



**EKONOMI
HÖGSKOLAN**
Lunds universitet

Företagsekonomiska institutionen
**Ekonomihögskolan vid
Lunds universitet**

Magisteruppsats Juni 2002

Nordiska bolags utlandsnoteringar

*- En studie av effekten på korrelationen och
volatiliteten*

Författare:
Andreas Andersson
Fredrik Hagwell
Susanne Hartog

Handledare:
Hossein Asgharian
Björn Hansson

Sammanfattning

Titel:	Nordiska bolags utlandsnoteringar – <i>En studie av effekten på korrelationen och volatiliteten</i>
Seminariedatum:	13 juni 2002
Uppsatsämne:	Finansiering, magisteruppsats 10p
Författare:	Andreas Andersson, Fredrik Hagwell, Susanne Hartog
Handledare:	Hossein Asgharian, Björn Hansson
Nyckelord:	Integration, korrelation, segmentering, utlandsnotering, volatilitet
Syfte:	Att utreda om nordiska aktiers volatilitet förändrats i samband med att de noterat sig på London Stock Exchange, New York Stock Exchange eller NASDAQ Stock Market. Vidare är syftet att se om aktiens korrelation med hemmamarknadens totalindex samt deras respektive branschindex har förändrats efter noteringen utomlands.
Metod:	Vi har i vår uppsats använt oss av en "event study" där vi har beräknat korrelations- och volatilitetsförändringar vid nordiska bolags utlandsnotering ett år före och ett år efter noteringen med en avgränsning till efter 1990. Vid analysen har vi använt oss av en korrelationsberäkningar och statistiska metoder som F-test för att mäta volatilitetsförändringar.
Resultat:	Våra resultat visade en minskning av aktiernas korrelation mot indexen med i genomsnitt -0,27 efter utlandsnoteringen. Vad det gäller volatiliteten kan man inte efter vår undersökning dra någon generell slutsats gällande förändringen. Resultaten från vår undersökning är här splittrade och det går inte att påvisa någon generell ökning eller minskning

Innehållsförteckning

Innehållsförteckning	1
1. Inledning	5
1.1 Bakgrund	5
1.2 Problematisering	6
1.3 Syfte	7
1.4 Avgränsningar	7
1.5 Förkortningar och definitioner	8
1.6 Disposition	8
2 Metod	10
2.1 Val av metod	10
2.2 Bakgrund till val av ämne	11
2.3 Urval av företag i studien	11
2.4 Praktiskt tillvägagångssätt	13
2.5 Val av index	15
2.6 Datainsamling	15
2.7 Undersökningens reliabilitet och validitet	16
2.8 Källkritik	16
3 Praktisk referensram	17
3.1 New York Stock Exchange	17
3.2 The NASDAQ Stock Market	18
3.3 The London Stock Exchange	19
3.4 Stockholm Stock Exchange	20
3.5 Oslo Börsen	20
3.6 Helsingfors Börsen	21
3.7 Presentation av studerade företag	21
3.7.1 Atlas Copco	21
3.7.2 Autoliv	22
3.7.3 Kinnevik	22
3.7.4 Skandia	23
3.7.5 Sonera Telecom	23
3.7.6 Stora Enso	23
3.7.7 UPM-Kymmene	23
3.7.8 Petroleum Geo Services	24
3.7.9 Smedvig	24
3.8 Korrelationer mellan marknader	24
4. Teori	26
4.1 Inledning	26
4.2 Integration	27
4.2.1 Nordisk integration	29
4.2.2 Avregleringar på de olika marknaderna	30
4.3 Segmentering	32
4.4 Effektiva marknader	32
4.5 Motiv till att lista sig utomlands	33
4.5.1 Motiv relaterade till finansiering	34
4.5.2 Motiv relaterade till marknadsföring och relation till investerare	35
4.5.3 Internationaliseringsmotiv	36
4.5.4 Nackdelar med att lista sig utomlands	38

Nordiska bolags utlandsnoteringar
- *En studie av effekten på korrelationen och volatiliteten*

4.6 Statistisk teori	39
4.6.1 F-test	39
4.6.2 Korrelation.....	40
4.6.3 Volatilitet.....	40
4.7 Tidigare forskning	41
5 Resultat och analys	43
5.1 Korrelation.....	44
5.1.1 Atlas Copco	45
5.1.2 Skandia	45
5.1.3 Kinnevik	45
5.1.4 Autoliv	45
5.1.5 Sonera Telecom	46
5.1.6 Stora Enso.....	46
5.1.7 UPM-Kymmene.....	46
5.1.8 Petroleum Geo-Services	47
5.1.9 Smedvig	47
5.2 Volatilitet.....	47
6 Slutsatser.....	51
6.1 Förslag till vidare forskning	51
Källförteckning.....	53

1. Inledning

I det inledande kapitlet vill vi väcka läsarens intresse och börjar därför med en bakgrund som ligger till grund för vår studie av volatilitets- och korrelationsförändringar av aktiekursen vid en utlandsnotering. Problematikeringen kring ämnet leder vidare in på uppsatsens syfte. För en löpande klarläggning av uppsatsen framställs en översiktlig disposition i slutet av kapitlet.

1.1 Bakgrund

Sedan liberaliseringsvågen på 1970-talet har västvärlden karaktäriserats av ökad finansiell integration. Huvudsakligen har detta berott på tre faktorer: ökad internationell utlåning, finansiella innovationer och allt fler former av finansiella instrument.¹ Denna ökade globala handel har fört väldigt många fördelar med sig. Invånare i länder som deltar i denna integration kan genom den globala handeln polarisera och försäkra sig mot risker bättre än vad som skulle kunna uppnås om endast hemmamarknaden existerat. På så sätt ökas effektiviteten i kapitalallokeringen. Länder som tillfälligt lider av nedgång i efterfrågan eller råkar ut för en naturkatastrof, har genom den globala marknaden också möjlighet att låna kapital utomlands. Även länder med små egna resurser kan låna kapital utomlands för att finansiera investeringar. På så sätt kan den ekonomiska tillväxten i landet gynnas utan att inlåningsräntorna måste höjas för att kunna attrahera kapital till landet.²

Den minskade segmenteringen och ökade integrationen bidrar till att nationsgränserna allt mer raderas ut. Informationsteknologins våg över världen gör att handel med aktier och information om företag i andra länder kan erhållas relativt billigt. Regleringar och hinder för kapitalets fria rörelse har minskats successivt vilket har underlättat en optimal allokering av kapitalet. I en finansiellt perfekt integrerad värld skulle det inte spela någon roll var ett företags aktie är noterad. Investerares skulle ha tillgång till samma information, deras krav på avkastning skulle vara densamma och företagen skulle få tillgång till kapital till samma kostnad. Ett tecken på att perfekt integration mellan marknader inte är uppnådd är att många nordiska företag under slutet av föregående århundrade sökte sig till internationella börser.

Anledningen till en utlandsnotering kan vara av flera slag. Ofta handlar det om att få tillgång till riskvilligt kapital, men även motiv så som ökad synlighet eller ägarspridning kan vara en bakomliggande orsak. Förbättringen av informations- och kommunikationsteknologin har

¹ Hirst & Thompson 1998

² Obstfeld 1998

varit avgörande för att möjliggöra denna framväxt av internationella värdepappersmarknader. Information om företagen finns nu tillgänglig långt utanför hemmamarknaden.

Historiskt kan man konstatera att utländska investeringar i många länder varit formellt hindrade av regleringar som förhindrat kapitalets fria rörlighet. Detta gjorde i sin tur att investerarna krävde ett riskpremium för att investera. Numera är de flesta av regleringarna borttagna vilket gör att kapital kan förflytta sig relativt fritt över gränserna. Detta har gjort att de internationella marknaderna har ökat kraftigt de senaste åren och lett fram till en integration av kapitalmarknaderna över hela världen.

Behovet av en utökad marknad har också att göra med privatpersoners inställning till kapitalmarknaderna. Det institutionella sparandet i pensionsfonder och andra institut har skapat en enorm pott av pengar som är professionellt förvaltade. Detta investerbara kapital söker hela tiden den bästa avkastningen och är inte ovillig att söka vinstgivande möjligheter utanför det egna landet.³

1.2 Problematisering

Ett flertal undersökningar har tidigare gjorts om motiv, för- och nackdelar med utlandsnoteringar samt kurseffekter efter en utlandsnotering. Vi har dock funnit att ett flertal andra faktorer också kan vara av intresse att studera förutom själva kurseffekten.

Ett av motiven för en notering på en utländsk börs är att man vill uppnå diversifieringseffekter för dess ägare. Aktien blir mer genomlyst vilket genererar bättre tillgång på kapital, minskad kapitalkostnad samt spridande av ägarstrukturen. Detta gör att aktien blir mer attraktiv för ägarna att inneha då osäkerheten är liten och avyttringsmöjligheterna torde vara stora.

För att se på hur detta motiv verkligen påverkar aktien har vi valt att undersöka volatiliteten. Är det så att fler analyser och en bättre genomlysning av aktien kommer leda till en stabilare aktiekurs? Eller är det kanske tvärtom, att volatiliteten kommer att öka på grund av att informationsflödena inte längre är lika stabila/likriktade som tidigare då man kanske bara använt sig av ett språk samt en redovisningsstandard? Det kan också vara så att nya internationella ägare tenderar till att vara mer spekulativa och kortsiktiga i sina innehav i aktien och att informationen om bolaget prissätts på ett annorlunda sätt vilket också kan öka volatiliteten.

³ Dicken 1998 s. 400

En ökad risk är något som ägare och investerare inte uppskattar och som kan leda till att det blir svårare att attrahera stabila ägare till bolaget. Därför är det väsentligt för företagsledning att vara medvetna om effekterna av en utlandsnotering på volatiliteten.

En annan fråga av intresse för företagen vid beslut om utlandsnotering är huruvida aktiens korrelation gentemot hemmabörsens generalindex och branschindex förändras vid en utlandsnotering? Kommer aktiekursens korrelation att minska med hemmamarknadens rörelser? Kanske är det så att makrofaktorer i det nya landet där man valt att notera sin aktie, i större utsträckning påverkar rörelserna och att således beroendet av hemmamarknaden minskar? En ökad spridning av ägandet över nationsgränserna borde betyda att ägarna inte i lika stor utsträckning påverkas av fluktuationer i företagets moderland. Detta borde i sin tur leda till mindre korrelation med hemmabörsen.

1.3 Syfte

Att utreda om nordiska aktiers volatilitet förändrats i samband med att de noterat sig på London Stock Exchange, New York Stock Exchange eller NASDAQ Stock Market. Vidare är syftet att se om aktiens korrelation med hemmamarknadens totalindex samt deras respektive branschindex har förändrats efter noteringen utomlands.

1.4 Avgränsningar

Vi har valt att avgränsa oss till att undersöka utlandsnoteringar av nordiska bolag hos tre av världens ledande börser – New York Stock Exchange, NASDAQ Stock Market och London Stock Exchange. Vi har sålunda uteslutit andra stora börser som exempelvis Frankfurt-, Paris- och Tokyobörsen.

I vår studie har vi även avgränsat oss från att endast mäta förändringar i aktiernas korrelation med total- och branschindex samt förändringar i aktiens volatilitet vid utlandsnoteringen. Kurseffekter i samband med utlandsnoteringar kommer alltså inte att behandlas i denna uppsats.

1.5 Förkortningar och definitioner

Branschindex – Respektive akties branschindex.

Korrelation – Samvariationen med aktien och totalindex samt aktien och dess branschindex.

LSE – Används som förkortning för London Stock Exchange.

NASDAQ – National Association of Securities Dealers Automated Quotations.

NYSE – New York Stock Exchange.

SSE – Stockholm Stock Exchange.

Totalindex – Totalindexet på respektive akties hemmamarknad.

Utlandsnotering - Benämningen utlandsnotering innebär i denna uppsats att en aktie efter att ha varit noterat i hemlandet listar sig utomlands. Med andra ord en sekundär notering.

Volatilitet – Svängningarna i aktien, totalindexet och branschindexet under den studerade tidsperioden.

1.6 Disposition

Kapitel 2 är ett metodavsnitt där vi presenterar hur vi har gått till väga i vårt arbete med att uppnå vårt syfte med uppsatsen.

I kapitel 3 tar vi upp relevant information i samband med vår studie. Här har vi valt att beskriva de marknadsplatser där aktierna är noterade samt företagen i vårt urval. Vidare ger vi en historisk beskrivning av korrelationen mellan marknader.

Kapitel 4 beskriver de grundläggande teorierna om integration, segmentering och motiv till utlandsnotering. Kapitlet avslutas med en kort redogörelse över den statistiska teorin som vi använder oss av.

Kapitel 5 är uppsatsens kärna där analysen av vårt material görs. Här går vi igenom vad som kan utläsas ur de statistiska testerna och hur de kan tolkas med stöd av beskrivna teorier i kapitel fyra.

Kapitel 6 redogör för slutsatserna som kan dras med hjälp av den teoretiska referensramen, de statistiska undersökningarna och analysen av dessa.

2 Metod

I metodavsnittet behandlas bland annat vårt metodval, bakgrunden till val av ämne, vårt urval och hur datan samlats in. Därefter redogör vi för vårt praktiska tillvägagångssätt för att utföra undersökningen. Slutligen diskuterar vi uppsatsen validitet och reliabilitet samt källkritik.

Metoden kan beskrivas som ett redskap, ett sätt att lösa problemet och komma fram till ny kunskap. Allt som bidrar till att uppnå dessa mål är en metod. Val av metod är av avgörande betydelse för studiens relevans och tillförlitlighet. Rätt val ökar sannolikheten att resultaten blir så rättvisande som möjligt då det påverkar tillvägagångssättet i informationsinsamlingsprocessen. Det är även viktigt för läsaren att ha detta i åtanke för att kunna göra en objektiv bedömning av bakgrund och dragna slutsatser.⁴ Av primär betydelse är att välja en metod som lämpar sig för valt problemområde.

