

Aktiemarknadens betydelse för näringslivet och samhällsekonomin

**NIKITA KOPTYUG,
LARS PERSSON,
ROGER SVENSSON
OCH JOACIM TÅG**

Nikita Koptyug är forskare vid Institutet för Näringslivsforskning.
nikita.koptyug@ifn.se

Lars Persson är vice VD vid Institutet för Näringslivsforskning.
lars.persson@ifn.se

Roger Svensson är docent vid Institutet för Näringslivsforskning.
roger.svensson@ifn.se

Joacim Tåg är programchef vid Institutet för Näringslivsforskning.
joacim.tag@ifn.se

Vi är tacksamma för finansiellt stöd från Svenska Fondhandlareföreningens Understödsfond. Vi tackar även Fredrik Andersson, Ruben Arnbert, Arvid Hedlund och Charlotta Olofsson för utmärkt forskningsassistans samt Kerstin Hermansson, Jens Josephson, Alexander Jungqvist och Vigg Troedsson för kommentarer.

Under senare tid har antalet noterade bolag kraftigt minskat i flera OECD-länder. Detta kan ha negativa konsekvenser för näringslivets utveckling, eftersom aktiemarknaden fyller flera viktiga funktioner: underlättar kapitaltillskott för företag, skapar prismekanismer som förbättrar företagsstyrning, minskar transaktionskostnader, ökar antalet placeringsalternativ för investerare och säkerställer trovärdig informationsspridning. I artikeln analyseras även aktiemarknadens olika positiva och negativa externa effekter på ekonomin i sin helhet. Vår slutsats är att ett minskat antal noterade företag försvårar möjligheten för privatpersoner att ta del av de värdeökningar som näringslivet skapar. Detta riskerar att minska det politiska stödet för en effektiv näringslivspolitik.

Antalet noterade bolag har minskat kraftigt runtom i världen. I USA har antalet halverats sedan 1997 (Doidge m fl 2017; Grullon m fl 2017) och i Storbritannien har minskningen varit lika kraftig mellan 1999 och 2011 (Kay 2012). I Sverige är trenden för närvarande ljusare – enligt OMX Nasdaq fanns det under våren 2017 306 bolag noterade på Stockholmsbörsen (huvudlistorna) jämfört med 311 år 2000. Sverige har haft en noteringsboom 2015 och 2016 då runt 70 nya bolag noterats per år på de mindre aktielistorna. Därmed ligger Sverige i topp i hela Europa vad gäller börsintroduktioner (VA Finans 2016).

Kan det minskade antalet noterade bolag på sikt ha en negativ påverkan på näringslivets utveckling, de finansiella marknaderna och ekonomin i sin helhet? Hittills finns det inga övertygande svar, trots en växande oro över att ett minskat antal noterade bolag är skadligt för ekonomin (*The Economist* 2012). I syfte att förstå eventuella effekter av ett minskat antal noterade bolag gör vi en genomgång av forskningslitteraturen om aktiemarknadens funktion och det noterade bolagets roll i samhället. Vi tar upp aktiemarknadens direkta påverkan på det finansiella systemet samt hur aktiemarknaden kan påverka den bredare ekonomin genom positiva eller negativa externa effekter på andra intressenter.

Aktiemarknaden är – som namnet antyder – just en marknadsplats där företag noteras och handel med företagsandelar eller aktier sker. Företag och investerare kan mötas för att sätta priser samt köpa och sälja aktier. Det är mindre uppenbart att aktiemarknaden kan ses som två olika marknader där aktiehandel sker dels på primärmarknaden, där företag anskaffar kapital genom emission av nya aktier, och dels på sekundärmarknaden, där aktier kan handlas fritt av alla investerare.

1. Kapitaltillförsel på primärmarknaden

En stor del av näringslivets utveckling sker genom att entreprenörsföretag gör riskfyllda och kostsamma satsningar på innovativa projekt såsom oprövad teknik, kommersialisering av nya produkter och tjänster samt användandet av nya marknadsstrategier. Entreprenörerna kan inte alltid själva finansiera sådana investeringar och även när företag har bra affärsidéer kan det vara svårt att få tillgång till kapital på grund av problem med asymmetrisk information mellan företag och investerare. I det här avsnittet lyfter vi fram fyra ekonomiska funktioner genom vilka primärmarknaden hjälper företag att finansiera nya investeringar: informationsspridning, certifiering av företag, samordning av företag och investerare samt att skapa likviditet för tidiga investerare.

