

Aktiekapitalets internationa- lisering

Av Bertil Näslund*)

1. Introduktion

Flera svenska företag har nyligen introducerats på aktiebörsen i U.S.A. När ett företag tar ett sådant steg blir konsekvenserna många. Jag skall här belysa dessa dels med utgångspunkt från internationell finansieringsteori, dels från ett publicerat fall, nämligen det danska företaget Novo, dels mot bakgrund av intervjuer med svenska företag som låtit introducera sig i U.S.A., nämligen Pharmacia (1981, 1983) och Ericsson (1983). Jag skall beröra introduktionens effekt på kapitalkostnaden¹⁾, image och expansionsmöjligheterna, informationskraven, redovisningsprinciperna och aktiekursfluktuationerna.

2. Effekter på kapitalkostnaden

Om de internationella kapitalmarknaderna är helt öppna och effektiva skall effekterna av en utländsk börsintroduktion på kapitalkostnaden bli obetydlig eller ingen. I ett läge där det råder restriktioner av olika slag, som begränsar kapitalets rörlighet, kan en introduktion på en utländsk börs sänka kapitalkostnaden av två skäl, nämligen marknadens likviditet och marknadens segmentering.

1) Med kapitalkostnad menas den vägda kostnaden för eget kapital och lån. Om kostnaden för eget kapital är k_e och kostnaden för lånat kapital är k_s blir den vägda kapitalkostnaden k_a där E och S representerar marknadsvärdet av respektive eget kapital och skulder, t betecknar skattesatsen.

*) Professor vid Handelshögskolan i Stockholm. Artiklen modtaget marts 1985.

Aktiekapitalets internationa- lisering

Av Bertil Näslund*)

1. Introduktion

Flera svenska företag har nyligen introducerats på aktiebörsen i U.S.A. När ett företag tar ett sådant steg blir konsekvenserna många. Jag skall här belysa dessa dels med utgångspunkt från internationell finansieringsteori, dels från ett publicerat fall, nämligen det danska företaget Novo, dels mot bakgrund av intervjuer med svenska företag som låtit introducera sig i U.S.A., nämligen Pharmacia (1981, 1983) och Ericsson (1983). Jag skall beröra introduktionens effekt på kapitalkostnaden¹⁾, image och expansionsmöjligheterna, informationskraven, redovisningsprinciperna och aktiekursfluktuationerna.

2. Effekter på kapitalkostnaden

Om de internationella kapitalmarknaderna är helt öppna och effektiva skall effekterna av en utländsk börsintroduktion på kapitalkostnaden bli obetydlig eller ingen. I ett läge där det råder restriktioner av olika slag, som begränsar kapitalets rörlighet, kan en introduktion på en utländsk börs sänka kapitalkostnaden av två skäl, nämligen marknadens likviditet och marknadens segmentering.