2.1 Val av metod

För att kunna uppnå vårt syfte med uppsatsen har vi valt att använda oss en händelsestudie, en så kallad "event study". Med hänsyn till vårt syfte förefaller det självklart att använda sig av kvantitativa metoder, för att utifrån resultat från dessa, kunna göra analyser och dra slutsatser. Ett av särdragen för den kvantitativa metoden är att den präglas av användandet av statistiska metoder.⁵ I uppsatsen utförs ett antal olika statistiska test för att få svaret på huruvida en utlandsnotering har någon effekt på aktiens volatilitet samt korrelation med index. Styrkan med att använda sig av en kvantitativ metod ligger framförallt i att information tas fram och behandlas på ett sätt som möjliggör en förklaring och förenkling av verkligheten.⁶

Vid en vetenskaplig studie finns det två tillvägagångssätt när man angriper ett problem. Antingen kan man välja att göra en induktiv eller en deduktiv studie. En induktiv studie utgår från observationer som sedan genom bearbetning formuleras till teorier och modeller.⁷ Vårt val i denna uppsats är att göra en deduktiv studie som, i motsats till ovanstående, undersöker hur de faktiska förhållandena stämmer överens med teorin.⁸

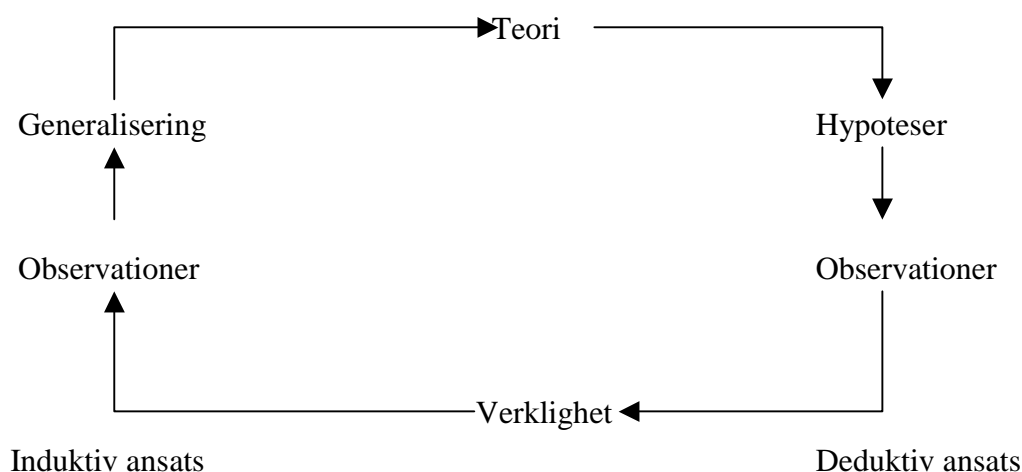
⁴ Halvorsen 1992

⁵ Patel och Davidsson 1996

⁶ Ibid

⁷ Eriksson och Wiedersheim 1997 s. 202

⁸ Alvesson och Sköldberg 1994 s. 41f



Figur.2.1 Induktiv och deduktiv ansats

Modellen ovan demonstrerar hur den induktiva ansatsen utgår från observationer och generaliseringar, vidare genom teorin för att slutligen ge en förklaring till verkligheten. Den deduktiva ansatsen tar istället sin utgång i hur verkligheten ser ut för att därigenom jämföra denna med teorin.

2.2 Bakgrund till val av ämne

Vår utgångspunkt vid inledningen av arbetet var att vi ville skriva om eventuella kurseffekter vid utlandsnotering av svenska företag. Efter att ha hittat andra studier som studerade den typ av effekter bestämde vi oss för att vi skulle ha en annan vinkling. Vi valde istället att studera hur korrelation och volatilitet förändrats efter en utlandsnotering av nordiska företag på tre av världens största börser. Anledningarna till att vi valde att studera såväl norska, finska och svenska företag var dels att en studie av enbart svenska företag skulle bli för begränsad med våra urvalskriterier samt att en studie inriktad på tre länder eventuellt kan ge oss svar på eventuella skillnader länderna emellan.

2.3 Urval av företag i studien

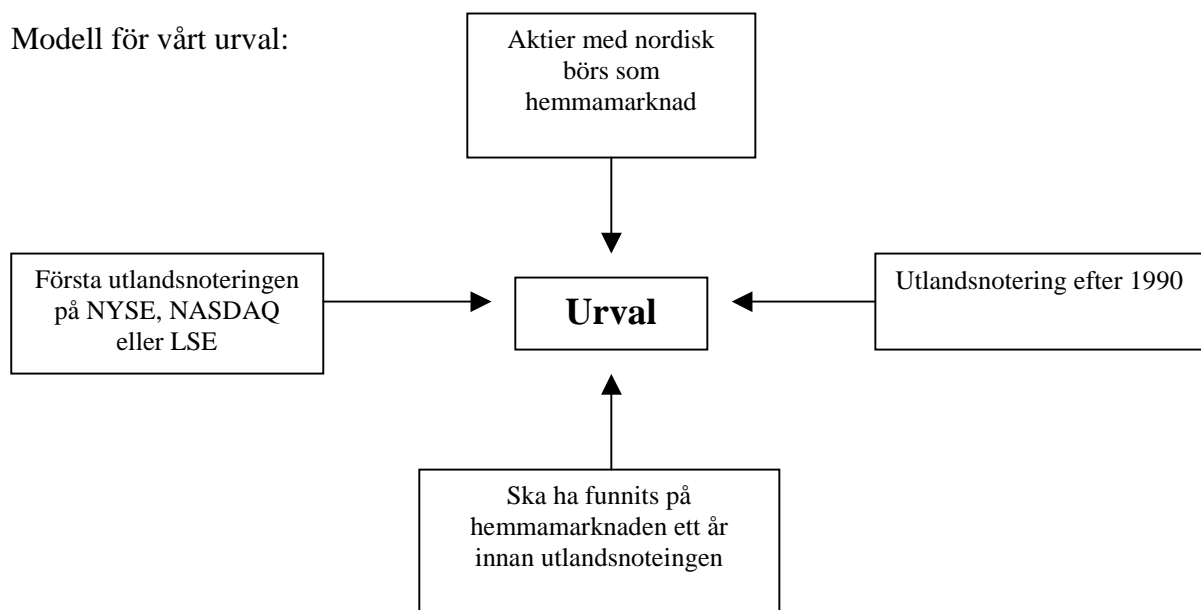
Första steget i undersökningen var att välja ut de företag som var noterade både på de nordiska börserna samt hade en sekundär notering på en utländsk börs. Kraven för att komma med i urvalet gällde bland annat när och var utlandsnotering skett. Även isländska och danska bolag var med i det första urvalet, men föll bort då de inte kunde uppfylla våra uppsatta krav.

Aktierna ska först ha varit noterade på en nordisk börs för att sedan ha utlandsnoterats på någon av börserna New York Stock Exchange, NASDAQ Stock Market eller London Stock Exchange. Noteringen på hemmabörsen ska även ha skett minst ett år innan en utlandsnotering av aktien sker. Motivet till att enbart studera noteringar på de tre ovanstående börserna är flera. De är de största handelsplatserna, de mest likvida samt de mest prestigefyllda att vara noterade på. Det finns ett flertal företag, som vi betraktar som nordiska, noterade på dessa börser som trots detta föll bort i urvalet, detta på grund av att vi valt att gå efter NYSE:s, NASDAQ:s och LSE:s definitioner av vilka bolag som är att betrakta som nordiska.

Bolagen vi har valt att studera skall ha utlandsnoterat sig efter 1990. Motivet till detta är att de nordiska marknaderna avreglerades kraftigt, vad gäller legala restriktioner för kapitalets rörelse mellan länder, under 1980-talet samtidigt som många av företagen internationaliserades. Restriktionerna inkluderade hinder för företags investeringar utomlands och portföljinvesteringar.⁹ Då vi vill studera hur effekterna av en utlandsnotering blivit i den ”verklighet” som vi lever i idag och inte innan avregleringarna, blev det naturligt att ha denna tidsperiod som en avgränsning.

Många bolag har noterat sig efter 1990 men har fallit bort, dels på grund av att noteringen utomlands skedde samtidigt som noteringen på hemmamarknaden och dels för att några bolag endast var noterade på en utländsk börs. Efter att ha genomfört vårt urval återstod nio företag, två företag som är noterade på LSE, två på NASDAQ och fem på NYSE.

Modell för vårt urval:



Figur 2.2 Urval

⁹ Liljeblom et al 1997 s. 470

Efter att ha genomfört urvalet återstod följande aktier att studera:

Företag	Land	Bransch	Utlandsnotering	Noteringsdatum
Atlas Copco	Svenskt	Maskin och fordon	LSE	1990-12-10
Autoliv	Svenskt	Verkstad	NYSE	1997-04-28
Skandia	Svenskt	Bank och försäkring	LSE	1998-10-19
Kinnevik	Svenskt	Media underhållning	NASDAQ	2000-03-15
Sonera Telecom	Finskt	Telecom	NASDAQ	1999-10-13
Stora Enso	Finskt	Skogsbolag	NYSE	2000-09-01
UPM-Kymmene	Finskt	Skogsbolag	NYSE	1999-06-29
Petroleum Geo Services	Norskt	Energibolag	NYSE	1997-04-16
Smedvig	Norskt	Energibolag	NYSE	1996-11-08

Tabell 2.1 Urval av företag

2.4 Praktiskt tillvägagångssätt

Nedanstående test kommer att genomföras för vårt urval av företag. För samtliga test rörande volatiliteten gäller att vi studerar två olika tidsperioder, dels studerar vi kurserna ett år före samt ett år efter utlandsnotering, dels studerar vi en kortare period, en månad före och en månad efter noteringen. Motivet till detta är att se om det råder någon skillnad mellan ett kortare tidsperspektiv och ett lite längre. Tänkbart är att volatiliteten i aktien tillfälligt ökar efter en utlandsnotering, för att sedan åter stabilisera sig. Genom att studera två olika tidsperspektiv kan vi få fram ifall denna sorts effekter existerar.

Samtliga data över aktiekurser och index har hämtats från databasen Ecowin. Datan har sedan sammanställts och bearbetats i Microsoft Excel. Såväl aktiekurser och indexnoteringar grundar sig på dagsdata.

Test 1 – Aktiekursens korrelation gentemot totalindex

Här studeras aktiekursens korrelation gentemot hemmamarknadens totalindex före och efter en utlandsnotering. Frågan vi försöker få svar på är ifall en utlandsnotering kommer att förändra aktiens beroende och påverkan från hemmabörsen, vilket i så fall borde innebära en förändrad korrelation med totalindex.

Test 2 – Aktiekursens korrelation gentemot branschindex

Det finns flera anledningar till att vi även vill studera hur korrelationen förändras gentemot branschindex och inte bara mot totalindex. Ett företags korrelation gentemot totalindex kan påverkas av att volatiliteten på kurserna inom branschen, man är verksam i, generellt förändras på ett annat sätt än totalindex i stort. En studie av korrelationen gentemot branschindex stärker oss då i vår analys av resultaten från vår undersökning.

Test 3 – F-test av aktiekursens och totalindexets varians

F-test är ett sätt att studera huruvida variansen skiljer sig mellan två olika urval. Detta test påvisar om en signifikant skillnad av aktiernas varianser kan skådas efter utlandsnotering gentemot perioden före noteringen. Är det så att en notering utomlands leder till att nya investerare kommer att prissätta aktien annorlunda och eventuellt är mer kortsiktiga? Kommer volatiliteten i aktien därmed att öka? För detta och de andra F-testen gäller att vi studerar ifall det finns signifikanta skillnader mellan perioderna på en 5 % nivån. Det innebär att om testen genererar ett p-värde mindre än 0,05 så är periodernas förändringar signifikant skilda från varandra.

Test 4 – F-test av kvoten totalindex/aktiekurs

För att studera huruvida en eventuell förändring i variansen hos en aktiekurs kan bero på en generell volatilitetsförändring på marknaden studerar vi även kvoten mellan totalindex på hemmamarknaden och aktiekursen. Med detta test fås en relativ förändring mellan aktiekursen och indexet. Totalindexets avkastning divideras med aktiens avkastning och istället för ett dagsvärde från totalindexet och ett dagsvärde från aktiekursen får vi ett dagsvärde på kvoten mellan de två variablerna. Kvoterna ett år före noteringen förs in i F-testets ena matris och kvoterna ett år efter noteringen förs in i den andra matrisen. Härigenom kan vi utläsa om aktiekursens volatilitet ökat eller minskat relativt till totalindexets varians.

Test 5 – F-test av kvoten branschindex/aktiekurs

På samma sätt som med kvoten från totalindex/aktiekurs kommer även ett F-test med kvoten från branschindex/aktiekurs att genomföras för att utröna om resultaten skiljer sig åt.

2.5 Val av index

I samband med våra undersökningar är det viktigt att välja ut index för respektive akties hemmamarknad. De index vi har valt är ett totalindex och ett branschindex. Båda indexen är index på respektive akties hemmabörs. På den svenska marknaden utsåg Affärsvärldens generalindex, vilket är ett övergripande och pålitligt index, och på den norska och finska marknaden utsåg vi två totalindex från Enskilda banken. Andra index fanns att välja mellan men rensades bort då dagsdata inte sträckte sig tillräckligt långt tillbaka i tiden.

Branschindexet ansåg vi vara viktigt att ha med för att underbygga resultatet och få ytterligare en infallsvinkel i analysen av våra beräkningar. För att välja ett korrekt branschindex valde vi att för de svenska företagen gå efter Affärsvärldens uppdelning av företagen i olika branscher. För de norska och finska bolagen utgick vi från respektive hemmabörs definition av vilken bransch de aktuella bolagen verkade inom.

2.6 Datainsamling

Förekomsten av primärdata är i det närmaste obefintlig eller mycket liten i kvantitativa undersökningar och även i vår uppsats. På grund av uppsatsens natur har vi istället använt oss av en betydande mängd sekundärdata. För att initialt skapa oss en överblick över ämnet och tidigare forskning sökte vi i en mängd olika databaser samt studerade artiklar och akademisk litteratur. Från journaler och vetenskapliga tidningar har vi bland annat fått tillgång till forskningsartiklar beträffande fördelar och nackdelar med utlandsnoteringar samt korrelation mellan marknader. Via artiklar och böcker skrivna av erkända professorer inom finansiell teori har teoretiskt material insamlats vilket har skapat en referensram.