Informationsspridning

Investerare vill satsa på företag med de bästa investeringarna, men känner ofta inte till kvaliteten på företagen eller företagens investeringsmöjligheter. Ekonomisk teori om marknader med asymmetrisk information visar att när vissa företag vet mer om sin kvalitet än vad investerarna gör, riskerar marknaden att bli mycket ineffektiv. Företag med bra idéer får för dåliga villkor, vilket gör att de undviker marknaden som riskerar att enbart bestå av företag med dåliga affärsidéer. Företag med bra affärsidéer får således tillgång till mindre kapital än vad som är optimalt (Akerlof 1970). En av aktiemarknadens fundamentala roller är att minska detta problem genom att förse investerare med trovärdig information om företagens kvalitet.

Intermediärer och tillsynsmyndigheter på den primära och sekundära marknaden utgör här en viktig roll i sammanställningen och spridningen av trovärdig information, både om företag som vill noteras och om redan noterade bolag. Dessa intermediärer består t ex av banker, kreditvärderingsinstitut och även själva marknadsplatsen där aktiehandel sker. Dessa minskar informationsasymmetrier mellan företag och investerare genom att aktivt ge information om företag till investerare och fungerar därmed som en sorts företagsövervakare (Hansen och Torregrosa 1992). Genom att investera i information om ett företag som söker kapital kan de utnyttja stordriftsfördelarna så att enskilda investerare inte tvingas söka och analysera information på egen hand (Levine 2005).

Finansiella intermediärer kan således minska kostnaderna för att bearbeta och tillhandahålla information och följaktligen generera en bättre resursfördelning av finansiellt kapital (Boyd och Prescott 1986). Med en bredare och mer tillförlitlig informationsspridning kommer företag med bättre affärsmöjligheter att få bättre finansieringsvillkor (Greenwood och Jovanovic 1990).

För att överhuvudtaget kunna noteras, dvs listas på en given börs, måste företag följa regleringar som tillsynsmyndigheter och handelsplatser bestämmer. Regleringarna syftar till att öka insynen i företagen, garantera att de lever upp till en viss standard och därmed skydda investerare, fram-

för allt minoritetsaktieägare. Ofta har dessa investerare inte tillräckligt med resurser för att övervaka företagens verksamhet på samma sätt som stora aktieägare. Minoritetsägarnas skydd är avgörande för utvecklingen av kapitalmarknader (Gleaser m fl 2001) och länder med starkare investerarskydd har bättre utvecklade aktiemarknader (Doidge m fl 2017).

Certifiering av företag

Precis som är fallet med företag finns det både bra och dåliga finansiella intermediärer. Ju bättre rykte t ex en investmentbank har desto mer trovärdig bör den information vara som intermediären tar fram. Genom att sätta sitt rykte på spel, certifierar finansiella intermediärer indirekt kvaliteten på det företag som kommer att noteras. Booth och Smith (1986) samt Gilson och Kraakman (1984) introducerade den sk certifieringshypotesen som en förklaring till undervärderingen av aktier direkt efter notering. Det slutliga priset för en nyligen noterad aktie beror på hur väl den finansiella intermediären kan certifiera att noteringspriset på aktien är rättvist. Här fungerar intermediärens rykte som en certifiering av att all relevant information är korrekt prissatt (Booth och Smith 1986). Flera studier visar att ju bättre rykte en intermediär har, desto mer värd kommer aktien att vara efter noteringen (Beatty och Ritter 1986; Carter m fl 1998). Megginson och Weiss (1991) finner direkt stöd för certifieringshypotesen genom att studera rollen som riskkapitalbolag spelar vid noteringar. Bolag som har fått finansiering från riskkapitalbolag är mindre undervärderade, dvs har ett högre aktievärde, efter noteringen.

Samordning av företag och investerare

Primärmarknaden kan ses som en marknadsplats där företag i behov av kapital och potentiella investerare möts för att bestämma ett pris per aktie samt att sälja och köpa aktier till det bestämda priset. Aktiemarknaden underlättar samordningen genom att alla aktörer finns på samma marknadsplats, samt att alla vet att det är just på aktiemarknaden man enkelt kan hitta motparter att byta aktier med (Schelling 1980). Därmed sjunker transaktionskostnaderna för investeringar i företag som befinner sig i tidiga faser.

Finansiella intermediärer på primärmarknaden är viktiga aktörer för att lösa samordningsmisslyckanden mellan företag och investerare och därigenom säkerställa att tillräckligt med kapital mobiliseras. Genom att samla information och dela den med flera investerare minskar kostnaderna för de individuella investerarna vilket gör dem mer benägna att delta i noteringsprocessen. Utöver att lösa samordningsproblem, leder mobilisering av besparingar till minskade transaktionskostnader till följd av kollektivt sparande. Detta minskar informationsasymmetrier som i annat fall gör att investerare låter bli att investera (Boyd och Smith 1992; Levine 2005). Dessutom kan investerare vara mer intresserade av att finansiera projekt om tillräckligt många andra investerare bidrar med kapital.