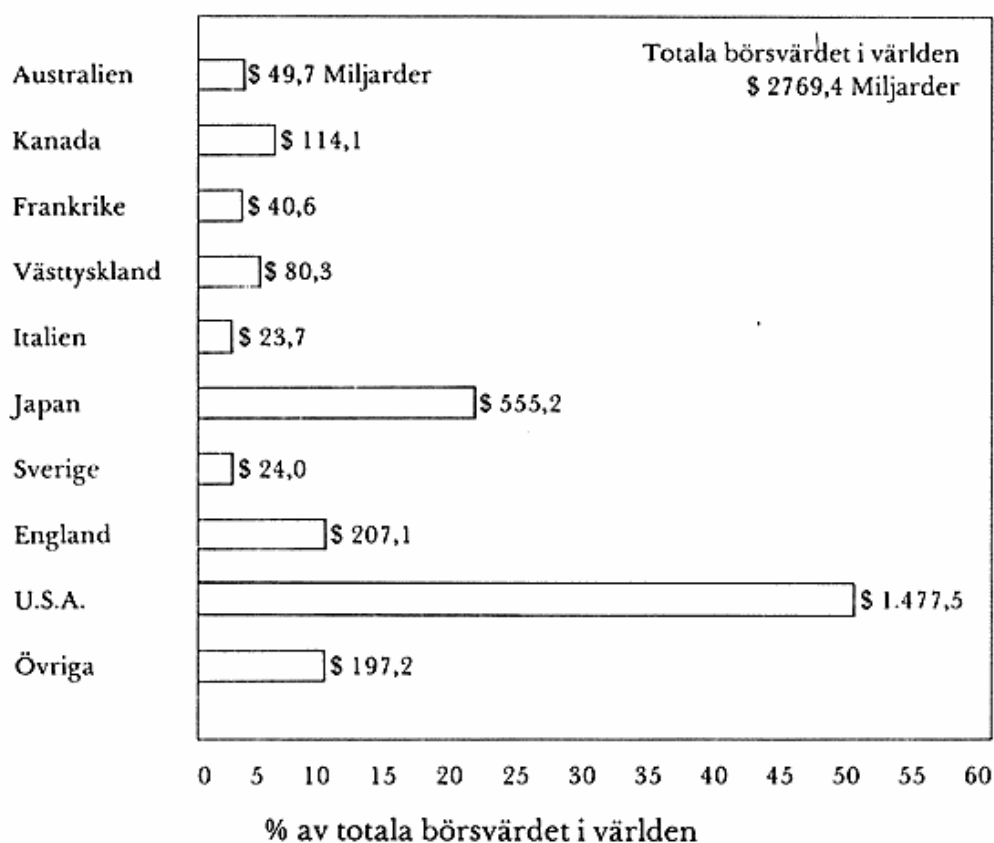
1) Med kapitalkostnad menas den vägda kostnaden för eget kapital och lån. Om kostnaden för eget kapital är k_e och kostnaden för lånat kapital är k_s blir den vägda kapitalkostnaden k_a där E och S representerar marknadsvärdet av respektive eget kapital och skulder, t betecknar skattesatsen.

*) Professor vid Handelshögskolan i Stockholm. Artiklen modtaget marts 1985.

2.1 Marknadens likviditet

Med en marknads likviditet menas dels omsättningen t ex mätt med antalet köp- och säljorder nära det existerande priset, dels marknads möjlighet att absorbera nyemitterade aktier till det existerande marknadspriset. Storleken av en aktiebörs är viktig för likviditeten. Som framgår av figur 1 bör en introduktion i U.S.A. kunna höja likviditeten.

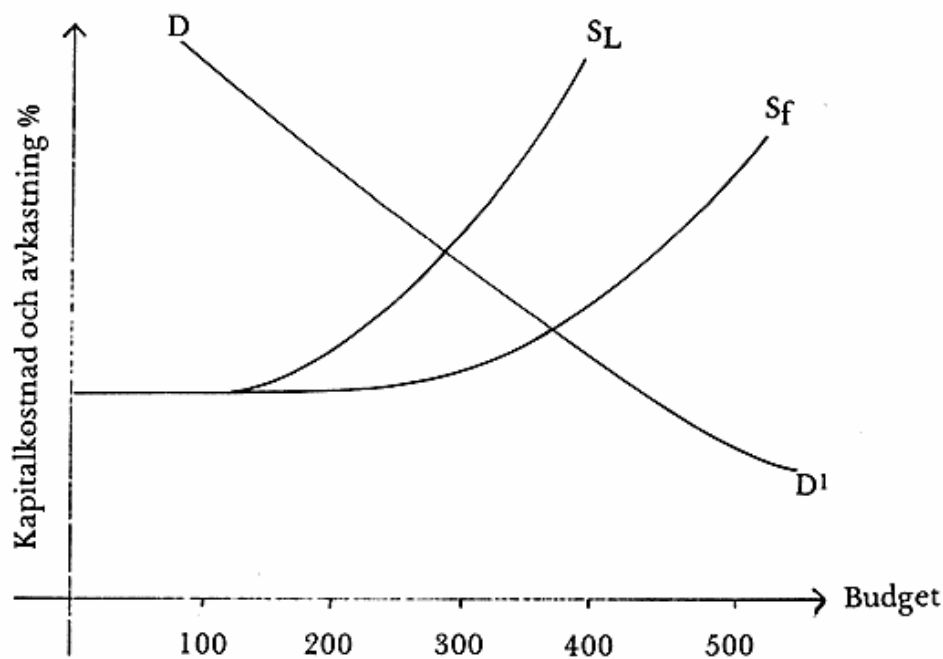
Totala börsvärdet av aktierna noterade i olika länder
Juni 1984