Internet har utgjort ett viktigt hjälpmedel för att få tillgång till aktuella forskningsrapporter, finansiella tidskrifter samt information om de olika börserna och företagen. Ofta blir publicerade rapporter även utlagda på Internet, vilket för oss har betytt att vi har kunnat få tillgång till internationella så väl som svenska rapporter som inte finns i pappersform vid Lunds Universitet.

Rådata gällande kurser för de studerade aktierna samt index har hämtats från databasen EcoWin.

2.7 Undersökningens reliabilitet och validitet

För att uppnå en hög reliabilitet har vi varit väldigt noga med hanterandet av data genom att dubbelkolla insamlad data för att minska risken för fel.

De mätinstrument och statistiska metoder som används är vanligt förekommande i liknande undersökningar och får anses vara allmänt accepterade. Detta gör att vi känner oss övertygade om att de har förmåga att mäta just det som vi avsett att mäta och att god validitet därmed uppnås i undersökningen.

Ett problem med vår undersökning kan vara att dra generella slutsatser för skillnader mellan olika börser eller olika länder, då vårt urval är relativt begränsat. Av denna anledning har vi i analysen valt att se både på de enskilda företaget så väl som på det generella resultatet.

2.8 Källkritik

Då data för aktiekurserna och generalindex har hämtats från EcoWin ser vi ingen anledning att ifrågasätta trovärdigheten i dessa. EcoWin är en etablerad databas med ett gott rykte. Men eftersom stora mängder data hanteras i uppsatsen finns det viss risk för att fel kan uppstå genom den ”mänskliga faktorn”. Vi har därför valt att kontrollera uppgifterna noggrant ett flertal gånger, för att eliminera denna typ av fel. Genom denna extra kontroll ser vi det som en omöjlighet att kurserna, som vi har baserat våra beräkningar på, skulle vara felaktiga.

Våra sekundära källor i form av litteraturstudier är svårare att kontrollera. Genom att endast använda oss av artiklar från ansedda¹⁰ tidskrifter och av erkända¹¹ forskare kan vi vara säkra på att dessa källor har blivit kritiskt granskade. Detta gör att vi ser informationen från dessa källor som tillförlitlig.

Information som hämtats från interaktiva källor som hemsidor är svåra att kritiskt granska. I denna oerhörda mängd av hemsidor och databaser har vi i huvudsak använt oss av officiella hemsidor såsom företagens, börsernas och börsernas branschorganisationers hemsidor. Informationen som vi har kunnat inhämta från dessa har vi granskat skeptiskt. Framst har vår reservation legat i att företagen och börsernas mål är att uppvisa en så positiv sida som möjligt, för att attrahera investerare såväl som företag, varför informationen kan vara friserad.

¹⁰ Använda som studiematerial vid Lunds Universitet.

¹¹ Forskare vid kända Universitet i världen.

3 Praktisk referensram

I detta kapitel redogör vi för de olika studerade marknadsplatserna och ger en kortare presentation av företagen i vårt urval. Avslutningsvis beskriver vi kort den historiska utvecklingen av korrelationen mellan marknader.

För att få en överblick av de berörda börserna i vår undersökning presenteras nedan varje marknadsplats för sig.

3.1 New York Stock Exchange

The New York Stock Exchange (NYSE), grundades 1792 och har länge varit världens största aktiemarknadsplats, både med avseende på antalet noterade aktier och total omsättning. Under de senaste åren har dock NYSE passerats av NASDAQ-börsen avseende båda dessa variabler trots en omsättning under 2001 på svindlande USD 10 489 miljarder. Om man istället beaktar börsernas marknadsvärde är NYSE världens i särklass största aktiemarknadsplats med ett värde vid utgången av 2001 på drygt USD 11 000 miljarder.¹²

Under 2001 fanns över 2900 företag från hela världen noterade på NYSE. De senaste åren har aktiviteten bland icke-amerikanska investerare ökat och även intresset för handeln med icke-amerikanska aktier har rönt ett större intresse. Antalet internationella företag ökar också ständigt och i maj 2001 var 437 icke-amerikanska företag noterade.¹³ På NYSE finns idag tretton nordiska bolag noterade varav fem passade in i vårt urval.

Handeln på börsen bedrivs genom att börsmedlemmarna, som uppträder som representanter för institutioner och privata investerare, lägger köp- och säljorder. Dessa order möts direkt på handlargolet och priserna bestäms där utbud och efterfrågan möts. Antalet börsmedlemmar uppgår sedan år 1953 till 1366.¹⁴

För att få lov att bli noterad på NYSE krävs att företaget uppfyller höga krav vad det gäller kriterier som storlek, vinst och ägarstruktur. Några exempel på krav för att bli noterad på NYSE är:¹⁵

¹² www.nyse.com, An international marketplace, 2002-05-08

¹³ Ibid

¹⁴ Niemeyer 2000

¹⁵ www.nyse.com/international/international.html, 2002-05-06

Publika aktier	2,5 miljoner
Marknadsvärde	100 miljoner \$
Ackumulerad vinst för de tre senaste åren	100 miljoner \$

Tabell 3.1 Krav för att bli noterad på NYSE

3.2 The NASDAQ Stock Market

NASDAQ är en förkortning för National Association of Securities Dealers Automated Quotations och är den amerikanska marknaden för OTC-handel. Handeln på börsen är helt elektronisk och sker genom sofistikerade data- och telekommunikationsnätverk. Mer än 1,3 miljoner användare i 83 länder har tillgång till dessa nätverk för handel.¹⁶

Idag är NASDAQ världens snabbast växande aktiebörs och är hemvist för över hälften av de amerikanska bolag som är noterade i USA. Handeln på NASDAQ startade 1971, vilket betyder att börsen på trettio år har lyckats växa till världens största börs såväl med avseende på total omsättning som med antalet företag noterade. NASDAQ är också nummer två i världen sett till marknadsvärdet, som vid utgången av 2001 uppgick till knappt USD 2 900 miljarder.¹⁷

Mellan åren 1997 och 2000 blev 1 649 företag publika genom en notering på NASDAQ, där antalet noterade bolag idag uppgår till drygt 4000.¹⁸ Antalet icke-amerikanska företag uppgick i maj 2001 till 469, av dessa var 13 stycken bolag svenska, två norska, två danska samt tre finska.¹⁹ Två av dessa kom med i vårt urval. Det stora bortfallet beror till stor del på att många av aktierna noterats samtidigt på NASDAQ och sin nordiska hemmabörs.

Några av anledningarna till att fler nordiska bolag har valt att notera sig på NASDAQ istället för NYSE är att det är lägre krav för att få bli noterade och att det är mindre kostsamt.

¹⁶ www.NASDAQ.com/about/about_NASDAQ.com, 2002-05-06

¹⁷ www.NASDAQ.com/about/about_NASDAQ_long.stm, 2002-05-06

¹⁸ Ibid

¹⁹ Ibid

3.3 The London Stock Exchange

London Stock Exchange (LSE) är en av de största internationella marknadsplatserna i världen med företag från länder över nästan hela världen representerade.²⁰ LSE är Europas största börs med en total omsättning under 2001 på cirka USD 4500 miljarder och ett marknadsvärde på cirka USD 2150 miljarder vid årets utgång. Sett till marknadsvärde är det bara NYSE, NASDAQ och Tokyo som är större.²¹ De tre mest omsatta aktierna på Londonbörsen under 2002 har varit i tur och ordning Vodafone, BP och Glaxo Smith Kline.²²

På LSE fanns i maj 2001, 2364 bolag noterade varav 482 icke-brittiska, härstammande från 63 olika länder. Antalet nordiska bolag noterade på LSE uppgår idag till 16 stycken varav två kom med i vårt urval.²³ Den största anledningen till bortfall av företag i urvalet var att många av de nordiska företagen på LSE noterades före 1990.

Det kan också vara intressant att nämna att LSE under 2002 har inlett en marknadsföringskampanj riktad mot svenska bolag och framförallt svenska bioteknikbolag. Under april genomförde man en kampanj i Uppsala för att förmå svenska företag att notera sig på LSE, i skrivande stund är det inte klart hur man har lyckats.

Börs	Antal bolag	Antal nordiska bolag	Procent av världsmarknadsvärde
NYSE	2900-3000	13	39,99
NASDAQ	4050-4100	20	9,84
London	2364	16	9,24

Källa: Niemeyer 2000, www.nyse.com, www.nasdaq.com, www.lse.com

Tabell 3.2 Storlek på studerade aktiebörser

Tabellen visar en överblick på börsernas storlek i antal bolag noterade och den nordiska andelen av dessa. Dessutom visas hur stora börserna är sett till procent av världsmarknadsvärdet och till världsomsättningen.

²⁰ www.londonstockexchange.com, London: the first choice for international companies, 2002-05-04

²¹ www.stockholmsborsen.se/statistik, Ledande internationella aktiebörser, 2002-05-05

²² www.fese.org, 2002-05-07

²³ www.londonstockexchange.com, 2002-05-06

3.4 Stockholm Stock Exchange

Stockholmsbörsen (SSE) bildades 1863, bolagiserades 1993 och är idag ett helägt dotterbolag till OM-gruppen AB. SSE är en elektroniskt orderdriven kontinuerlig auktionsmarknad där handel sker på olika listor såsom A-, O- samt OTC-listan. Sedan 1990 handlas alla aktier på SSE genom det datorbaserade handelssystemet SAX. SSE är Nordens största aktiehandelsplats och en av de tio största i Europa.²⁴ Den totala omsättningen uppgick under 2001 till USD 386,7 miljarder och hade ett marknadsvärde på USD 236,5 miljarder.²⁵

Antalet bolag noterade på SSE uppgick vid slutet av 2001 till 305 stycken varav 20 var utländska bolag. Vidare utgör SSE:s marknadsvärde cirka 1 % av världsmarknadsportföljen och ungefärlig samma procentuella storlek om man ser till världsomsättningen.²⁶ Den dominerande branschen på Stockholmsbörsen är idag telekombranschen inom vilken de två mest omsatta aktierna på börsen finns, Ericsson och Nokia. Tillsammans stod de under april 2002 för drygt 43 % av omsättningen.²⁷

3.5 Oslo Börsen

1819 inledde föregångaren till Oslo Börsen, Christiania Börs, sin handel. Sin första stora expansion gjorde börsen i samband med oljefebern som drabbade Norge 1969. Under mitten och slutet av 70-talet bedarrade åter aktiviteten vilket hade sitt samband med världsmarknadsläget, men fick återigen ett uppsving under 1980-talet. Det hade bland annat samband med avregleringar vilket gjorde att intresset för norska värdepapper ökade bland internationella investerare.²⁸

Vid utgången av år 2000 var 191 bolag noterade på Oslobörsen varav 24 var utländska företag, vilket är den största andelen utländska bolag bland de nordiska börserna. Sett till omsättning var Oslobörsen 1999 den minsta (bortsett från Island) bland de nordiska börserna med en omsättning på USD 56,7 miljarder.²⁹

²⁴ Niemeyer, 2000

²⁵ www.stockholmsborsen.se/statistik, Ledande internationella aktiebörser, 2002-05-05

²⁶ Niemeyer, 2000

²⁷ www.fese.org, 2002-05-07

²⁸ www.oslostockexchange.com, 2002-05-06

²⁹ www.fibv.com, 2002-05-06

De tre största bolagen på den norska börsen är i tur och ordning Norsk Hydro, Statoil och Tandberg som tillsammans står för över 40% av omsättningen. Den helt dominerande branschen är energibranschen med Norges många olje- och kraftbolag.³⁰

3.6 Helsingfors Börsen

Fram till 1996 var endast 71 bolag noterade på börsen men under 1997 expanderade antalet bolag kraftigt och vid utgången av året var 126 bolag noterade. Expansionen har sedan dess fortsatt och vid utgången av 2000 var 158 bolag noterade varav endast fyra var utländska företag.³¹

Under 1999 omsattes totalt USD 109,9 miljarder vilket var drygt en tredjedel av omsättningen på Stockholmsbörsen men mer än vad som omsattes på de andra nordiska börserna. Ökningen av omsättningen har skett successivt från 1991 då omsättningen endast var USD 1,5 miljarder.³² Den helt dominerande aktien i Helsingfors är Nokia som i april 2002 stod för mer än 75 % av omsättningen. I ett europeiskt perspektiv finns det inget annat bolag som dominerar en nationell börs så kraftigt som Nokia. De bolag som kommer närmast efter i del av omsättning är UPM-Kymmene, Stora Enso och Sonera Telecom vilka alla är med i vårt urval av företag. Tillsammans stod de för 12,5 % av omsättningen.³³

3.7 Presentation av studerade företag

3.7.1 Atlas Copco

Atlas Copco är en global verkstadsgrupp med huvudkontor i Stockholm. Företaget grundades 1873 för att tillverka och sälja järnvägsutrustning. Företaget var då det största tillverkande företaget i Sverige. Idag har gruppen mer än 26 000 anställda och tillverkar produkter i 14 länder på fyra olika kontinenter. Omsättningen uppgick under 2001 till 50,9 miljarder SEK och företagets aktie finns noterad på Stockholms- och Londonbörsen.