Om aktiemarknaden inte hade funnits skulle enskilda företag själva behöva söka efter investerare samt bestämma ett pris för aktierna med varje enskild investerare. Att samordna processen skulle vara mycket kostsamt och många företag skulle därför misslyckas med att anskaffa kapital (Cooper och John 1991). Genom att kontakta flera investerare och försäkra att tillföra kapital om det skulle behövas, så kan intermediärer hjälpa till att lösa samordningsproblemet.

Förbättrad likviditet för tidiga investerare

Den primära marknaden leder till förbättrad likviditet för tidiga investerare i företag, såsom grundare. Dessa investerare kan enklare sälja sitt innehav genom en börsnotering, frigöra det värde som har byggts upp i företaget och återinvestera kapitalet i nya unga företag i behov av kapital. Två aktörer vars affärsmodell bygger på att bra avyttringsmöjligheter finns är riskkapitalbolag och utköpsbolag. Dessa aktörer finansierar och utvecklar företag under en begränsad tidshorisont. Oftast säljer dessa aktörer sina innehav till etablerade företag men ibland säljs en stor del av innehaven i samband med en börsintroduktion. Det frigjorda finansiella kapitalet som uppstår vid avyttringen kan sedan återinvesteras i andra företag som är inne i en utvecklingsfas eller är i behov av omstrukturering (Lerner och Tåg 2013). Exemplet med riskkapitalbolag och utköpsbolag belyser också den positiva effekten av att olika aktörer med olika ägar- och organisationsform deltar i utveckling av och omstrukturering av företag (Black och Gilson 1998; Norbäck m fl 2013).

2. Handel på den sekundära marknaden

I detta avsnitt diskuterar vi tre viktiga ekonomiska funktioner som handeln på den sekundära marknaden uppfyller: tillhandahålla likviditet, ge pris-signaler och erbjuda diversifieringsmöjligheter.

Tillhandahållande av likviditet

En nyckelroll för sekundärmarknaden är att förse företag och investerare med likviditet som uppstår till följd av frekvent handel med aktier. En fördel med likvida marknader är att investerare kan investera sitt kapital och samtidigt ha möjlighet att snabbt få tillbaka pengarna när behovet uppstår. Likviditet förbättrar således tillgång till finansiering för företag och främjar ekonomisk tillväxt (Foucault m fl 2013). En likvid marknad ger även en ökad möjlighet att finansiera uppköp av bolag med aktier i noterade företag. Investerare kan också välja att öka eller minska sina innehav om de får mer information om företagets framtid (Sarkar och Schwartz 2009). Diversifiering möjliggör riskspridning och möjligheten att ändra sina innehav i olika företag hjälper investerare att välja den mängd risk som passar dem bäst (Markowitz 1952). En central effekt av förbättrad likviditet är att kostnaderna för kapital sjunker, eftersom investerare är villiga att acceptera en

lägre avkastning (Levine och Zervos 1998; Fang m fl 2009). Lägre kapitalkostnader leder i sin tur till fler och större investeringar.

Skapandet av prissignaler

Handel på sekundärmarknaden hjälper till att sätta ett korrekt pris som i sig innehåller värdefull information (Hayek 1945). Privat information bland investerare om företagen ger incitament att handla med aktier för att utnyttja felprissättningar. Denna handel kommer att driva priserna upp eller ner till en nivå där investerarnas privata information helt återspeglas i det aktuella priset. Processen blir ännu mer effektiv om investerare har flera olika sätt att utnyttja sin privata information, t ex genom blankning eller derivatinstrument.¹

Ett korrekt aktiepris kan bidra till en bättre resursallokering både inom och utanför företaget. Företagsledare inom företaget är måna om marknadspriserna då deras ersättningskontrakt ofta är beroende av företagets aktiepris (Bond m fl 2012). Prissignaler fungerar även som feedback på ledningens beslut, eftersom besluten kan anpassas beroende på hur marknaden reagerar på faktiska eller tänkta beslut (Dow och Gorton 1997). Aktie marknaden kan ha mer tillförlitlig information än företagsledningen då den förra aggregerar information från många olika spekulanter (Grossman 1976; Hellwig 1980). Dåligt skötta noterade bolag får ofta ett lågt aktiepris. Ett ägarbyte med låga transaktionskostnader gör det möjligt för investerare att ta över dåligt styrda företag, ändra ledningen och därigenom öka värdet på företaget. Det ständiga hotet att bli uppköpt ger chefer incitament att prestera bättre (Scharfstein 1988).

