måste integreras på ett smidigt sätt. Annars faller börsnoteringen på det faktum att externa investerare borde ha ett litet intresse av att äga aktier i företag med låga eller inga vinstmarginaler och med stor risk för personalavhopp där både humankapital och kundstockar försvinner. Kortsiktiga optionsprogram löser inte problemet med personalavhopp, utan här är ett starkt strukturkapital eller standardisering nödvändigt för att konsultbolaget långsiktigt ska bli intressant för investerarna. Ett varumärke syftar till att behålla kundstocken och en knowledge management-organisation har till uppgift att ta vara på humankapitalet om anställda slutar. Det brukar dock ta decennier att bygga upp ett sådant strukturkapital i konsultbranschen. Man ska också komma ihåg att dagens stora inter-

⁹ Fasta kostnader för fysiskt kapital är begränsade i konsultsektorn. Detsamma gäller för marknadsföring, eftersom denna i praktiken sker genom representation hos kunderna. Ju större omsättning desto fler potentiella klienter och fler besök. Marknadsföringskostnaderna blir med andra ord rörliga kostnader som är starkt beroende av omsättningens storlek. Fasta kostnader för forskning och utveckling finns inte heller i någon större omfattning. Visserligen utför man forskning och utveckling, men denna sker för det mesta på uppdragsbasis och debiteras per timme. Sålunda är dessa kostnader rörliga.

nationella konsultbolag som McKinsey, PriceWaterhouse och Andersen Consulting, har lyckats växa sig stora – bl a genom att erbjuda nyckelpersoner i de förvärvade bolagen partnerskap – utan att vara börsnoterade.

Framöver kommer vi förmodligen att få se värderingar av IT-konsulterna i linje med hur andra personalintensiva företag värderas (t ex fondkommissionärer och tekniska konsulter). Detta innebär P/E-tal på mellan 7 och 12 och P/S-tal på mellan 0,3 och 1,0.¹⁰ Sannolikheten är då stor att större delen av konsulterna kommer att försvinna från börsen. Troligen går flera av bolagen i konkurs om man inte får ordning på sina kassaflöden. Blir värderingen tillräckligt låg kommer kanske de stora onoterade managementkonsulterna eller riskkapitalbolagen att lägga bud och om kursen faller långt under introduktionspriset kan personalen och de tidigare grundarna köpa ut bolagen – eller delar av dem – från börsen. Det är inte heller omöjligt att hela avdelningar inom konsultbolagen rekryteras av onoterade konkurrenter eller tar sina huvuden och startar ett nytt onoterat bolag.

Referenser

- Johanson, J & Sharma, D, [1983], "The Foreign Operations of Swedish Technical Consultancy Firms: An Empirical Study", CIF Working paper 1983/5, Uppsala universitet, Uppsala.
- Konsultguiden, [2000], *Konsultguiden 2000*, Affärsvärlden, Stockholm.
- Kreps, D & Wilson, R, [1982], "Reputation and Imperfect Information", *Journal of Economic Theory*, vol 27, s 253-279.
- Løwendahl, B, [1997], *Strategic Management of Professional Service Firms*, Copenhagen Business School Press, Köpenhamn.
- Milgrom, P & Roberts, J, [1986], "Prices and Advertising Signals of Product Quality", *Journal of Political Economy*, vol 94, s 786-821.
- Nachum, L, [1998], "Danish Professional Service Firms: Why are They not Competitive Internationally?", *Scandinavian Journal of Management*, vol 14, s 37-51.
- Poufelt, F & Payne, A, [1994], "Management Consultants: Client and Consultant Perspectives", *Scandinavian Journal of Management*, vol 10, s 421-436.
- Svensson, R, [2000a], "IT-konsulter på börsen rent bondfångeri?", *Dagens Industri*, 14 mars 2000.
- Svensson, R, [2000b], *Success Strategies and Knowledge Transfer in Cross-Border Consulting Operations*, Kluwer Academic Publishers, Boston.
- Tirole, J, [1986], *The Theory of Industrial Organization*, MIT Press, Cambridge.
- Williamson, O, [1989], "Transaction Cost Economics", i Willig, R D (red), *Handbook of Industrial Organization*, North-Holland, Amsterdam.

¹⁰ P/E-tal står för "price earnings ratio", dvs företagets börsvärde dividerat med företagets vinst efter skatt. På liknande sätt betyder P/S-tal "price sales ratio", dvs börsvärdet delat med omsättningen.