Företaget bedriver idag verksamhet inom fyra affärsområden, kompressorsteknik, anläggnings- och gruvteknik, industriteknik och rental-service.³⁴

³⁰ www.fese.org, 2002-05-07

³¹ www.fibv.com, 2002-05-06

³² Ibid

³³ www.fese.org, 2002-05-07

³⁴ www.atlascopco.se, 2002-05-09

3.7.2 Autoliv

Autoliv är ett världsledande företag inom bilsäkerhet med produkter som säkerhetsbälten och airbags. Autoliv Inc startade 1997 efter en sammanslagning mellan Europas ledande bilsäkerhetsbolag, Autoliv AB från Sverige, och Morton ASP från USA, den ledande airbag-producenten i Nordamerika och Asien. Försäljning uppgick under år 2000 till USD 4,1 miljarder, av vilken Europa stod för 53 %, Nordamerika för 33 % samt Japan för 9 %.³⁵

Autoliv AB introducerades på Stockholmsbörsen 1994 efter det att Electrolux sålt ut sina aktier via en publik nyemission. Bolaget uppskattar idag att en tredjedel av deras aktier ägs av amerikanska investerare, hälften av svenska och större delen av resterande aktier av brittiska investerare.³⁶

3.7.3 Kinnevik

Historien om Kinnevik tog sin början 1936 då tre vänner bildar ett bolag för investeringar i och förvaltning av aktier, Aktiebolaget Kinnevik. Bolaget introduceras på Stockholmsbörsen 1954 under namnet Investment AB Kinnevik. 1992 blev Korsnäs ett helägt bolag i Kinnevikkoncernen och bolagets överskott har använts för att investera inom verksamhetsområdena TV & Medier samt telekommunikation. Under år 2000 noteras aktien på NASDAQ. Idag är Kinnevik ett förvaltningsbolag som jobbar med att utveckla rörelsedrivande företag. Inom Kinnevikkoncernen finns idag helägda bolag, delägda bolag och intressebolag som Korsnäs, Tele 2, Metro samt MTG, Modern Times Group. Koncernens omsättning uppgick under 2001 till drygt 6,1 miljarder kronor.³⁷

³⁵ www.autoliv.com, 2002-05-09

³⁶ Ibid

³⁷ www.kinnevik.se, 2002-05-09

3.7.4 Skandia

Skandia grundades 1855 i Stockholm som ett liv- och brandförsäkringsföretag. Idag är Skandia ett globalt sparandeföretag med bland annat fondsparande, pensionssparande samt en egen bankrörelse, Skandiabanken.³⁸ År 2000 rankades Skandia som nummer ett i världen sett till försäljning av fondförsäkringar. Företaget har 7200 anställda och en kraftig internationell expansion har skett det senaste decenniet, särskilt i Storbritannien och USA. Sammantaget verkar Skandia i 25 länder världen över och år 2001 uppgick försäljningen till 138 miljarder SEK.³⁹

3.7.5 Sonera Telecom

Sonera Telecom kan sägas vara Finlands motsvarighet till svenska Telia. Sonera skapades 1998 genom ett beslut i det finländska parlamentet om privatisering av statligt ägda Telecom Finland genom en notering på Helsingforsbörsen och senare NASDAQ. Sonera är idag Finlands ledande tele- och mobiltelefonoperatör med cirka 10 000 personer anställda. Bolaget har 2,4 miljoner mobiltelefonanvändare anslutna och en marknadsandel på cirka 60 % i Finland. Under 2001 uppgick omsättningen till 2,2 miljarder Euro.⁴⁰

3.7.6 Stora Enso

Stora Enso är ett skogsföretag med produkter som tidningspapper, finpapper, förpackningspapper och trävaror. Bolaget hade under 2001 ca 43 000 anställda fördelade på mer än 40 länder och omsatte 13,5 miljarder Euro. Bolagets aktie är noterad på Helsingfors- och Stockholmsbörsen samt NYSE. Bolaget bildades i slutet av 1998 efter en sammanslagning mellan svenska STORA och finska Enso.⁴¹

3.7.7 UPM-Kymmene

UPM-Kymmene är en av världens ledande skogsföretagsgrupper. Företaget har produktion i 17 länder och har över 36 000 personer anställda. Omsättningen uppgick under 2001 till nästan 10 miljarder Euro och vinsten till 1,3 miljarder Euro. Företag är noterat på

³⁸ www.skandia.com, 2002-05-09

³⁹ Skandias årsredovisning 2001

⁴⁰ www.sonera.com, 2002-05-09

⁴¹ www.storaenso.com, 2002-05-09

Helsingforsbörsen och NYSE. Den utformning av företaget som existerar idag skapades 1996 genom en sammanslagning av Corporation and Repola Ltd och United Paper Mills Ltd.⁴²

3.7.8 Petroleum Geo Services

Petroleum Geo Services (PGS) är ett högteknologiskt företag som grundades i januari 1991 och noterades på Oslobörsen under 1992. Företagets sysslar i huvudsak med tjänster relaterade till olje- och gasindustrin. Försäljningen består av data och instrument som hjälper företag hitta nya fyndigheter samt utvecklandet av befintliga fyndigheter. Bolaget finns representerade över i stort sett hela världen med huvudkontor i Oslo samt Huston. Under 2000 omsatte PGS knappt en miljard dollar. Företaget är noterat på NYSE.⁴³

3.7.9 Smedvig

Smedvig är en ledande havsoljeborrningsentreprenör med högkvarter i Stavanger. Bolaget omsatte under 2000 ca 3,6 miljarder Norska kronor och hade ungefär 3000 anställda. Företaget har för närvarande ett antal olika borrhingsprojekt framförallt i Norges del av Nordsjön samt även i trakten av Filippinerna. Bolaget är noterat på Oslobörsen samt NYSE.⁴⁴

3.8 Korrelationer mellan marknader

Korrelation mellan marknader kan på ett tydligt sätt visa graden av integration. Studier visar att beroendet mellan marknader har ökat avsevärt de senaste 150 åren och den har aldrig varit så hög som den är idag. Korrelationen har varierat mycket genom tiden och den har tidigare varit som högst under perioder med ekonomisk och finansiell integration. Slutet av 1800- samt slutet av 1900-talet och även perioden runt den Stora Depressionen med börskraschen 1927 är bra exempel på tidsperioder då korrelationen mellan marknader har varit extra hög.⁴⁵

En jämförelse med marknadernas korrelation under sent 1800-tal och sent 1900-tal säger oss ändå att integrationen idag är avsevärt djupare på grund av bättre informationsflöden, lägre transaktionskostnader, bättre institutionella överenskommelser och mera kompletta internationella standarder. Anledningen till den höga samvariationen under tidsperioder med

⁴² www.upmkymmene.com, 2002-05-09

⁴³ www.pgs.com, 2002-05-09

⁴⁴ www.smedvig.com, 2002-05-09

⁴⁵ Goetmann et al 2001 s. 2ff

ekonomisk och finansiell integration beror mycket på kapitalets möjlighet till att fritt röra sig mellan länder. Perioder med hög grad av globalisering har både för och nackdelar ur ett investeringsperspektiv. Globaliseringen ökar valmöjligheten att investera på olika marknader men å andra sidan minskar diversifieringseffekterna. Möjligheten till diversifiering vilar då huvudsakligen på högriskmarknaderna, de så kallade Emerging Markets.⁴⁶

Sett ur ett historiskt perspektiv är diversifieringspotentialen idag liten jämfört med tidigare årtionden. Historiskt sett är det framförallt perioderna efter första och andra världskrigen som korrelationen har varit låg, då internationellt ägande och investeringar hindrats genom ländernas intensivare regleringar. Sammanfattningsvis kan sägas att korrelationen idag närmar sig en toppnotering med nivåer som nåddes under den Stora depressionen. Skillnaden ligger huvudsakligen i att det sena 1990-talet var en period av ekonomisk framgång på världsmarknaden.⁴⁷

⁴⁶ Goetmann et al 2001 s. 2ff

⁴⁷ Ibid

4. Teori

I detta kapitel redogörs för teorier som bidrar till ökad förståelse för ämnet som skall undersökas. Vidare är kapitlet en grundpelare och hjälp vid analysen av datan som har insamlats och behandlats. I kapitlet behandlas integration, avregleringar, segmentering, effektiva marknader samt motiv till och nackdelar med en utlandsnotering. Kapitlet avslutas med redogörelse för den statistiska teori vi använder oss av.

4.1 Inledning

Före världskriget och i krigets inledande skede införde många industriländer valutaregleringar i syfte att skydda sina nationella ekonomier från yttre ekonomiska störningar. Under 1950- och 1960-talet liberaliserades dessa tidigare regleringar. Främst var det varuhandels regleringar som ändrades i takt med dess tilltagande omfattning. Den finansiella liberaliseringen startade senare och i långsam takt, men tog fart på allvar under 1980-talet. Ett viktigt skäl till den finansiella liberaliseringen har varit att myndigheterna inte längre klarar att avskärma de nationella finansmarknaderna, vilket gjort regleringarna ineffektiva.⁴⁸

Drivkrafterna bakom den ökande kapitalrörligheten har varit näringslivets internationella orientering och därigenom ökade volymer av internationella finansiella tjänster. En rad nya instrument och tekniker har dessutom utvecklats som försvårar regleringar och som möjliggör att arbitragetillfällen utnyttjas. Informations och kommunikationsteknologin har dessutom reducerat transaktionskostnaderna vilket har möjliggjort ökande finansiella flöden.⁴⁹

Vinsterna av den ökade handeln med finansiella tjänster är att den tilltagande konkurrensen ger konsumenterna större produkturval och lägre priser. Tillgången till den större marknaden gör också att stordriftsfördelar kan utnyttjas samtidigt som riskspridningen kan bli effektivare genom att diversifiera portföljer mellan olika länder. Optimal kapitalallokering blir dessutom möjlig, vilket innebär att anskaffningen av riskkapital kan ske där det är billigast och investeringar där det ger högst avkastning.⁵⁰

Internationaliseringen av den finansiella marknaden har, som nämnts ovan, skett då efterfrågan på finansiella tjänster har blivit mer internationell. Företag är inte längre endast

⁴⁸ Sveriges Riksbank 1989 s. 60f

⁴⁹ Ibid

⁵⁰ Ibid

lokala varför nya tjänster har efterfrågats. Tre typer av efterfrågan har spelat en avgörande roll.⁵¹

- Den tilltagande tillväxten i internationell handel har ökat efterfrågan på kommersiella finansiella tjänster.
- Transnationella företags globala spridning har skapat efterfrågan på finansiella tjänster som inte är bundna till en hemmamarknad.
- Även det ökande institutionella sparandet i pensionsfonder och andra institut har skapat en betydligt större marknad än innan för pengar som är professionellt förvaltade. Kapitalet söker då hela tiden den bästa avkastningen, varför det inte är främmande att investera på utländska marknader om detta ses som mer lönsamt.

4.2 Integration

Finansiell integration påvisar hur väl sammanlänkade olika finansiella marknader är. Det innebär hur väl information utbyts, hur kostsamt transaktioner mellan marknaderna är samt till vilken grad samma prissättning gäller.⁵² Ett bra exempel på hur finansiell integration har drivits fram har varit i EG/EU. Där har målsättningen varit att undanröja hinder för konkurrens och på så sätt frambringa en effektivare resursallokering av kapital. I och med detta ska den större marknaden ge stordriftsfördelar samt ett mer varierat utbud av finansiella tjänster som därigenom ökar välfärden i området.⁵³

När fullständig integration har uppnåtts skall det inte längre finnas några direkta hinder för kapitalets rörlighet över nationsgränserna. Företagen skall ha fri etableringsrätt samt att lagstiftningen skall vara harmoniserad i de avseenden som påverkar företags konkurrensvillkor.⁵⁴ Traditionellt sett medför ökad finansiell integration en effektivare internationell resursallokering till priset av minskad nationell stabiliseringspolitik i de enskilda länderna.⁵⁵ Detta innebär att bankerna ska kunna inhämta riksvilligt kapital från de internationella marknaderna och allokera dem vidare till de investeringarna med bäst framtidsutsikter. Företagen ska i och med detta inte själva behöva gå ut på den internationella arenan och försök attrahera investerare.

Konceptet finansiell integration kan bli angripet på flera olika sätt. Geografisk integration innebär att de nationella marknaderna är väl integrerade med internationella

⁵¹ Dicken 1998 s. 400

⁵² Oxelheim 1996 s. 113

⁵³ Sveriges Riksbank 1989 s. 52f

⁵⁴ Ibid s. 53

⁵⁵ Oxelheim 1988 s. 25

institutioner/företag, med andra ord att gränsöverskridande samarbeten samt äganderelationer mellan banker och försäkringsbolag förekommer. Funktionell integration innebär istället att företagen utvidgar sina produktportföljer till att inkludera flera olika sorters tjänster. Ett exempel på detta är att banker erbjuder försäkringstjänster.⁵⁶

Integrationens påverkan på det enskilda företaget blir genom de olika angreppssätten av avgörande betydelse, både för mätning av storlek och även för hur företag kan agera på de olika marknaderna. Framförallt är investerarnas inställning till marknaden beroende av hur den är integrerad med andra marknader eller med den globala marknaden i sin helhet. Är marknaden väl integrerad finns det förmodligen få motiv för företaget att notera sig på utländska börser då samma riskkapital kan flyta in i företaget via den inhemska finansiella marknaden.

I huvudsak finns det tre olika sätt att definiera finansiell integration. Den kan antingen vara total, direkt eller indirekt. Total integration innebär att både direkt och indirekt integration är uppnådd och att den förväntade reala räntan är densamma på marknaderna i fråga. Direkt integration innebär kapitalmarknadsintegration där lagen om ett pris råder. Företagen ska kunna låna till samma riskjusterade ränta, samt kunna förvänta sig likvärdig avkastning på investeringarna på de olika marknaderna. Indirekt integration innebär istället att avkastningen på en marknad istället är indirekt länkad till avkastningen på investeringar på en annan marknad, vilket innebär att informationsutbyte fungerar samt leder till likvärdiga bedömningar av investeringarnas möjligheter till framtida avkastning.⁵⁷

Om den finansiella integrationen är total, skall detta innebära att de förväntade reala räntorna är lika. Detta betyder att teorierna internationell köpkraftsparitet och Fishers öppna relation håller.⁵⁸ Med det menas att de reala räntorna är lika på de olika marknaderna och att arbitragemöjligheter inte finns. Integrationen av två marknader är normalt sett definierad och mätt genom lagen om ett pris.⁵⁹ Detta betyder att man jämför riskjusterade priser på de olika marknaderna. Om total integration råder ska priset på de olika marknaderna vara detsamma. Avviker de justerade priserna finns det anledning att misstänka brister i integrationen. Storleken på avvikelserna kan dock inte ge någon indikation på hur långt ifrån varandra marknaderna är.