Utökade möjligheter till diversifiering

Teknologi och konkurrens bland finansiella intermediärer och tjänsteleverantörer har under senare tid sänkt kostnaderna för aktiehandel. Turley (2012) konstaterar att transaktionskostnaden för en genomsnittlig aktie har minskat från 5 till 0,1 procent av dess värde från 1975 och fram till 2010. Genom att ha tillgång till många olika aktier kan investerare lättare diversifiera sina portföljer, vilket minskar den totala investeringsrisken (Markowitz 1952). Detta främjar en omfördelning av sparande mot projekt med hög avkastning och positiva tillväxtpöjligheter (Acemoglu och Zilibotti 1997). Dessutom tillåter möjligheten att investera i aktier investerare att flytta konsumtion till framtiden. Att kunna överföra förmögenhet över tid hjälper investerare att hålla konsumtionen mer stabil och mindre känslig för stora svängningar i inkomster (se t ex Merton 1973).

Länken mellan den primära och sekundära marknaden

Även om primär- och sekundärmarknaden fyller olika funktioner är dessa

¹ Blankning är en strategi där man säljer en lånad tillgång, köper tillbaka den vid en senare tidpunkt och lämnar tillbaka den till institutet man ursprungligen lånade tillgången från. Derivatinstrument är finansiella instrument vars värde är direkt beroende av värdet på en underliggande tillgång, t ex en aktie, en råvara eller ett aktieindex.

inte oberoende av varandra. De fördelar som uppstår av att noteras på den primära marknaden är till stor del beroende av hur effektivt den sekundära marknaden fungerar. Det är svårare för ett företag att få ett bra pris för sina aktier när det noteras om de potentiella investerarna bedömer att aktierna kommer att vara svåra att sälja i framtiden. Således påverkas utfallet på den primära marknaden av förväntningar som rör den sekundära marknaden. På liknande sätt kan effektiviteten och utfallet på den primära marknaden påverka effektiviteten på den sekundära marknaden. Om den information som har tillhandahållits investerare på den primära marknaden är mer tillförlitlig och om banken som sköter försäljningen har ett bra rykte, kommer troligen aktien att vara mer likvid på den sekundära marknaden.

3. Externa effekter av en aktiv aktiemarknad

Positiva effekter

Som beskrivits ovan leder informationsspridning, minskade samordningskostnader och förbättrad likviditet till ökade företagsinvesteringar. Sådana investeringar genererar flera positiva effekter på samhällsekonomin. För det första finns det spridningseffekter associerade med investeringar i forskning och utveckling (FoU) som gynnar samhället i stort. Flera studier visar att den privata avkastningen på FoU generellt sett är betydligt mindre än den samhällsliga avkastningen (Bresnahan 1986; Jones och Williams 1998). För det andra ökar innovation och företagsinvesteringar efterfrågan på arbetskraft, vilket är förknippat med positiva effekter på anställda. Dessutom kan chefsersättningen vara knuten till aktiekursen vilket konvergerar ägarnas och chefernas intressen med minskade agentkostnader som följd (Jensen och Murphy 1990). För det tredje har företagets investeringar positiva effekter på konsumenter. De flesta noterade bolag konkurrerar på koncentrerade marknader som kännetecknas av företag med marknadsinflytande. Om inträde eller företagsutvidgning (genom investeringar) sker på sådana marknader, kommer konsumentpriserna att sjunka och konsumentöverskottet att öka. På finansiellt begränsade marknader finns det en risk att finansiellt starka företag konkurrerar ut finansiellt svaga företag. Aktiemarknaden kan minska finansiella begränsningar för unga växande företag och risken för sådant finansiellt rovdjursbeteende. Även detta får konsumentöverskottet i ekonomin att öka (Bolton och Scharfstein 1990).

Vidare kan en aktiv aktiemarknad bidra till att bygga upp stöd för aktieägarkapitalism, som i sin tur uppmuntrar företagsvänlig politik och bättre investerarskydd (Pagano och Volpin 2006; Ljungqvist m fl 2016). Ljungqvist m fl (2016) lyfter fram att medborgare som själva äger aktier är mer benägna att se värdet av företagsinvesteringar som tillväxtskapare i ekonomin. Avnoteringsbeslut till följd av ökade noteringskostnader kan leda till minskad företagsvänlighet och sämre effektivitet i näringslivet.