Källa: Capital International Perspective

Figur 1.

I figur 2 illustreras effekten av marknadens likviditet på kapitalkostnad och kapitalbudget.



Figur 2.

Kurvan DD^1 visar den avkastning som ett visst företag kan få på sina investeringar, där investeringen på den högsta avkastningen avsatts längst till vänster, därefter den näst mest lönsamma osv. Kurvan S_L visar hur kostnaden för kapital ökar när företagets budget ökar, på grund av att likviditeten är låg stiger kurvan tidigt och brant; kurvan S_f avspeglar situationen för ett företag som är verksamt på en mer likvid kapitalmarknad.

Av figur 2 framgår hur kapitalkostnaderna sjunker och budgeten ökar när ett företag får tillgång till en mer likvid aktiemarknad. Det är möjligt att den svenska aktiemarknadens bristande likviditet jämfört med den amerikanska var en bidragande orsak till att Ericsson emitterade i U.S.A. Ericsson emitterade 4 miljoner aktier till ett pris av 449 kr/aktie, dvs ungefär 1,8 miljarder kronor.

2.2 Marknadssegmentering

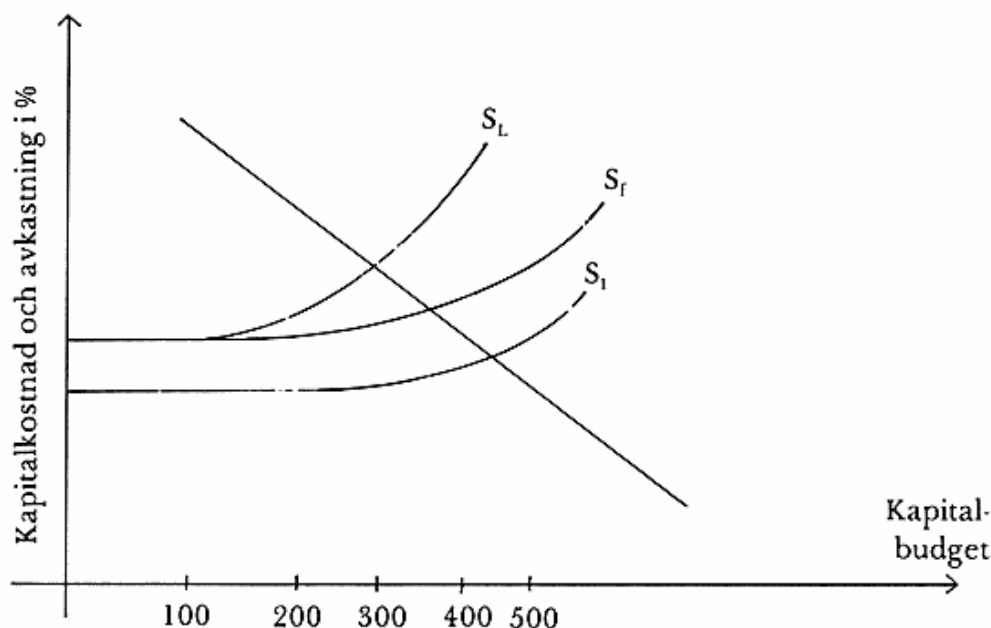
Kräver och får alla investerare i världen samma avkastning på identiska investeringar? Kostar kapitalet lika mycket för identiska företag

runt om i världen? Om så inte är fallet kan detta utgöra en viktig konkurrensnackdel för ett företag som konkurrerar med utländska företag om företaget endast har tillgång till den svenska kapitalmarknaden.