Total finansiell integration innebär för företagen i enskilda länder att deras kapitalkostnader och därmed avkastningskrav i större utsträckning än tidigare följer världsrenteläget. Vid en

⁵⁶ Ibid s. 114

⁵⁷ Oxelheim 1996 s. 113

⁵⁸ Ibid s. 119

⁵⁹ Kenen 1976 s. 8

ökad integration finns det inte behov för företagen att etablera sig i flera länder för att få tillgång till deras kapitalmarknader. Etableringsmotivet måste då vara något annat än finansiellt, då den riksjusterade nominella avkastningen inte kan öka genom att placera på annan marknad. Detta gäller även för investerare då placering åtföljs av ökad risk i portföljen vilket utjämnar avkastningsökningen.⁶⁰

Även om det finns många indikationer på att integrationerna mellan de finansiella marknaderna ökar finns det belegg för motsatsen. Skulle marknaderna vara integrerade har banker och andra finansiella institutioner möjlighet att inhämta riskkapital internationellt för att sedan förse den nationella efterfrågan. Då det fortfarande finns många belegg för denna resursbrist, måste slutsatsen bli att marknaderna fortfarande till stor del är segmenterade och således inte kan bistå den inhemska efterfrågan på ett effektivt sätt.⁶¹ För enskilda företag innebär detta att det finns incitament att internationalisera företagets kapitalstruktur och därigenom inhämta riskvilligt kapital från utländska investerare.

4.2.1 Nordisk integration

Den nordiska marknaden, som vi har valt att behandla i denna uppsats, består av ett antal väl integrerade marknader. Sedan 1950-talet har länderna haft en gemensam passunion. De har även liknande välfärdsgrad, samt kulturell och social bakgrund. För internationella investerare betyder detta att länderna är så likartade att det är svårt att separera dem. En makroekonomisk chock skulle i och med detta med stor sannolikhet drabba hela regionen likartat.⁶²

Även om länderna har varit öppna i frågan om handel så är det inte förrän de senaste decennierna som den finansiella integrationen verkligen har tagit fart i och med ländernas förändrade monetära utgångsläge.⁶³ Övergången från fast till flytande växelkurs är en av dessa förändringar. Integrationen mellan de olika länderna kan dock välja att ta en ny inriktning i framtiden. Sverige, Finland och Danmark som alla är med i EU kommer förmodligen bli ytterligare integrerade medan Norge med dess utanförskap riskeras att bli segmenterade.⁶⁴

Den nordiska marknaden är homogen i de aspekter som rör redovisningsstandards och årsbokslut. Alla fyra behandlade länder påvisar dessutom väldiga likheter i de ekonomiska

⁶⁰ Oxelheim 1988 s. 27

⁶¹ Modén och Oxelheim 1997 s. 229

⁶² Oxelheim 1996 s. 61

⁶³ Ibid s. 63

⁶⁴ Ibid s. 78

dimensionerna då de är små, öppna, politiska ekonomier som förespråkar liknande monetära regimer, samt även innehar kulturella och sociala likheter.⁶⁵

4.2.2 Avreglingar på de olika marknaderna

Den nationella industrin i de olika länderna är väldigt olika i sina utformningar. Sverige består till stor del av stora internationella företag, medan de andra nordiska länderna är mer representerade av små och medelstora företag. Resultatet av detta blir att företagen inte är lika internationella och därigenom har större problem att lyfta internationellt riskkapital.⁶⁶ Denna förmåga spelar stor roll för det enskilda företaget då icke internationellt välkända företagen måste vända sig till den inhemska kapitalmarknaden för att få tillgång till riskkapital. Detta kan innebära att kapitalkostnaden blir så hög att forskning och nya investeringar inte kan genomföras.

Nedan redovisas detta genom att visa på hur svårt företagen anser det vara att få tillgång till riskvilligt kapital för sina investeringar. Tabellen visar hur många procent av de tillfrågade företagen 1987, i de olika storleksklasserna, som anser att avsaknad på riskkapital är en barriär för att genomföra investeringar.

Storlek på företag	Danmark (%)	Finland (%)	Norge (%)	Sverige (%)
Litet	47.7	31.7 (65.4a)	48.7	66.7
Medium	18.2	32.5	36.2	14.0
Stort	16.1	32.8	12.2	5.6
Totalt	35.9	35.1	38.1	22.4

a: små och kunskapsintensiva företag.

Källa: Oxelheim 1996, s. 76

Tabell 4.1 Företagens uppfattning om svårigheten att få riskkapital

Ytterligare aspekter som är viktiga för avreglingar är centralbankernas självständighet. Finska och svenska centralbanken betraktas som relativt självständiga enheter likväl som den danska, även om den hamnar lite längre ner på rankingen. Den norska centralbanken är i motsats till de andra inte alls lika självständig och kan inte agera fritt från de politiskt styrande i landet.⁶⁷

⁶⁵ Oxelheim 1996 s. 396

⁶⁶ Ibid s. 78

⁶⁷ Ibid s. 78f

Den internationella integrationen har även om den har skett på lite olika sätt ändå följts åt mellan de nordiska länderna. Tabell nedan visar tydligt på hur avregleringsprocessen har utvecklats:

		Danmark	Finland	Norge	Sverige
Skattereform		1986	1989	1986	1991
De facto intern avreglering	Initialskede av finansiell marknad	1975	1983	1985	1980
De facto intern avreglering	Internationellt accepterad	1983	1988	1985	1987
De jure intern avreglering slutförd		1989	1993	1995	1991
De facto extern avreglering blev accepterad		1974	1982	1982	1982
De jure extern avreglering slutförd		Oktober 1988	Oktober 1991	Juli 1990	Juli 1989

Källa: Oxelheim 1996, s. 404

Tabell 4.2 Perioder för avregleringsprocesser i de nordiska länderna

Något som kan utläsas ur tabellen är att avregleringarna inte har skett i optimal ordning. Skulle detta ha varit fallet, skulle åtgärderna ske i horisontal ordning. Istället är det yttre faktorer såsom planerat inträde i EU som var en av drivkrafterna till att frambringa regeländringar, och på så sätt skapa de jure extern avreglering.⁶⁸

Slutsatserna som man kan dra utifrån detta är att de nordiska länderna blir mer och mer finansiellt integrerade, även om mycket fortfarande återstår innan total integration är uppnådd. Länderna påverkas också av sina inre strukturer där Sverige är det enda land med många stora företag som kan agera på egen hand på den globala kapitalmarknaden.

⁶⁸ Oxelheim 1996 s. 404f

4.3 Segmentering

En nationell kapitalmarknad är segmenterad när förväntad avkastning på värdepapper på marknaden skiljer sig från liknande marknader efter justering för riskskillnader som växelkursrisk och politisk risk.⁶⁹ Företag som är lokaliserade i en segmenterad kapitalmarknad måste strategiskt planera för att undkomma beroende av denna marknad för sina långsiktiga lån och kapitalbehov. Marknader blir segmenterade på grund av faktorer som lagmässiga kontroller, politiska risker, växelkursrisker, bristande insyn, asymmetriska informationsflöden, insiderhandel samt andra marknadsineffektiviteter. Genom att inhämta kapitalbehovet från utländska marknader kan företag lyckas undkomma den egna segmenterade hemmamarknaden och på så sätt få ökad tillgång på riskvilligt kapital.⁷⁰

Det finns huvudsakligen tre sätt att reducera segmenterade marknaders effekter på ett företags kapitalkostnad. Första sättet är att företaget gör portfölj- eller direktinvesteringar i andra länder. Alternativ två är att företaget slår sig samman med andra företag som är aktiva utanför den segmenterade hemmamarknaden. Slutligen kan segmenteringen undkommas genom att företaget noterar sina aktier på en utländsk börs och därigenom kan lyfta kapital som kan finansiera hemmamarknadens investeringar.⁷¹ Tillgången till den globala kapitalmarknaden ger då det enskilda företaget möjlighet att sänka kapitalkostnaderna och marknadslikviditeten på företagets aktier.⁷² Detta innebär i förlängningen att företaget till låga marginalkostnader kan lyfta nytt kapital.

4.4 Effektiva marknader

För att det skall vara möjligt för ett företag att lista sina aktier på mer än en börs krävs det att marknaden är någorlunda effektiv. Detta innebär att aktiepriset på de olika marknaderna regleras likvärdigt så att det inte finns några arbitragemöjligheter.

Även om en marknad är segmenterad kan den fortfarande vara effektiv. Den effektiva marknadshypotesen (EMH) som framarbetades av Fama 1965, är den teoretiska ansatsen som hävdar att en tillgångs nuvarande pris reflekterar all tillgänglig publik information om framtida ekonomiska händelser som kan ha en inverkan på tillgångens värde.⁷³ Denna hypotes stödjer sig på antagandet om en perfekt marknad som verkar under följande antagande:⁷⁴

⁶⁹ Eiteman et al 2001 s. 309

⁷⁰ Ibid s. 304f

⁷¹ Stonehill och Dullum 1982 s. 26

⁷² Eiteman et al 2001 s. 206

⁷³ Bodie och Merton 2000 s. 206

⁷⁴ Hill 1998 s. 323

- Information är kostnadsfri och tillgänglig.
- Produkter och tjänster som handlas med är homogena.
- Det existerar perfekt konkurrens genom ett stort antal köpare och säljare på marknaden.
- Investerare agerar rationellt.
- Det finns inga transaktionskostnader.
- Det finns inga skatter.

Med dessa antaganden kommer exogena faktorer såsom ny information att påverka värderingen av tillgångar och därigenom förändra dess pris. Perfekta kapitalmarknader finns inte i vår nuvarande värld. De flesta marknader har skattesatser som avsevärt påverkar prissättningen. Inte heller transaktionskostnader går att undkomma då bara anskaffandet av information är kostsamt genom att vara tidskrävande.

Den effektiva marknadshypotesen är trots detta inte att förkasta. Istället kan den testas för tre olika styrkor.⁷⁵

- *Svag form*: Endast kunskap om historiska aktiepriser är reflekterade i dagens pris. Prisförändringar är slumpartade i relation till tillgänglig information om historiska priser vilket motiverar användandet av teknisk analys för avkastningsberäkningar.
- *Semistark*: Postulerar att slumpmässigheten uppkommer inte bara på grund av historisk information utan också genom att priset reflekterar all publik information.
- *Stark*: Priset reflekteras av all tillgänglig information och då även insiderinformation. Marknadens prissättning av aktien är då en approximering av framtida förväntade kassaflöden.

Genom att dela in marknaderna i tre olika effektivitetsstyrkor kan en finansiell marknad vara både effektiv och segmenterad på samma gång. Beroende på hur effektiv marknaden är kan investerare uppnå överavkastning, i jämförelse med en marknadsportfölj, genom att ha tillgång till icke-publik information. Även för företagen som sådana gäller det att ha kunskap om hur effektiv den egna marknaden är. Konkurrensnivån påverkar företaget mycket och kan förändra hela företagets verksamhet, både till det bättre och sämre, ifall marknadsreglerna ändras.

4.5 Motiv till att lista sig utomlands

Ett företag kan ha flera anledningar till att notera sina aktier utomlands. Översiktligt kan man dela in motiven i tre delar: motiv relaterade till 1) finansiering, 2) marknadsföring och

⁷⁵ Hill 1998 s. 323f

relationer till investerare, 3) internationalisering. Motiv relaterade till finansiering är den typ av mål som ett företag har vad gäller dess finansiella struktur. I frågan om marknadsföring och relation till investerare handlar det om företagets relation till marknaden och allmänheten. Tredje kategorin är den del som har med företagets övergripande strategiska mål att göra. Alla variablerna har en inbördes relation vilket gör att om en variabel förändras måste de andra anpassa sig till detta.⁷⁶

4.5.1 Motiv relaterade till finansiering

Två huvudmotiv för att notera sig utomlands är att öka tillgången på kapital och att minska kapitalkostnaden. Dessa motiv är tätt sammankopplade i och med att ökad tillgång till kapital ofta innebär minskad kapitalkostnad. Efterfrågan är då inte lika stor på kapitalet vilket gör att riskbedömningar inte blir lika snäva och även mer riskfyllda investeringar kan attrahera kapital till rimliga kostnader.

Företag som befinner sig på en liten, segmenterad och illikvid hemmamarknad har ofta blivit för stora för just denna marknad och tvingas att söka kapital utomlands. I länder med små eller segmenterade kapitalmarknader kan efterfrågan på detta kapital, som kan uttryckas i "extra aktier", vara oelastisk om kapitaltillgången är begränsad till den nationella marknaden. Ytterligare efterfrågan på kapital kan mätta den inhemska marknaden och få en negativ effekt på aktiepriset. Följden blir en ökad kapitalkostnad.⁷⁷ Ett sätt att effektivt minska de negativa effekter som en segmenterad marknad medför är att lista sig på en marknad med hög likviditet. Exempel på sådana marknader är LSE, NYSE och NASDAQ.⁷⁸ Segmenteringen på små marknader kan bero på statens skattepolicy, restriktioner i kapitalöverföringar, språk, kultur och legala barriärer varför företag i dessa länder känner sig mer manade att göra en utlandsnotering.⁷⁹

Icke-amerikanska företag som är i behov av stora summor kapital emitterar gärna nya aktier i USA på grund av den större kapitaltillgången på denna marknad. Ett företag som emitterar nya aktier i USA har då större chans att genomföra hela emissionen, medan försäljningen på mindre marknader kanske inte skulle medföra full teckning av aktien. Genom att efterfråga kapital på främmande marknader undviker stora företag dessutom att översvämma den lokala marknaden⁸⁰. Det kapital som redan är lyft på den inhemska marknaden riskerar då inte att

⁷⁶ Laakso 1993 s. 63

⁷⁷ Saudagaran 1988 s. 105

⁷⁸ Eiteman et al 2001 s. 342

⁷⁹ Saudagaran 1991 s. 2

⁸⁰ Laakso 1993 s. 65

stiga i pris. Dessutom bibehålls marknadens likviditet och förmåga att stå emot mindre chocker som annars skulle kunna drabba de inhemska företagen.