Negativa effekter

Aktiemarknaden kan även vara förknippad med negativa externa effekter. För det första kan separation av ägande och kontroll leda till omfattande agentkostnader, eftersom incitament bland aktieägare och chefer inte nödvändigtvis sammanfaller (Berle och Means 1932). Detta kan i sin tur leda till ineffektiva och felaktiga investeringsbeslut, med en, sett ur samhällets perspektiv, felaktig kapitalallokering som följd. För det andra kan en aktiv aktiehandel leda till kortsiktighet i bolagsstyrning (Bhide 1993). Om aktieägare lätt kan sälja sina aktier har de inte incitament att betala den kostnad som krävs för att noggrant övervaka ledningen eller vara aktiva ägare i företaget. Om aktier däremot är illikvida kan ägare vara villiga att bära kostnaden själva och vara mer proaktiva. Därutöver kan chefer i noterade företag ha incitament att investera i ineffektiva kortsiktiga projekt för att tillfälligt öka aktiekursen. Detta för att minska risken att bli ersatt eller för att slå analytikernas kvartalsvisa prognoser (Stein 1989; Graham m fl 2005). Sådan kortsiktighet kan ske på bekostnad av långsiktiga och produktiva investeringar. Tillsynsmyndigheter och regelverk finns till för att skydda investerare men även dessa kan bidra med negativa effekter. Att noggrant följa regleringar kan vara en kostsam börda för många företag. Iliev (2010) visar att Sarbanes-Oxley Act fick revisionskostnaderna för små noterade bolag i USA att öka med hela 98 procent.

Marknaden kan även felprissätta aktier (Shleifer och Vishny 1989). Detta gör att aktiepriser inte speglar viktig långsiktig information vilket kan leda till snedvridna investeringsbeslut. Snedvridningar i investeringsbesluten kan även ske då aktier handlas för diversifierings- eller likviditetsändamål, i stället för att ny information har framkommit. Det kan bidra till att skapa svängningar i aktiepriset som inte är relaterade till verkliga händelser inom företaget. Om ledningen då agerar utifrån dessa svängningar riskerar den att göra felaktiga investeringar (Morck m fl 1990).

4. Andra aspekter på aktiemarknaden

Är banker bättre än aktiemarknader?

Fördelningen mellan aktiekapitalfinansiering och bankfinansiering varierar mellan länder. I Tyskland, Japan och Sydkorea är bankfinansiering viktigare för kapitalanskaffning än aktiemarknadsfinansiering. I dessa länder har företag ofta goda relationer med några enstaka banker som är villiga att förse dem med banklån. I andra länder, som t ex USA, är kapital från aktiemarknaden den viktigaste kapitalkällan och banklån med bra villkor är ofta svårare att hitta. Finansiella system där banklån är viktigare kallas för bankbaserade medan system där aktiekapital är viktigare kallas för marknadsbaserade (Allen och Gale 1995). Inom marknadsbaserade system förekommer en obligationsmarknad som kompletterar aktiemarknaden. På obligationsmarknaden kan enskilda bolag anskaffa kapital genom nyemis-

sion av företagsobligationer. Ofta är obligationsmarknaden i ett land inte lika utvecklad eller likvid som aktiemarknaden och lyckas inte lösa problem med informationsasymmetri lika effektivt (Cai m fl 2007).

Olika nationalekonomiska teorier föreslår vilka komparativa fördelar som banker eller marknader har när det gäller att skapa tillväxt eller minska finansiella friktioner i ekonomin. Allen and Gale (1995) hävdar att bankbaserade finansiella system tillåter en bättre riskspridning över tid medan marknadsbaserade system tillåter en bättre riskspridning mellan olika företag. Sabani (1992) hävdar att bankbaserade system är mer benägna att omstrukturera, i stället för att likvidera, företag som har hamnat i finansiell knipa. Empiriskt finner Beck och Levine (2002) inga bevis för att endera valet av finansiellt system skulle vara bättre för länders ekonomiska tillväxt. Det minskade antalet noterade företag i hela världen kan vara ett resultat av en övergång från ett marknadsbaserat till ett mer bankbaserat system. Om så är fallet skulle minskningen av antalet noterade bolag inte vara något att oro sig över så länge det finansiella systemet fungerar väl. Om vi däremot övergår till ett bankbaserat system, enbart på grund av en överreglering av aktiemarknaden, kan för få investeringar finansieras och tillväxten påverkas negativt. Det viktigaste är helt enkelt att det finansiella systemet fungerar, inte huruvida det är bank- eller marknadsbaserat (Levine 1997; Merton och Bodie 2005).