Varför skulle inte svenska investerare kräva att få samma avkastning som utländska investerare får på sitt kapital? Utan att kunna presentera något exakt bevis för skillnader kan man peka på en rad faktorer som gör att den svenska aktiemarknaden inte är helt integrerad med andra aktiemarknader.

På grund av begränsningarna i svenskars rätt att investera i utländska aktier är den genomsnittliga svenska aktieägarens kunskap om avkastning och risk i samband med utländska aktieköp begränsad. Genom att svenska företag som regel publicerar finansiell information på svenska enligt svenska normer är det svårt för utländska investerare att bedöma svenska företag.

Det är möjligt att Sverige betraktas med en viss oro från utlandet med hänsyn till senare års löntagarfondsdebatt, den nuvarande lagstiftningen på detta område och plötsliga nya regler för beskattning av aktiehandeln. Betydelsen av detta och andra omständigheter som skiljer Sverige från andra stabila ekonomier är självfallet svårt att uttala sig om, men det är givet att de kan bidra till en viss segmentering.



Figur 3.

I figur 3 visas hur kostnaden för eget kapital kan tänkas ändras om ett företag utvecklas från att vara hänvisat till en lokal kapitalmarknad S_L till en integrerad S_I . Kurvan S_f är densamma som i figur 2 och visar på effekter av likviditetsökningen.

Enligt figur 3 skulle kapitalkostnaden sjunka när ett företag får tillgång till en integrerad kapitalmarknad. Det finns inga tillfredsställande test som visar hur det förhåller sig i verkligheten, men det existerar några indikationer.

Stonehill och Dullum (1982) använder price/earnings ratio för att mäta kapitalkostnaden. De visar att efter det att Novo introducerades på den danska aktiebörsen 1974 sjönk P/E-talet från 10 till ungefär 5 1979. Novo introducerades på londonbörsen 1978 och i New York 1981. Mellan 1979 och 1982 steg P/E-talet till ungefär 13.

Man kan inte vara säker på att det *enbart* är introduktionen på utländska aktiebörser som höjer P/E-talet och därmed sänker kapitalkostnaden. Högteknologiföretag och speciellt bioteknologiföretag var populära under denna tid.

Pharmacia emitterade nya aktier i Stockholm för 65 kronor hösten 1981 och strax efter under samma höst fick man in över 90 kronor på U.S.A.-börsen. Detta kan förefalla som en avsevärd sänkning av kapitalkostnaden. Vid jämförelser av dessa båda belopp måste man dock vara försiktig, eftersom 65 kronor gäller en emission med företrädesrätt för de gamla aktieägarna under det att 90 kronor avser en riktad emission utan företrädesrätt. De är således inte direkt jämförbara.

3. Image och expansionsmöjligheter

Det innebär prestige att vara noterad på en stor internationell aktiebörs. Företagets synlighet ökas och en löpande publicitet lämnas på finanssidorna i ledande affärstidskrifter.

För många företag innebär en aktienotering positiva effekter för försäljningen. Det har visat sig att aktieägare tenderar att köpa kapitalvaror i det företag där de har aktier (se Eiteman & Stonehill, 1982). Det finns också anledning att förmoda att samma situation gäller för tjänsteproducerande företag. Aktieägare i Pan American skulle av samma skäl flyga med Pan American om villkoren jämfört med andra flygbolag är identiska.

För ett företag som Pharmacia är denna aspekt speciellt viktig, eftersom de grupper i U.S.A. som är potentiella kunder, t ex läkare, är relativt välbärgade och betydande aktieägare. En introduktion på aktiebörser i U.S.A. kan därför förväntas få positiva effekter på försäljningen av Pharmacias produkter och bidra till att kundernas kunskap om företaget och dess produkter ökar.