Likviditetsnivå och grad av segmentering på nationella kapitalmarknader kan vara en viktig faktor när kreditfirmor bestämmer ett företags kapitalkostnad. Aktiens handelsvolym och företagets möjlighet att emittera nya aktier för det pris som aktien handlas i, är ofta använda mått för att mäta likviditeten. För att lyfta kapital utomlands krävs ofta från kreditgivarna att företaget är noterat på en börs som finns i landet. Anledningen är att de vill försäkra sig om att det finns tillräckligt med likviditet även efter nyemissionen.⁸¹ Detta innebär att aktier har en kundkrets som är villig att både köpa och sälja aktien under förutsättningen att priset är det rätta.

Företag som träder in på en ny aktiemarknad tjänar på att lansera sina produkter på en marknad där investerarna känner till företagets historia. Utländska investerare kan ha en annan inblick i den speciella industri företaget verkar inom och därför värdera dess produkter och tjänster högre. En rättvisare och förmånligare värdering av aktien kan bli följden av detta.⁸² Genom att notera sig på en börs där många företag inom samma industri är noterade, kan man vänta sig en korrekt prissättning av aktien. Värdet kommer då alltid att vara aktuellt och baserat på en effektiv interaktion mellan utbud och efterfrågan. Dessutom kommer det ökade antalet analytiker som följer företaget sammantaget att ge en grundligare och rättvisare värdering av företaget.⁸³

4.5.2 Motiv relaterade till marknadsföring och relation till investerare

Utöver finansiella motiv så har företag andra anledningar att notera sig utomlands och ta del av de fördelar som kan erhållas. En av dessa fördelar är att företag ökar möjligheten till att bygga upp sin image och marknadsföra sina varumärken och produkter. I samband med att företagets verksamhet växer kan en utlandsnotering anses vara fördelaktig i och med att de blir mer synliga, får högre prestige och att noteringen även breddar produktidentifikationen. Samtidigt får företaget även kontakt med den lokala finansiella omgivningen genom möten med investmentbanker, mäklare, valutahandlare, politiker och myndigheter.⁸⁴

Många företag genomför också så kallade "road shows" i samband med listningstillfället, där de marknadsför företagets produkter och personal för finansiella analytiker och journalister.

⁸¹ Eiteman et al 2001 s. 304f

⁸² www.NASDAQ.com, 2002-04-01

⁸³ Saudagaran 1991 s. 4

⁸⁴ Eiteman et al 2001 s. 348f

Om företaget lyckas presentera sig på ett respektabelt sett för de nämnda grupperna har de ett bra utgångsläge i dess finansiella relationer. Den marknadsföring som erhålls kan vara särskilt fördelaktigt för företag som tillverkar industri- och konsumentprodukter och som normalt spenderar stora summor på att marknadsföra sig i olika media.⁸⁵ Genom noteringen utomlands sprids företagsnamnet över världen vilket är särskilt viktigt för firmor som handlar internationellt eller investerar utomlands (FDI).⁸⁶

Vidare kan en notering utomlands bidra med namnigenkännande, märkeslojalitet och ett internationellt rykte.⁸⁷ Företaget kan då inte bara tillfälligt tjäna på denna nya uppmärksamhet utan noteringen kan vara ett led i att i framtiden ha ytterligare tillgång till riskkapital till en lägre kostnad än vad som utan noteringen hade varit fallet.

Likviditet kommer även in under denna kategori. Ett av huvudmålen med relationerna till investerare i ett företag är att försäkra utländska investerare en likvid marknad för aktien. Att notera sig utomlands är ett sätt att uppfylla kraven på en likvid aktie för denna grupp och att uppmuntra dem till fortsatt handel med aktien. Vidare kan utländska aktieägare vara en målgrupp för att marknadsföra företagets produkter och själva vara potentiella kunder för företagets produkter.⁸⁸ Genom listningen får aktien en större mängd ägare vilket i och med detta kan bidra till att aktien blir mer likvid och därmed mer attraktiv.

En utlandsnotering kan få företaget i en gynnsam position när man rekryterar kvalificerad personal, inte bara för att en utlandsnotering ger ett bättre rykte utan också psykologiska anledningar i och med att företaget blir mer offentligt. Många ser det som utmanande och stimulerande att jobba i ett offentligt företag och att det har en positiv effekt på karriären.⁸⁹ Genom rekrytering av kompetent personal säkrar företaget att kvaliteten på dess produkter bibehålls och att innovationer tillvaratas.

4.5.3 Internationaliseringsmotiv

Noteringen på utländska börser kan också vara en del av ett företags internationaliseringsprocess. Genom en notering kan de strategiska mål som företaget satt upp uppnås. Ett av syftena med dessa globala strategiska mål kan vara att ändra ägarstrukturen så att den balanseras med företagets geografiska verksamhetsområden.⁹⁰ Utan utländskt ägande är det

⁸⁵ Saudagaran 1988 s. 106

⁸⁶ Madura 1989 s. 502

⁸⁷ Adhikari et al 1991 s. 26

⁸⁸ Eiteman et al 2001 s. 341

⁸⁹ Gometz et al 1997 s. 39

⁹⁰ Saudagaran 1988 s. 106-107

inte ett internationellt bolag. Endast när ägarskapet har breddats till två eller flera länder kan man tala om en internationell spelare.⁹¹ Ett geografiskt spritt ägande är också viktigt för att kunna motstå fluktuationer i ekonomin. Om alla aktieägare är koncentrerade till ett geografiskt område och detta område råkar i ekonomiska svårigheter kan företaget få problem.⁹²

Så länge ett företag sköter sina affärstransaktioner och lyfter kapital på hemmamarknaden är det inte nödvändigt att notera sig utomlands. På senare år har däremot företag undersökt potentialen för tillväxt genom expansion utomlands och en trend mot internationalisering har därför kunnat skönjas. För de flesta bolag är expansion och tillväxt, i undantag för hemmamarknaden, en del i utvecklingen. I en stor och diversifierad ekonomi kan ett företag växa sig stort innan behov av utlandsaktiviteter kommer på fråga. Företag med hemvist på små marknader däremot, har begränsade möjligheter att växa och söker sig ofta utomlands i ett tidigare skede av livscykeln. Samtidigt som dessa företag växer multinationellt söker de även teknologi, personal, råmaterial och kapital utomlands. Denna typ av internationaliseringsprocess motiverar ofta att överväga en utlandsnotering. Noteringen kan därmed hjälpa till att tillgodose företagets tillväxt- och expansionsmål på främmande marknader.⁹³

En notering utomlands kan dessutom förenkla utländska uppköp, sammanslagningar, aktie swapar och offentliga bud på utländska aktier genom att skapa utbud av aktier som tillfredställer lokala krav. I en del länder tillåts endast företag som är noterade på landets börs att lägga bud på andra företags aktier (att göra tender offers). En notering kan alltså underlätta sådana aktiviteter som annars inte skulle vara möjliga.⁹⁴

Även mål som rör uppbyggandet av bolagets image och namn på ett internationellt plan kan uppfyllas genom en utlandsnotering. Etablering av strategiska allianser eller joint venture i ett främmande land kan underlättas genom att notera sig och statusen och attraktionskraften i och med detta kan leda till att aktörer ser företaget som en potentiell affärspartner.⁹⁵

När ett företag har internationaliserat sin verksamhet har de också anställda och ledarskap i andra länder. Många företag verkar för att öka aktieägandet bland de anställda genom att ge dem aktier eller optioner istället för vanlig ersättning. Tanken bakom detta är att företaget hoppas på att anställda med aktier i företaget är mer måna om dess ekonomiska resultat och

⁹¹ Laakso 1993 s. 75

⁹² Goldman 1982 s. 28

⁹³ Saudagaran 1988 s. 102

⁹⁴ Biddle och Saudagaran 1991 s. 70f

⁹⁵ Laakso 1993 s. 77

att hålla företaget konkurrenskraftigt. Om företaget då är noterade i landet där de anställda befinner sig kan de lättare ge ut aktieoptioner till medarbetarna, framförallt till ledningen. För företaget kan detta innebära att de kan minska sina transaktionskostnader och kostnader förknippat med växelkursen.⁹⁶

En annan viktig fråga i samband med en utlandsnotering är i vilket land företaget väljer att notera sig. Svaret beror på företagets karaktär, ett företag som har stor produktion, många anställda eller stora försäljningsvolymerna i något specifikt land kanske väljer att notera sig i just detta land. Valet är också beroende på vad företaget vill uppnå med noteringen. Är huvudmotivet relaterat till internationalisering så kan det vara en god idé att notera sig i ett land där man har en betydande verksamhet. Om målet å andra sidan är av finansiell natur, till exempel att få tillgång till "billigt" kapital, kan val av land baseras på andra kriterier. Valet av vilken börs företaget noterar sig på kan också vara beroende av kostnader för att notera sig. Börser med höga krav på rapportering kan vara ett exempel på hinder som företagen önskar undvika i samband vid valet.⁹⁷ Effekter som diversifiering kan vara ytterligare motiv för att lista sig utomlands. Genom att sprida aktierna på olika marknader blir den mindre känslig för ekonomiska oroligheter som kan drabba en specifik nationell marknad.⁹⁸

4.5.4 Nackdelar med att lista sig utomlands

Utöver de positiva effekter som kan uppstå i samband med att ett företag noterar sig utomlands så finns det också negativa aspekter. De kostnader som uppstår kan mycket väl hindra ett företag från att genomföra noteringen. De flesta aktiebörser tar ut en initial listningsavgift och därefter regelbundna årliga registreringsavgifter baserat på antalet aktier som handlas med. Dessa kostnader är i sammanhanget förhållandevis små. För de flesta företag är de största kostnaderna istället förknippade med att ändra redovisningsstandarder och uppfylla informationskraven. Kostnaderna består i olikheter mellan länders redovisningssätt, rapportering, registreringskrav och legala restriktioner. Reglerande myndigheter kräver ofta att företagens finansiella rapporter stämmer överens med de lokala rapporteringskraven. Trots det arbete som pågår för att harmonisera redovisningsstandarder mellan länder finns fortfarande betydande skillnader. Granskningsarbetet i utlandet kan också skilja sig från dem som gäller i hemlandet.⁹⁹

⁹⁶ Eiteman et al 2001 s. 349

⁹⁷ Laakso 1993 s. 78

⁹⁸ Goldman 1982 s. 28

⁹⁹ Biddle och Saudagaran 1991 s. 3

Företag som väljer att notera sig i ett land med anglosaxisk redovisningskultur drabbas hårdast. SEC:s (Securities and Exchange Commission) redovisningsregler i USA är oerhört strikta och kostsamma. Dessutom kräver amerikanska investerare att kvartalsdata hela tiden publiceras. I samband med denna rapportering måste företaget även förse investerarna med kostsamma "Investerar relations program" och så kallade "road shows".¹⁰⁰

4.6 Statistisk teori

4.6.1 F-test

F-test är ett statistiskt test för att avgöra huruvida två olika populationer har samma varians ($\sigma^2_1 = \sigma^2_2$). Ett enkelt test av nollhypotesen på två populationsvarianser kan ske med hjälp av F-fördelningen. Vi använder oss i uppsatsen av prövning av en tvåsidig nollhypotes. Prövning av nollhypotesen

$$H_0: \sigma^2_1 = \sigma^2_2$$

mot alternativet:

$$H_1: \sigma^2_1 \neq \sigma^2_2$$

går till på följande sätt. Vi bildar kvoten mellan motsvarande stickprovsvarianser s^2_1 och s^2_2 från två oberoende stickprov omfattande n_1 respektive n_2 observationer. Nollhypotesen förkastas med höga värden på testfunktionen (enligt tabellvärden). Vid användandet av F-test funktionen i Excel genereras ett p-värde. Avgörande för om den andra populationen (aktiedata efter noteringen) är skild från den första (aktiedata innan utlandsnoteringen), är storleken på p-värdet samt vilken konfidensnivå som valts för testet. Vi kommer i alla våra tester att använda oss av test på 5%-nivån vilket betyder att det är statistiskt signifikant att variansen skiljer sig mellan de båda populationerna om p-värdet understiger 0,05.¹⁰¹

¹⁰⁰ Eiteman et al 2001, s. 349

¹⁰¹ Körner, 1987

4.6.2 Korrelation

Som mått för att mäta en serie av parvisa observationer går det att använda sig av korrelationsmätningar. Korrelationsmätningar ger ett styrkemått på det linjära sambandet mellan observationerna. Korrelationskoefficienten räknas ut med formeln:

$$r = \frac{\sum(x_i - E(x))(y_i - E(y))}{\sqrt{(\sum(x_i - E(x))^2 * \sum(y_i - E(y))^2)}}$$

r = korrelation

x_i = observation av oberoende variabel vid tidpunkten i

y_i = observation av beroende variabel vid tidpunkten i

E(x) = medelvärde av x

E(y) = medelvärde av y

Korrelationskoefficienten antar värden mellan -1 och +1 där positivt tecken visar att ett högre värde på den ena variabeln leder till ett större förväntat värde på den andra variabeln och ett negativt tecken leder till det motsatta. Absolutvärdet på talet säger hur starkt det visade sambandet är.¹⁰²

4.6.3 Volatilitet

Ett vanligt sätt att mäta risken i en aktie är att se på dess volatilitet. Denna är relaterad till möjliga mängden avkastningsutfall och deras möjlighet att inträffa.¹⁰³ Standardavvikelse är den statistiska beräkningen som görs när det är frågan om volatilitet. Den är i finansiella termer därigenom vanligt använd för att mäta risken i en tillgång. Standardavvikelsen används då för att mäta variansen runt ett medel eller ett genomsnitt.¹⁰⁴

Då måttet inte är relativt kan det bara användas för att jämföra likartade tillgångar, vilket innebär att siffrorna som används i beräkningarna skall vara framtagna på samma sätt. Tekniskt sett ger standardavvikelsen en kvantifiering av avkastningens varians och inte dess risk.¹⁰⁵ Volatiliteten är då det historiska mått på hur avkastningen eller i förekommande fall priset har varierat, gentemot sitt medel, över tiden.¹⁰⁶

¹⁰² Körner och Wahlgren 1993

¹⁰³ Bodie och Merton 2000 s. 273

¹⁰⁴ Harrel 1997

¹⁰⁵ Ibid

¹⁰⁶ www.fondbolagen.se

4.7 Tidigare forskning

Medan multinationella företag har utlandsnoterat sig i ett antal decennier, är den akademiska forskningen inom området ganska ny. De flesta studier som har genomförts har studerat om aktieprisförändringar skett efter en utlandsnotering. Dock har vi inte hittat rapporter som beskriver korrelations- och volatilitetsförändringar för en sådan.