Utköpsbolag (private equity) som alternativ till notering

De senaste decennierna har det skett en framväxt av aktörer som specialiserar sig på att köpa ut noterade företag, omstrukturera och expandera dem för att sedan avveckla företagen efter fem till tio år. Framgångarna med denna ägarmodell är att den bättre förenar ägarnas och ledningens målsättning och därigenom leder till effektivare företagsinvesteringsbeslut (Jensen 1989), vilket syns i produktivitetsökningar efter utköp (Kaplan och Strömberg 2009; Tåg 2012; Olsson och Tåg 2017). Detta tidsbegränsade ägande gör att dessa aktörer kan fokusera på att bli specialister på att radikalt omdana företagsstrategier. De kan därigenom ses som både substitut och komplement till börsnoterat ägande, där företag flyttar mellan att vara ägda av dessa aktörer och att vara noterade (Norbäck m fl 2013). En del av de bolag som har avnoterats i USA den senaste tiden har avnoterats just i samband med uppköp (Doidge m fl 2017). Det är möjligt att dessa bolag noteras igen i framtiden och att den negativa trenden i antalet listade bolag vänder uppåt.

Finns det ett värde i en lokal aktiemarknad?

De flesta företag noteras inom det egna landet, men det är även möjligt att noteras på en utländsk aktiemarknad för att få tillgång till en större marknadsvolym. Andra fördelar med en utländsk notering är förbättrad likviditet, förbättrat rykte och ökad synlighet (Pagano m fl 2001; Foucault m fl 2013). En viktig fördel med att noteras på en lokal aktiemarknad är att

investerare är bäst rustade att bedöma ett företags verksamhet i det egna landet på grund av bättre lokalkännedom. Av den anledningen förbättras sannolikt prisbildning och prissignaler genom att noteringen sker i det land där företaget är verksamt (Foucault och Gehrig 2008). Caglio m fl (2016) visar att företag som noteras utomlands tenderar att huvudsakligen vara inriktade på marknader utomlands och kommer från länder med låg ekonomisk tillväxt. Baschieri m fl (2015) visar att fler lokala noteringar är korrelerat med högre investeringstakt i aktier bland de lokala hushållen, då lokala investerare i hög grad efterfrågar aktier i lokala bolag. Således har den svenska aktiemarknaden ett särskilt stort värde för svenska investerare och sparare och vi bör vara måna om att företag i fortsättningen väljer att vara noterade i Sverige.

5. Slutsatser

I denna studie görs en kort översikt över den roll som aktiemarknaden spelar för de finansiella marknaderna, näringslivets utveckling och samhälls-ekonomi. På primärmarknaden får onoterade företag kapitaltillskott, befintliga ägare likviditetstillskott och investerare når nya placeringsalternativ. Handeln på sekundärmarknaden skapar likviditet för aktieägarna, underlättar prisbildningsmekanismen för företagsstyrning, samt ger investerare bättre diversifieringsmöjligheter. Institutionen aktiemarknaden fyller en viktig roll genom att minska transaktionskostnader och säkerställa såväl trovärdig informationsspridning som effektiv koordinering av investerare och företag.

Aktiemarknaden har även fundamentala positiva och negativa externa effekter på anställda, konsumenter och småsparare. Effektiva och växande företag får tillgång till finansiellt kapital, vilket ökar företagsinvesteringar och förbättrar produktmarknadskonkurrensen. Vidare förbättras bolagsstyrningen genom användandet av aktieprissignaler. En aktiv aktiemarknad kan bidra till att bygga upp stöd för aktieägarkapitalism som i sin tur uppmuntrar företagsvänlig politik och bättre investerarskydd. Samtidigt finner vi att målkonflikter och informationsproblem mellan företagsägare, företagsledning och institutionella ägare riskerar att leda till kortsiktighet i företagsinvesteringar. Det senare riskerar att drabba anställda, konsumenter och småsparare.

Utifrån vår genomgång drar vi två slutsatser om den nedåtgående trenden i antalet noterade aktiebolag världen över. För det första är det sannolikt att den senaste tidens nedgång i antalet noterade bolag avtar. Vår bedömning är att i dagens samhälle spelar aktiemarknaden en central roll i att tillhandahålla och omfördela kapital. Det är därför osannolikt att aktiehandeln i börsnoterade aktiebolag skulle försvinna helt. Att vara ett noterat bolag behöver inte vara rätt för varje enskilt företag men det kommer att vara rätt för många företag i vissa perioder av deras utveckling. Den senaste tidens nedgång kan vara driven av ökade regleringar av noterade

bolag. Givet de noterade bolagens centrala roll borde myndigheterna jobba med att hitta smartare regleringar som är mer neutrala mellan noterat och onoterat ägande.