Då ett företag har planer på att utvidga sin verksamhet utomlands, är det värdefullt att vara noterad på en utländsk aktiebörs, därför att detta medger uppköp av företag mot betalning med aktier i det egna företaget.

Många svenska företag har en stor del av sin försäljning i U.S.A. Den mest omfattande forskningen och tekniska utvecklingen på de flesta områdena sker där. Det är därför möjligt att svenska företag kan vilja öka sin närvaro där och att detta tar formen av företagsköp. Närvaron på en aktiebörs i U.S.A. skulle underlätta detta.

4. Riksbankens bestämmelser

En alldeles speciell omständighet är Riksbankens bestämmelser vid utlandsinvesteringar. Dessa måste som regel finansieras i utlandet med en återbetalningstid på minst fem år.¹⁾ Detta medför att en utlandsinvestering kan höja skuldsättningsgraden kraftigt. Om en sådan inte är önskvärd, så måste det egna kapitalet hemma eller utomlands höjas. Men om det som erhålles hemma inte får föras ut eller om det inte behövs hemma så återstår en utländsk emission.

5. Redovisningsprinciperna

Introduktionen på aktiemarknaden i U.S.A. ställer stora krav på information från ett svenskt företag. Jag skall först i detta avsnitt behandla de formella redovisningsprinciperna och i nästa avsnitt diskutera informationsgivningen i allmänhet. Det är främst delar av resultatredovisningen som skapar problem, nämligen behandlingen av bokslutsdispositionerna samt graden av specificering av posterna i resultatredovisningen.

¹⁾ Sedan våren 1984 gäller i vissa fall tiden 2 år.

5.1 Behandling av bokslutsdispositioner

Den svenska nettovinsten avspeglar inte företagets vinstsituation på grund av bokslutsdispositionerna. Detta gör att nettovinsten i redovisningen spelar en mindre roll för bedömningen av ett företag. I stället beräknas vinsten före bokslutsdispositioner och skatter. Från denna vinst subtraheras sedan en schablonskatt som ofta sätts till 50%.

I U.S.A. är det viktigaste lönsamhetsmåttet nettovinst per aktie och aktieägarna är vana vid att få den redovisad längst ned i resultatredovisningen.

Den svenska metoden innebär för många företag en missvisande presentation av resultatet efter skatt. För det första har företagen ju som regel redovisat en vinst efter skatt som beskattats till en lägre procentsats än 50%. De belopp som disponeras måste eventuellt senare tas fram till beskattning. Men för t ex forskningsintensiva och kraftigt växande företag blir reserverna lågt eller inte alls beskattade. Det finns därför anledning att tillmötesgå de formella kraven i U.S.A. och försöka skapa en mer rättvisande skatteberäkning.

5.2 Specificering av posterna i resultatredovisningen

Det ställs i U.S.A. större krav på detaljredovisningen av olika poster. Pharmacia har t ex delat upp de operativa kostnaderna så att produktionskostnader, marknadsföringskostnader och forskningskostnader redovisas separat. Detta överensstämmer, förutom med förfaringsättet i U.S.A., också med europagemenskapens direktiv.

Olikheter i språk skapar problem. Pharmacia gör en redovisning för U.S.A. på engelska och en på svenska med vissa skillnader på grund av kraven i de båda länderna. Det är givetvis inte bra att lämna olika information till olika aktieägargrupper och det krävs ett arbete för att så långt som möjligt sammanjämka utformningen av de svenska och engelska rapporterna så att de blir identiska.

6. Informationskraven

Ett svenskt företag som introduceras i U.S.A. måste räkna med att det är relativt okänt. För att lyckas med en emission krävs att en långsiktig stabil marknad skapas för aktien. Detta innebär att ökade kostnader för informationsgivning kan komma att sträcka sig över en längre tid.