Resultaten från studierna av hur aktiepriset förändrats efter en utlandsnotering har skilt sig åt. Positiva effekter från en utlandsnotering erhålls framförallt när olika länders marknader är segmenterade.¹⁰⁷ En studie gjord av Ana Paula Serra (1999) visar att ett företag beläget på en ”emerging market” som noterar sig utomlands har störst chans att få en positiv effekt på aktiepriset just på grund av graden av segmentering på denna typ av marknad.¹⁰⁸

Howe och Kelm (1987) undersökte också aktieprisförändringar hos amerikanska företag som noterat sig på börserna Basel, Frankfurt, Paris och Tokyo mellan 1962 och 1985. Resultatet var en onormal negativ avkastning efter noteringen. De drog slutsatsen att företagsledare som är intresserade av ett resultat förmånligt för aktieägarna bör undvika en utlandsnotering.¹⁰⁹

Lee (1991) genomförde en annan studie där han undersökte amerikanska företag som noterat sig på London och Torontobörsen mellan 1962-1986 och kom fram till att en notering inte har en signifikant eller permanent effekt på aktiepriset.¹¹⁰ Vidare undersökte Alexander et al (1988) ett 40-tal företags aktiepåverkan från sex olika länder vid en utlandsnotering. Förutsatt att kapitalmarknader varken är mildt eller totalt segmenterade fann de att en utlandsnotering följdes av en nedgång i aktiepriset.¹¹¹

Biddle och Saudagaran (1989) undersökte ett urval på 207 företag med åtminstone en utländsk notering fram till och med 1981 för att undersöka om valet av börs påverkats av rapporteringskostnader. De kom fram till att de direkta och indirekta kostnaderna för den finansiella rapporteringen påverkar företagets noteringsbeslut. Eftersom många länder avsevärt har lättat på kraven för rapportering finns det inget bevis på att resultatet fortfarande är giltigt.¹¹²

¹⁰⁷ Bancel och Mittoo 2001 s. 216

¹⁰⁸ Serra 1999 s. 199

¹⁰⁹ Howe och Kelm 1987 s. 56

¹¹⁰ Lee 1991 s. 589

¹¹¹ Alexander et al 1988 s. 148

¹¹² Biddle och Saudagaran 1989 s. 84

Saudagaran (1988) undersökte 481 företag för att bilda sig en uppfattning om varför företag noterar sig utomlands. Han fann starka bevis på att tillgång till större kapitalmarknader och ökad synlighet i andra länder var huvudorsakerna. Mitto (1992) kom fram till liknande motiv för kanadensiska företag.

Studier på svenska företag som listat sig utomlands är det sämre med. Det är framförallt uppsatser från universitet som utgör det huvudsakliga materialet. I en studie av Berning, Fridh och Westling (1998) på Lunds universitet studerades 6 svenska företags utlandsnotering och dess kurseffekter. Resultatet var att aktiernas värde steg något efter uttalandet om att en utlandsnotering ska genomföras.

Medan dessa tidigare studier bidrar med forskning om motiv och aktieprisförändringar i samband med en utlandsnotering, så har dem inte undersökt hur volatiliteten och korrelationen med ett inhemsk index har förändrats. Även om studien baserar sig på effekter vid en notering på de mest utvecklade och likvida kapitalmarknaderna så hoppas vi att resultatet även i viss utsträckning ska kunna spegla även noteringar på andra marknader.

5 Resultat och analys

I detta kapitel redogör vi för resultatet av våra olika undersökningar samt försöker analysera dessa. Redogörelsen presenteras både på ett generellt plan där vi försöker urskönja trender, såväl som företagsredogörelser för att specifikt se hur utlandsnoteringen kan verka i det enskilda fallet.

Om de nordiska marknaderna skulle vara totalt integrerade skulle effektiviteten på marknaden resultera i att både våra korrelations- och volatilitetsmått skulle vara oförändrade efter en utlandsnotering. Teorierna som vi har framlagt har påvisat att total integration inte är uppnådd varför det finns belägg för segmentering och därigenom behov av utlandsnoteringar.

Segmenteringen på små marknader beror ofta på staternas skattepolicys, restriktioner i kapitalöverföringar, legala barriärer eller kulturella och språkmässiga skillnader. Länder som har små eller segmenterade kapitalmarknader kan dessutom vara mättade för nyemitteringar. Företagens behov av nytt riskkapital kan då vara svårt att tillfredsställa varför behov av att vända sig till utländska kapitalmarknader uppkommer. Skulle den inhemska marknaden bistå med riskkapitalet finns det risk för att marknaden blir mättad och därigenom höjer priset på kapitalet. En ytterligare följd av detta kan vara att marknaden får svårt att stå emot yttre chocker och därigenom höjs kapitalkostnaden. För att undvika dessa negativa effekter av en segmenterad hemmamarknad kan företaget välja att notera sina aktier på en utländsk börs.

Utlandsnoteringarna kan vara motiverade av flera skäl förutom detta. Motiven kan främst vara av tre sorter, finansierings- marknadsförings och internationaliseringsmässiga. När företag träder in på en ny marknad finns det vinster att göra genom att sedan tidigare vara välkända. Utländska investerare kan då redan vara bekanta med branschen, och därigenom ha en annan syn på företagets värdering. Ytterligare vinster kan göras genom att välja en börs med många företag inom samma bransch. Skulle detta vara fallet kommer aktiepriset högst troligt att vara aktuellt och baserat på en effektiv interaktion mellan efterfrågan och utbud, dessutom kommer troligtvis fler analytiker följa företagets utveckling.

Vi har valt att inte närmare försöka se på vilka anledningar som har föranlett utlandsnoteringen för det enskilda företaget, utan undersökningen går ut på att se på vad resultatet av noteringen har lett fram till i frågan om korrelation och volatilitet. Dessa resultat analyseras utifrån finansieringsmotivet då aktiens agerande gentemot hemmabörsen är objekt för undersökningen.

5.1 Korrelation

Beräkningarna från korrelationstesten visar ett tydligt resultat. När vi testade korrelationen mellan aktiekursen och totalindexet visade det sig att 7 av de 9 företagen hade en nedgång i korrelationen efter det att noteringen skett. Nedgången i korrelationen mot totalindex var i genomsnitt -0,26. Läsaren bör dock vara medveten om att resultatet för urvalet i stort påverkas kraftigt av de två bolagen Autoliv och UPM-Kymmene. Dessa två företag går ifrån att ha haft en starkt positiv korrelation med generalindex till att efter utlandsnoteringen ha en negativ korrelation.

Korrelationstestet mellan aktiekursen och dess branschindex visade på ett skiftande resultat. Gemensamt var att en genomsnittlig nedgång skett i alla länders företag. Nedgången var, vid ett genomsnitt av alla företag mot dess bransch, 0,29. Finlands företag hade i stort sett en oförändrad nedgång gentemot branschindex. Detta resultat tolkar vi som att alla de finska företag som kom med i urvalet är väldigt dominerande inom sin bransch. Däremot är de inte lika dominerande sett ur ett helhetsperspektiv. Alltså påverkar de fortfarande sin bransch på hemmabörsen även om förändring har skett mot totalindex. Vi presenterar nedan resultaten för varje företag för sig och försöker samtidigt ge en förklaring till resultaten.

Företag	Korrelation med totalindex		Korrelation med branschindex	
	Före	Efter	Före	Efter
Svenska				
Atlas Copco	0.94	0.69	0.95	0.78
Skandia	0.85	0.94	0.90	0.79
Kinnevik	0.95	0.80	0.96	-0.26
Autoliv	0.92	-0.41	0.97	0.06
Finska				
Sonera Telecom	0.91	0.73	0.99	0.99
Stora Enso	-0.30	-0.31	0.99	0.98
UPM-Kymmene	0.91	-0.24	0.97	0.97
Norska				
Petroleum Geo-services	0.96	0.87	0.85	0.33
Smedvig	0.96	0.97	0.89	0.90

Tabell 5.1 Korrelationsförändringar

5.1.1 Atlas Copco

För Atlas Copco ser vi en tydlig nedgång i korrelationen mot båda indexen, där totalindexförändringen var störst. Noteringen på Londonbörsen tycks därmed ha fått effekten att aktien korrelerar mindre med index på Stockholmsbörsen jämfört med perioden innan noteringen. Resultatet påvisar då att marknaderna inte är perfekt integrerade utan att företaget nu agerar mer efter informationen som påverkar Londonbörsen än sin hemmabörs.

5.1.2 Skandia

Skandias resultat vid korrelationstesterna var något motsägelsefulla. Samvariationen med totalindex ökade något efter noteringen på LSE till skillnad från en minskning gentemot branschindex. Skandia var det enda företag som hamnade i den kategori där korrelationen mot totalindex gick upp medan korrelationen mot branschindex gick ner. En rimlig förklaring till detta är svårt att sja om. Vad som kan antas här är att branschindex agerar på annan information är generalindex, vilket då inte har påverkat Skandia efter noteringen.

5.1.3 Kinnevik

Kinnevik visade en nedgång i korrelation mot både totalindex och dess branschindex, på samma sätt som Atlas Copco. Nedgången var dock mycket kraftigare mot branschindexet, då aktien efter noteringen på NASDAQ-börsen fick en negativ korrelation. En förklaring kan ligga i svårigheten att hitta ett rättvisande branschindex för Kinnevik-aktien. Kinnevik är idag ett förvaltningsbolag med inslag från flera olika delbranscher och indexet Media och Underhållning täcker en del av innehaven inom Kinnevik men inte allt. Intressen finns även inom telekomindustrin och skogsindustrin för att nämna några av de branscher som man har ägarintresse.

5.1.4 Autoliv

Autoliv var det företag som hade den kraftigaste nedgången i korrelationen, både i jämförelsen med totalindex och dess branschindex. Den stora nedgången i korrelationen gentemot de svenska indexen är inte förvånande med vetskapen om att noteringen på NYSE skedde i samband med att man fusionerade med det amerikanska företaget Morton ASP. Fusionen medförde att den svenska och europeiska marknadens betydelse för Autoliv kraftigt minskade och att de amerikanska och japanska marknaderna kom att bli mer betydelsefulla.

Idag är dessutom över en tredjedel av aktieägarna amerikaner. Dessa faktorer gör att beroendet av andra marknader än den svenska kraftigt ökade med en naturlig minskning av korrelationen till den svenska marknaden som effekt. Att Autoliv dessutom bevakas intensivt av amerikanska analytiker och media kan också bidra till ökat fokus på utvecklingen av den amerikanska marknaden.

5.1.5 Sonera Telecom

Sonera Telecom hör tillsammans med Stora Enso och UPM-Kymmene till de företag som efter en notering utomlands minskade sin samvariation mot totalindex medan korrelationen mot branschindex låg kvar på samma nivå. Även här ser vi det som att Sonera tillsammans med Nokia är jättarna i sin bransch vilket leder till att dessa två företag styr det finska telekomindexet. Att däremot en minskning i korrelationen mot totalindex skedde efter noteringen innebär då att företaget blivit mer styrt av utvecklingen på andra sidan Atlanten och dess aktiemarknad.

5.1.6 Stora Enso

Resultaten för Stora Enso visar att korrelationen gentemot såväl general- som branschindex förblivit konstant efter utlandsnoteringen. Precis som för de andra finska företagen utgör Stora Enso en så pass stor del av branschindexet att de följer varandra väldigt nära. Ändras omvärldsfaktorerna som påverkar Stora Enso blir resultatet att detta påverkar hela branschen. Stora Enso påverkar då branschindex på hemmamarknaden mer än vad totalindexets trender lyckas påverka företaget.

5.1.7 UPM-Kymmene

UPM-Kymmene visade en kraftig nedgång i korrelationen mot totalindex men en oförändrad korrelation mot sitt branschindex. En möjlig förklaring till detta kan ligga i UPM:s dominans i branschen i förhållande till bolagets värde totalt sett på Helsingforsbörsen. En utlandsnotering på NYSE gör att UPM behåller sin korrelation mot branschindexet även efter en notering i med att de med sin dominans ensamma styr en stor del av svängningarna i detta. Att korrelationen däremot gått från ett positivt värde till ett negativt mot totalindex kan bero på att företaget fått en annan värdering i USA och att handeln på NYSE dominerar hemmabörsens handel i aktien. Följden blir att aktien går över till att följa USA marknaden. Beroendet av hemmabörsen har alltså minskat.

5.1.8 Petroleum Geo-Services

Petroleum Geo-Services visar på en markant nedgång mot branschindex och en svagare nedgång mot totalindexet. Detta kan bero på att företaget är litet i förhållande till dess konkurrenter i branschen. Företagets agerande får då inte genomslag på branschindex utan kan röra sig motsträvigt utan att det påverkar. En utlandsnotering med ett litet nystartat företag tror vi har lätt för att korrelera med indexet på börsen där utlandsnoteringen ägt rum då ägarna kan tendera att anamma branschförväntningar därifrån.

5.1.9 Smedvig

Smedvig var det företaget i vårt urval som visade minst förändring i korrelation mot totalindex och branschindex sammantaget. Utlandsnoteringen tycks inte i deras fall ha haft någon effekt på korrelationen med de norska indexen. Detta kan bero på att den norska börsen har stark fokus på energiindustrin. Analytiker har då sen tidigare en grundlig bevakning på branschen, vilket gör att en utlandsnotering inte förändrar värderingen.