Vår andra slutsats är att det trots detta kan finns skäl till viss oro. Komplexiteten i de effekter aktiemarknaden ger upphov till gör det svårt att sammanväga den totala samhällsekonomiska effekten av färre noterade företag. Vår sammantagna bedömning är dock att det finns en risk att det minskande antalet noterade bolag i många OECD-länder riskerar att leda till minskade investeringar, lägre löner, högre konsumentpriser samt en sämre näringslivspolitik.

Acemoglu, D och F Zilibotti (1997), "Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification, and Growth", *Journal of Political Economy*, vol 105, s 709–751.

Akerlof, G A (1970), "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, vol 84, s 488–500.

Allen, F och D Gale (1995), "A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets in Germany and the US", *European Economic Review*, vol 39, s 179–209.

Baschieri, G, A Carosi och S Mengoli (2015), "Local IPOs, Local Delistings, and the Firm Location Premium", *Journal of Banking and Finance*, vol 53, s 67–83.

Beatty, R och J Ritter (1986), "Investment Banking, Reputation and Underpricing of Initial Public Offerings", *Journal of Financial Economics*, vol 15, s 213–232.

Beck, T and R Levine (2002), "Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter?", *Journal of Financial Economics*, vol 64, s 147–180.

Berle, A och G Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company, New York.

Bhide, A (1993), "The Hidden Costs of Stock Market Liquidity", *Journal of Financial Economics*, vol 34, s 1–51.

Black, B och R Gilson (1998), "Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets", *Journal of Financial Economics*, vol 47, s 243–277.

Bolton, P och D Scharfstein (1990), "A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting", *American Economic Review*, vol 80, s 93–106.

Bond, P, A Edmans och I Goldstein (2012), "The Real Effects of Financial Markets", *Annual Review of Financial Economics*, vol 4, s 339–360.

Booth, J och R Smith (1986), "Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis", *Journal of Financial Economics*, vol 15, s 261–281.

Boyd, J och E Prescott (1986), "Financial Intermediary-Coalitions", *Journal of Economic Theory*, vol 38, s 211–232.

Boyd, J och B Smith (1992), "Intermediation and the Equilibrium Allocation of Investment Capital: Implications for Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, vol 30, s 409–432.

Bresnahan, T (1986), "Measuring Spillovers from 'Technical Advance'", *American Economic Review*, vol 76, s 741–755.

Cai, N, J Helwege och A Warga (2007), "Underpricing in the Corporate Bond Market", *Review of Financial Studies*, vol 20, s 2021–2046.

Caglio, C, K Weiss Hanley och J Marietta-Westberg (2016), "Going Public Abroad", *Journal of Corporate Finance*, vol 41, s 103–122.

Carter, R, F Dark och A Singh (1998), "Underwriter Reputation, Initial Returns and Long-Run Performance of IPO Stocks", *Journal of Finance*, vol 53, s 285–311.

Cooper, R och A John (1991), "Coordinating Coordination Failures", i Mankiw, N and D Romer (red), *New Keynesian Economics*, MIT Press, Cambridge, MA.

Doidge, C, A Karolyi och R Stulz (2017), "The U.S. Listing Gap", *Journal of Financial Economics*, vol 123, s 464–487.

Dow, J och G Gorton (1997), "Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is There a Connection?", *Journal of Finance*, vol 52, s 1087–1129.

Fang, V, T Noe och S Tice (2009), "Stock Market Liquidity and Firm Value", *Journal of Financial Economics*, vol 94, s 150–169.

Foucault, T och T Gehrig (2008), "Stock Price Informativeness, Cross-Listings, and Investment Decisions", *Journal of Financial*

REFERENSER

Economics, vol 88, s 146–168.

Foucault, T, M Pagano och A Roell (2013), *Market Liquidity: Theory, Evidence and Policy*, Oxford University Press.

Gilson, R och R Kraakman (1984), "The Mechanisms of Market Efficiency", *Virginia Law Review*, vol 70, s 549–644.

Gleaser, E, S Johnson och A Shleifer (2001), "Coase versus the Coasians", *Quarterly Journal of Economics*, vol 116, s 853–899.

Graham, J, C Harvey och S Rajgopal (2005), "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting", *Journal of Accounting and Economics*, vol 40, s 3–73.

Grossman, S (1976), "On the Efficiency of Competitive Stock Markets Where Trades Have Diverse Information", *Journal of Finance*, vol 31, s 573–585.

Greenwood, J och B Jovanovic (1990), "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income", *Journal of Political Economy*, vol 98, s 1076–1107.

Grullon, G, Y Larkin och R Michaely (2017), "Are US Industries Becoming More Concentrated?", manuskript, Rice University.

Hansen, R och P Torregrosa (1992), "Underwriter Compensation and Corporate Monitoring", *Journal of Finance*, vol 47, s 1537–1555.