Denna ökade kostnad beror också på att den genomsnittliga amerikanska aktieköparen ställer mycket större krav på information än vad som är vanligt i Sverige. Både Ericsson och Pharmacia betonade de ökade informationskraven.

Den ökade informationen från Pharmacias sida som en följd av introduktion på börsen i U.S.A. tog sig främst följande former (se Hammar, 1984).

6.1 Företagspresentationer

I samband med emissionen och flera gånger därefter genomfördes s k roadshows, vilket innebar att företagsledningen reste runt i U.S.A. och presenterade företaget.

Det första året efter emissionen ställdes krav på företagsledningen vad beträffar informationsgivning till besökande investerare från U.S.A.

Detta har medfört att vissa svenska företag placerat en person i New York för att förbättra informationsgivningen till den amerikanska aktiemarknaden och minska företagsledningens arbete med informationsgivning.

6.2 Snabbare och tätare rapporter

I U.S.A. måste företagen komma ut med kvartalsbokslut och dessa måste komma snabbt efter det att den aktuella redovisningsperioden slutat. Detta ställer ökade krav på de personella resurserna främst inom redovisnings- och rapportsystemet.

6.3 Några allmänna synpunkter på informationsgivningen

Det är uppenbart att de ovan uppräknade kraven har medfört betydande kostnader och säkert även »intäkter«. En exakt beräkning av nettoeffekten är svår. Den ökade kunskapen om företaget har positiva effekter.

De negativa effekterna är, bortsett från företagsledningens tid, att kort-siktigheten kommit att få för stark betydelse genom kvartalsrapporterna. Detta är speciellt markant för ett företag av Pharmacias och Ericssons karaktär, där forskningsintensitetens storlek gör att det långsiktiga perspektivet är speciellt viktigt. Marknadens häftiga reaktioner på kvartalsrapporterna kan bli ett problem.

En ökad öppenhet i redovisningen (som diskuterades i föregående avsnitt) kan lämna viktig information till konkurrenterna och därmed medföra konkurrensnackdelar.

Om rapporten skall komma fram mycket snabbt, får företagsledningen kortare tid på sig att analysera resultaten och kommentera dessa i rapporten och för att svara på frågor när rapporten publicerats. Detta innebär ibland vissa nackdelar.

Ett generellt problem med ökade krav på interaktion med aktieägare är att detta ofta kräver att flera personer inom företaget deltar i kontakterna. Detta gör det svårt att lämna en enhetlig information. Det är ju inte bra om motstridig information lämnas eller om vissa aktieägare får mer omfattande information än andra. En samordning av och likformigheten i informationen blir ett viktigt problem.

Det är nödvändigt att företagets ledande personal har goda kunskaper i engelska för att aktivt kunna medverka i den ovan beskrivna informationsgivningen.

7. Aktieprisfluktuationerna

Genom att den fria aktien noteras på en stor aktiebörs, är det troligt att aktiens pris bestäms av kursutvecklingen där. Denna kan givetvis bli negativ och därmed dra med sig kurserna nedåt också på de bundna aktierna i Sverige. Det är troligt att riskerna för en sammankoppling av fria och bundna aktier är störst då de ligger relativt nära varandra i pris. Ericsson framhöll speciellt en förhoppning att den utländska introduktionen skulle stabilisera aktiekursfluktuationerna.

Ett speciellt problem i detta sammanhang är valutakurserna. I början av mars 1984 föll den fria Pharmacia-aktien på stockholmsbörsen. Detta kan skapa en negativ stämning. Orsaken till kursfallet var till en stor del beroende av dollarns fall. Priset på den fria aktien i Stockholm är priset i New York multiplicerat med växelkursen.

Växelkursutvecklingen påverkar även den utdelning som de utländska aktieägarna får. Av tabell 1 framgår att utdelningarna i svenska kronor vuxit betydligt mellan 1978 och 1982, under det att utdelningen i dollar varit i stort sett konstant. För den amerikanska investeraren är det utdelningen i dollar som är av betydelse och det är möjligt att det utländska aktiepriset dämpas av dollarns utveckling, jämfört med en situation där företaget inte noterat aktien i U.S.A.