5.2 Volatilitet

Ett antal test har genomförts i vår studie för att utreda om volatiliteten i aktien har förändrats efter en utlandsnotering. Inledningsvis genomförde vi ett volatilitetstest för respektive aktiekurs, totalindex och branschindex. Resultaten kan läsas i tabell 5.2. Siffrorna säger oss att volatiliteten i aktiekursen efter en utlandsnotering i samtliga fall följer den allmänna förändringen i totalindex och branschindex. Undantagsfallen är svenska Skandia och norska Petroleum Geo-Services där resultaten som avviker är markerat med fet stil.

Resultat volatilitet före och efter utlandsnotering

Företag	Volatilitet före			Volatilitet efter		
	Aktie	Totalindex	Branschindex	Aktie	Totalindex	Branschindex
Svenska						
Atlas Copco	11,52	8,21	126,15	6,72	4,98	81,38
Skandia	10,02	20,90	37,29	11,38	17,79	10,53
Kinnevik	59,04	54,58	26,94	40,02	34,96	13,22
Autoliv	51,55	16,88	30,49	27,52	13,57	19,33
Finska						
Sonera Telecom	3,33	53,14	77,68	13,83	144,08	358,94
Stora Enso	2,10	181,55	23,45	1,07	136,37	12,82
UPM-Kymmene	3,33	56,98	16,51	3,90	214,40	22,36
Norska						
Petroleum Geo-services	21,19	15,81	9,83	34,18	10,42	12,09
Smedvig	8,27	6,22	8,55	13,84	18,15	15,12

Tabell 5.2 Volatilitetsförändringar

För att undersöka om förändringarna är signifikanta använde vi oss av ett F-test där beräkningarna visade att alla förändringar var signifikanta på 5%-nivån. I tabell 5.3 kan dessa värden utläsas. Resultatkolumnen visar p-värdet från varje F-test och riktningen säger om variansen har gått upp eller ner:

F-test aktiekurens förändring

F-test totalindexets förändring

Företag	Resultat	Signifikans	Riktning	Resultat	Signifikans	Riktning
Svenska						
Atlas Copco	9,09E-17	Ja	Ner	1,07E-11	Ja	Ner
Skandia	0,0452	Ja	Upp	0,0111	Ja	Ner
Kinnevik	1,04E-09	Ja	Ner	3,28E-09	Ja	Ner
Autoliv	7,54E-22	Ja	Ner	0,0006	Ja	Ner
Finska						
Sonera Telecom	7,42E-81	Ja	Upp	3,12E-41	Ja	Upp
Stora Enso	1,69E-25	Ja	Ner	5,53E-03	Ja	Ner
UPM-Kymmene	0,0119	Ja	Upp	4,03E-75	Ja	Upp
Norska						
Petroleum Geo-services	9,76E-14	Ja	Upp	6,60E-07	Ja	Ner
Smedvig	9,46E-16	Ja	Upp	7,74E-52	Ja	Upp

Tabell 5.3 F-test aktiekurs och index

F-testet ger oss signifikanta resultat för samtliga företag, det vill säga det är statistiskt säkerställt att variansen året efter en utlandsnotering är skild från variansen året innan notering. För de svenska företagen visar tre av fyra företag en statistiskt säkerställd nedgång i variansen. För de finska och norska bolagen tycks det istället som om variansen ökar efter utlandsnotering. När man studerar totalindex under samma perioder som för de svenska bolagen ser man att även här har variansen minskat. Även i de norska och finska företagens fall tycks det som ökningen eller minskningen av variansen för aktierna även skett för totalindex.

Resultaten säger oss att förändringar har skett men frågan är om volatiliteten i aktiekursen, relativt sett totalindex och branschindex, har gått upp eller ner. För att få svar på detta använde vi oss av ytterligare ett F-test som vi redogjort för i metoddelen. Kvoten av index/aktiekurs beräknades och därefter genomfördes F-testet på samma sätt som tidigare. Detta för att eliminera effekten på aktiekursvariansen av en allmän förändring av variansen på marknaden. Testet genomfördes även på månadsbasis men då resultaten visade samma som på årsbasis valde vi att analysera resultaten utifrån det längre tidsperspektivet. En sammanställning av våra beräkningar finns i tabellerna nedan:

Resultat F-test, kvoten index/aktiekurs, studerad tid 1 år

F-test kvoter

Företag	Totalindex/aktiekurs	Signifikans	Riktning
Svenska			
Atlas Copco	0,1489	Nej	Ner
Skandia	9,05E-18	Ja	Ner
Kinnevik	0,6235	Nej	Ner
Autoliv	1,48E-23	Ja	Upp
Finska			
Sonera Telecom	1,19E-06	Ja	Upp
Stora Enso	1,47E-10	Ja	Ner
UPM-Kymmene	4,14E-152	Ja	Upp
Norska			
Petroleum Geo-services	0,0146	Ja	Upp
Smedvig	1,45E-23	Ja	Ner

Tabell 5.4 F-test kvoten index/aktiekurs

Resultat F-test, kvoten branschindex/aktiekurs, studerad tid 1 år

F-test kvoter

Företag	Branschindex/aktiekurs	Signifikans	Riktning
Svenska			
Atlas Copco	0,1704	Nej	Ner
Skandia	0,0551	Nej	Upp
Kinnevik	0,0024	Ja	Upp
Autoliv	8,41E-80	Ja	Upp
Finska			
Sonera Telecom	0,0143	Ja	Ner
Stora Enso	1,03E-09	Ja	Ner
UPM-Kymmene	0,4850	Nej	Upp
Norska			
Petroleum Geo-services	0,3268	Nej	Ner
Smedvig	9,44E-05	Ja	Ner

Tabell 5.5 F-test kvoten branschindex/aktiekurs

Resultatet från F-testen av kvoterna visar inget tydligt mönster. Jämfört med när vi bara studerade aktiekursen kan konstateras att antalet signifikanta värden minskar. Det går ej att se något speciellt mönster mellan de olika länderna eller beroende på vilken börs aktierna har noterats. F-testet av kvoterna visar att det inte för vårt urval går att påvisa att volatiliteten, rensat från de allmänna förändringarna på marknaden, förändrats i någon speciell riktning efter en utlandsnotering.

6 Slutsatser

I detta avslutande kapitel presenteras de slutsatser vi kan dra av studien och förslag ges till vidare forskning.

Resultaten av vår undersökning gav oss signifikanta resultat som visade att de utlandsnoterade aktiernas korrelation med hemmamarknadens index minskade efter en notering. Korrelation med hemmaindexet minskade i genomsnitt med 0,27 året efter notering jämfört med året före.

Detta resultat tycks överensstämma med motiven och teorin kring utlandsnoteringsbeslut. En utlandsnotering sker ofta i samband med ett företags internationaliseringsprocess och tillväxt i andra länder. Därigenom minskar också beroendet av den inhemska marknaden och dess fluktuationer. En internationell spridning av ägarbasen leder också till minskat fokus på situationen i moderlandet, andra länders fluktuationer kan istället komma att påverka aktiernas rörelser.

Däremot tycks inte full integration råda mellan de nordiska länderna och de brittiska och amerikanska marknaderna. Vid full integration skulle inte korrelationen påverkas av ett företags utlandsnoteringsbeslut av aktien. Våra resultat antyder att en utlandsnotering av aktien kan vara en strategi att använda för att minska beroendet och påverkan av hemmamarknaden.

Vad det gäller volatiliteten kan man inte efter vår undersökning dra någon generell slutsats gällande förändring efter utlandsnotering. Resultaten från vår undersökning är här splittrade och det går inte att påvisa någon generell ökning eller minskning. Att informationsflödena inte längre skulle vara lika stabila och att nya ägare skulle vara mer kortsiktiga i sitt ägande, vilket i sin tur skulle leda till en ökad volatilitet i aktien, går inte att påvisa. Vi kan konstatera att det inte går att påvisa någon säkerställd effekt för de studerade företagen. De statistiskt säkerställda förändringarna i varianserna vi fick i våra F-test för företagen tycks vara en effekt av generella förändringar i volatiliteten på marknaden.

6.1 Förslag till vidare forskning

Många vinklingar kan göras på effekter av en utlandsnotering. En intressant studie skulle vara att undersöka om en utlandsnotering på någon av de europeiska börserna har någon effekt på korrelation, volatilitet eller aktiepris sedan introduktionen av en gemensam valuta.

Att utföra samma studie som vi har gjort fast istället studera andra börser, till exempel Frankfurt, Paris skulle vara intressant för att se om samma mönster kan skönjas.

Källförteckning

Publicerade källor

- Bodie Zvi, Kane Alex & Marcus Allan J (1995) *Essentials of Investments*, Richard D. Irwin, Inc, Chicago
- Bodie Ziv & Merton Robert C (2000) *Finance*, Prentice Hall, New Jersey
- Boman Ragnar (1999) *Stockholm financial markets*, SNS Förlag, Stockholm
- Dicken Peter (1998) *Global Shift*, Paul Chapman Publishing Ltd, London
- Eiteman D K, Moffett M H & Stonehill A I (2001) *Multinational Business Finance*, Addison-Wesley Publishing Company, Inc. Boston
- Ems Emil (1994) *Financial Integration in Western Europe*, Sveriges Riksbank
- Gometz, Ulf, Ramseyer, Monica & Grundvall, Björn (1997) *Vägvisare till börsen*, Stockholm: Ernst & Young Nerenius & Santérius Förlag
- Hill Alan (1998) *Corporate Finance*, Financial Times Professional Limited, London
- Hirst P & Thompson G (1998) *Öppenhet och integration: Vad står på spel? ur Myten om den globala ekonomin*, Atlas
- Hässel L & Norman M (1994) *De finansiella marknaderna i ett internationellt perspektiv*, SNS förlag, Stockholm
- Kenen Peter B (1976) *Capital Mobility and Financial Integration: A Survey*, Princeton University Press, Princeton
- Körner, Svante & Wahlgren, Lars (1993) *Praktisk statistik*, Studentlitteratur, Lund
- Laakso Arja (1993) *Listing on foreign stock exchanges*, HSE Press, Helsinki
- Magne-Holm Idar & Krohn-Solvang Bernt (1996) *Forskningsmetodik*, Studentlitteratur, Lund
- Miller Merton H & Upton Charles W (1989) *Strategier för en bättre kapitalmarknad*, SNS Förlag, Stockholm
- Niemeyer J (2000) *Värdepappershandel i Sverige*, Bilaga 12 till Finanssektorns framtid, Finansmarknadsutredningen
- Oxelheim Lars (1988) *Finansiell Integration*, Almqvist & Wiksell International, Stockholm
- Oxelheim Lars (1996) *Financial Markets in Transition*, International Thomson Business Press, London

Oxelheim Lars & Wihlborg Clas (1997) *Managing in the Turbulent World Economy*, John Wiley & Sons Ltd, Chichester

Shiller Robert J (1989) *Market Volatility*, The MIT Press, Cambridge

Sveriges Riksbank (1989) *Finansiell Integration Sverige och EG*, Allmänna Förlaget, Stockholm

Patel R & Davidsson B (1996) *Forskningsmetodik*, Studentlitteratur, Lund

Wiedersheim-Paul Finn & Eriksson Lars Torsten (1991) *Att utreda, forska och rapportera* Liber-Hermods AB, Malmö

Artiklar

Alexander, Gordon, Eun, Sheol & Janakiramanan, Sundaram, "International Listings and Stock Returns: Some empirical evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June 1988

Bancel, Frank & Mittoo, Usha "European Managerial Perceptions of the Net Benefits of Foreign Stock Listings", *European Financial Management*, February 2001

Biddle, Gray & Saudagaran, Shahrokh "Foreign Stock Listings: Benefits, Costs, and the Accounting Policy Dilemma", *Accounting Horizons*, September 1991

Biddle, Gray & Saudagaran, Shahrokh "The Effect of Financial Disclosure Levels on Firms' Choices Among Alternative Foreign Stock Exchanges", *Journal of International Financial Management and Accounting*, Spring 1989

Goetzmann, W N, L Li, & K G Rouwenhorst (2001), "Long-Term Global Market Correlations", *NBER Working Paper w8612*, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research

Howe, John & Kelm, Kathryn "The Stock Price Impact of Overseas Listings", *Financial Management*, Autumn 1987

Lee, Insup "The Impact of Overseas Listings on Shareholder wealth: The Case of the London and Toronto Stock Exchanges", *Journal of Business Finance and Accounting*, June 1991

Liljeblom, Eva, Löflund, Anders & Krokfors, Svante "The benefits from international diversification for Nordic investors", *Journal of Banking & Finance*, September 1996

Mittoo, Usha "Managerial Perceptions of the Net Benefits of Foreign listing: Canadian Evidence", *Journal of International Financial Management and Accounting*, Spring 1992

Obstfeld M, The Global Capital Market: Benefactor or Menace? *Journal of Economic Perspective*, 1998, 12:9-29

Saudagaran, Shahrokh "An Empirical Study of Selected Factors Influencing the Decision to List on Foreign Stock Exchanges", *Journal of International Business Studies*, Spring 1988

Serra, Ana Paula "Dual-listings on International Exchanges: the Case of Emerging Markets' Stocks", *European Financial Management*, May 1999

Elektroniska källor

Atlas Copcos hemsida, www.atlascopco.se

Autoliv's hemsida, www.autoliv.com

Federation of European Securities Exchanges, www.fese.org

International Federation of Stock Exchanges, www.fibv.com

Kinnevik's hemsida, www.kinnevik.se

LSE:s hemsida, www.londonstockexchange.com

NASDAQ:s Hemsida, www.nasdaq.com

NYSE:s hemsida, www.nyse.com

Oslobörsens hemsida, www.oslostockexchange.com

Petroleum Geo Services hemsida, www.pgs.com

Skandias hemsida, www.skandia.com

Smedvig's hemsida, www.smedvig.com

Soneras hemsida, www.sonera.com

Stockholmsbörsens hemsida, www.stockholmsborsen.se

Stora Enso's hemsida, www.storaenso.com

UPM Kymmene's hemsida, www.upmkymmene.com

Uppsatser

Berning Axel, Fridh, Anders & Westling Peter "Kurseffekter vid crosslistning: En studie av sex svenska företag i USA" Magisteruppsats Lunds universitet 1998

Årsredovisningar

Skandias årsredovisning 2001