Hayek, F (1945), "The Use of Knowledge in Society", *American Economic Review*, vol 35, s 519–530.

Hellwig, M (1980), "On the Aggregation of Information in Competitive Markets", *Journal of Economic Theory*, vol 22, s 477–498.

Iliev, P (2010), "The Effect of SOX Section 404: Costs, Earnings Quality, and Stock Prices", *Journal of Finance*, vol 65, s 1163–1196.

Jensen, M (1989), "Eclipse of the Public Corporation", *Harvard Business Review*, september–oktober 1989, s 61–74.

Jensen, M och K Murphy (1990), "Performance Pay and Top Management Incentives", *Journal of Political Economy*, vol 98, s 225–263.

Jones, C och J Williams (1998), "Measuring the Social Returns to R&D", *Quarterly Journal of Economics*, vol 113, s 1119–1135.

Kaplan, S och P Strömberg (2009), "Leveraged Buyouts and Private Equity", *Journal of Economic Perspectives*, vol 23, s 121–146.

Kay, J (2012), "Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making: Final Report", U.K. Government Consultation, Ref: BIS/12/996.

Lerner, J och J Tåg (2013), "Institutions and Venture Capital", *Industrial and Corporate*

Change, vol 22, s 153–182.

Levine, R (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, vol 35, s 688–726.

Levine, R (2005), "Chapter 12 Finance and Growth: Theory and Evidence", in Aghion, P och S N Durlauf (red), *Handbook of Economic Growth*, vol 1, North Holland, Amsterdam.

Levine, R och S Zervos (1998), "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *American Economic Review*, vol 88, s 537–558.

Ljungqvist, A, L Persson, och J Tåg (2016), "Private Equity's Unintended Dark Side: On the Economic Consequences of Excessive Delistings", ECGI Finance Working Paper 458/2016, Bryssel.

Markowitz, H (1952), "Portfolio Selection", *Journal of Finance*, vol 7, s 77–91.

Meggison, W och K Weiss (1991), "Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, vol 46, s 879–903.

Merton, R (1973), "An Intertemporal Capital Asset Pricing Model", *Econometrica*, vol 41, s 867–887.

Merton, R C och Z Bodie (2005), "The Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure", *Journal of Investment Management*, vol 3, s 1–23.

Morck, R, A Shleifer och R Vishny (1990), "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?", *Journal of Finance*, vol 45, s 31–48.

Norbäck, P, L Persson och J Tåg (2013), "Buying to Sell: Private Equity Buyouts and Industrial Restructuring", CESifo Working Paper Series 4338, Ifo Institut, München.

Olsson, M och J Tåg (2017), "Private Equity, Layoffs, and Job Polarization", *Journal of Labor Economics*, vol 35, s 697–754.

Pagano, M, O Randl, A Roell och J Zechner (2001), "What Makes Stock Exchanges Succeed? Evidence from Cross-listing Decisions", *European Economic Review*, vol 45, s 770–782.

Pagano, M och P Volpin (2006), "Alfred Marshall Lecture' Shareholder Protection, Stock Market Development, and Politics", *Journal of the European Economic Association*, vol 4, s 315–341.

Sabani, L (1992), "Market-Oriented versus Bank-Oriented Financial Systems: Incomplete Contracts and Long-Term Commitments", manuskript, Universita' du Roma and Trinity College, Cambridge.

Sarkar, A och R Schwartz (2009), "Market Sidedness: Insights into Motives for Trade Initiation", *Journal of Finance*, vol 64, s 375–423.

Scharfstein, D (1988), "The Disciplinary Role of Takeovers", *Review of Economic Studies*, vol 55, s 185–199.

Schelling, T (1980), *The Strategy of Conflict*, Harvard University Press, Cambridge, MA.

Shleifer, A och R Vishny (1989), "Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms", *American Economic Review*, vol 80, s 148–153.

Stein, J (1989), "Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior", *Quarterly Journal of Economics*, vol 104, s 655–669.

The Economist (2012), "The Endangered Public Company", 19 maj 2012.

Turley, R (2012), "Informative Prices and the Cost of Capital Markets", manuskript, Harvard University.

Tåg, J (2012), "The Real Effects of Private Equity Buyouts", i Cummings, D (red), *Oxford Handbook of Private Equity*, Oxford University Press, Oxford.

VA Finans (2016), "Börsnoteringar står som spön i backen och en stark pipeline talar för ett IPO-tungt 2017", www.vafinans.se/aktier/nyheter/Sverige-aer-en-av-vaerldens-hetaste-IPO-marknader-och-festen-sp%C3%A5s-fortsatta-naesta-%C3%A5r-1001585857.