År	Utdelning/aktie	
	SEK	\$
1978	0,44	0,10
1979	0,55	0,13
1980	0,55	0,11
1981	0,66	0,11
1982	0,90	0,12

Tabell 1. Källa Prospectus Pharmacia AB (1983).

8. Slutsatser

Introduktionen av en aktie på aktiemarknaden i U.S.A. är givetvis önskvärd om den kan sänka kostnaderna för eget kapital. Det finns ännu inte tillräckligt omfattande studier för att bedöma om detta är en generell effekt. Om ett företag behöver öka det egna kapitalet är det viktigt att även beakta möjligheterna att göra detta utomlands och om den svenska marknaden är segmenterad bör detta om tillfället väljs riktigt medföra lägre kapitalkostnader.

Introduktionen ställer emellertid betydande krav främst på informationsgivning i allmänhet och speciellt på vissa delar av redovisningen. Det är viktigt att företaget förbereder sig för detta och har personer med språkkunskaper och överblick över verksamheten som kan lämna information.

9. Referenser

- Eiteman, D.K. och Stonehill, A.J., *Multinational Business Finance*, Addison, Wesley, 1982.
- Hammar, R., »Nettovinsten i svensk redovisning och finansieringsanalys«, *Fortia – Pharmacia Årsredovisning -82*, 1982.
- Hammar, R., »Pharmacias finansiella informationspolitik«, Opublicerat manuskript, Pharmacia, 1984.
- Karlsson, M. och Wallgren, J., »Why Do Swedish Companies Issue Equity on Foreign Capital Markets«, Uppsats, Handelshögskolan i Stockholm, 1984.
- Prospectors Pharmacia AB Securities and Exchange Commission, November 2, 1983.
- Stonehill, A.I. och Dullum, K.B., *Internationalizing the Cost of Capital*, John Wiley & Sons, 1982.

År	Utdelning/aktie	
	SEK	\$
1978	0,44	0,10
1979	0,55	0,13
1980	0,55	0,11
1981	0,66	0,11
1982	0,90	0,12

Tabell 1. Källa Prospectus Pharmacia AB (1983).

8. Slutsatser

Introduktionen av en aktie på aktiemarknaden i U.S.A. är givetvis önskvärd om den kan sänka kostnaderna för eget kapital. Det finns ännu inte tillräckligt omfattande studier för att bedöma om detta är en generell effekt. Om ett företag behöver öka det egna kapitalet är det viktigt att även beakta möjligheterna att göra detta utomlands och om den svenska marknaden är segmenterad bör detta om tillfället väljs riktigt medföra lägre kapitalkostnader.

Introduktionen ställer emellertid betydande krav främst på informationsgivning i allmänhet och speciellt på vissa delar av redovisningen. Det är viktigt att företaget förbereder sig för detta och har personer med språkkunskaper och överblick över verksamheten som kan lämna information.

9. Referenser

- Eiteman, D.K. och Stonehill, A.J., *Multinational Business Finance*, Addison, Wesley, 1982.
- Hammar, R., »Nettovinsten i svensk redovisning och finansieringsanalys«, *Fortia - Pharmacia Årsredovisning -82*, 1982.
- Hammar, R., »Pharmacias finansiella informationspolitik«, Opublicerat manuskript, Pharmacia, 1984.
- Karlsson, M. och Wallgren, J., »Why Do Swedish Companies Issue Equity on Foreign Capital Markets«, Uppsats, Handelshögskolan i Stockholm, 1984.
- Prospectors Pharmacia AB Securities and Exchange Commission, November 2, 1983.
- Stonehill, A.I. och Dullum, K.B., *Internationalizing the Cost of Capital*, John Wiley & Sons, 1982.