



EKONOMIHÖGSKOLAN
Lunds universitet

Kandidatuppsats

FEK 581

Juni 2004

Uppfyller likviditetsgaranterna på Stockholmsbörsen sin funktion?

Handledare:
Tore Eriksson

Författare:
Peder Andersen
Jonas Blanck
Christian Ekman
Jenny Åkesson

Sammanfattning

- Uppsatsens titel:** Uppfyller likviditetsgaranterna på Stockholmsbörsen sin funktion?
- Seminarie-datum:** 7 juni 2004
- Ämne/kurs:** FEK 581 Kandidatseminarium, 10 poäng
- Författare:** Peder Andersen, Jonas Blanck, Christian Ekman, Jenny Åkesson
- Handledare:** Tore Eriksson
- Fem nyckelord:** Likviditetsgaranti, aktielikviditet, spread, aktieomsättning, Stockholmsbörsen
- Syfte:** Att exemplifiera hur likviditetsgaranterna arbetar samt att återge en bild av hur likviditetsgarantin fungerar. Syftet är dessutom att undersöka om de bolag som tecknat avtal med en likviditetsgarant har en ökad extern handel i sin aktie jämfört med bolag som inte har en likviditetsgarant.
- Metod:** Uppsatsen karaktäriseras av ett deduktivt angreppssätt och använder såväl kvantitativa som kvalitativa metoder. För att återge en bild av likviditetsgaranternas arbete samt hur likviditetsgarantin fungerar har vi använt oss av semistrukturella intervjuer. För att undersöka vilket resultat likviditetsgaranterna har bidragit till har vi använt sekundärdata från Stockholmsbörsen. Datan omfattar 20 utvalda företag som vi studerat under en femårsperiod med fokus på två jämförande månader under 2003 och 2004. För att utröna huruvida bolag med likviditetsgarant har en ökad extern handel i sina aktier eller ej har vi utfört diverse beräkningar.
- Teoretiska perspektiv:** I uppsatsen behandlas teorier och tidigare forskning kring likviditets- och spreadbegreppet, handeln på Stockholmsbörsen, olika typer av liquidity providers samt resultatet av tidigare forskning kring likviditetsgaranter.
- Empiri:** Undersökningen baseras på 20 utvalda företag vi följer under en femårsperiod med fokus på två jämförande månader under 2003 och 2004. Undersökningen bygger även på två intervjuer med två likviditetsgaranter.
- Slutsatser:** De båda intervjuade likviditetsgaranterna har ett liknande arbetssätt. Vidare har likviditetsgaranterna inte haft så stor betydelse för likviditeten i aktien som de själva och Stockholmsbörsen gärna vill framhäva. Slutligen har likviditets-garanterna påverkat den externa handeln i kundbolagens aktier. Vi kan däremot inte säga till vilken grad de har gjort detta.

Abstract

Title: Do the liquidity providers at the Stockholm Stock Exchange fulfil their purpose?

Seminar date: June 7, 2004

Course: Bachelor thesis in Business Administration, 10 Swedish Credits (15 ECTS)

Authors: Peder Andersen, Jonas Blanck, Christian Ekman, Jenny Åkesson

Advisor: Tore Eriksson

Key words: Liquidity provider, stock liquidity, spread, turnover, the Stockholm Stock Exchange

Purpose: To state an example from two liquidity providers at the Stockholm Stock Exchange and examine how the liquidity providers work. Our purpose is also to examine if there is an increasing external trade in shares for companies that have a liquidity provider.

Methodology: This thesis is characterised by a deductive approach and includes both qualitative and quantitative methods. To get an idea about how liquidity providers work we have interviewed two liquidity providers. To examine how the work of the liquidity providers has affected the shares, we gathered liquidity reports from the Stockholm Stock Exchange. A selection of 20 companies have been analysed for the past five years, focusing on the periods March 2003 and March 2004. From that data a number of calculations have been made in order to find out if companies with liquidity providers have had increased trading.

Theoretical

perspectives: Literature about liquidity and spread has been studied. We have included research made about the trade at the Stockholm Stock Exchange and about liquidity providers, market makers and specialists.

Empirical

foundation: We have chosen to study 20 companies over a five year period with focus on March 2003 and March 2004. We have also interviewed two liquidity providers.

Conclusions: The liquidity providers that we interviewed worked in a similar way. The effects for client shares with liquidity providers are not as substantial as the providers and the Stockholm Stock Exchange accentuate. The liquidity providers do have effects on the external trade in their client shares, but further research has to be made in order to state to what extent.

Innehållsförteckning

1. INLEDNING.....	6
1.1 Bakgrund.....	6
1.2 Problemformulering.....	7
1.3 Syfte.....	8
1.4 Avgränsning.....	9
1.5 Definitioner.....	9
1.6 Målgrupp.....	10
1.7 Disposition.....	10
2. METOD.....	12
2.1 Forskningsmetodik.....	12
2.1.1 Kvalitativ och kvantitativ metod.....	12
2.1.2 Induktiv och deduktiv metod.....	13
2.1.3 Validitet och reliabilitet.....	13
2.2 Undersökningsmetodik.....	14
2.2.1 Val av ämne.....	14
2.2.2 Datainsamling.....	15
2.2.3 Felmarginal.....	15
2.2.4 Källkritik.....	16
2.3 Praktiskt tillvägagångssätt.....	16
2.3.1 Gruppering av bolagen.....	16
2.3.2 Urvalskriterier.....	18
2.3.3 Tidsram.....	18
2.3.4 Datainsamling.....	19
2.3.5 Bearbetning av datan.....	20
3. TEORI.....	22
3.1 Likviditet.....	22
3.1.1 Spread.....	24
3.2 Stockholmsbörsen.....	25
3.3 Liquidity Providers.....	27
3.3.1 Market makers.....	27
3.3.2 Specialister.....	27
3.3.3 Likviditetsgaranter.....	28
3.4 Vad tillför en likviditetsgarant?.....	28
3.4.1 Parisbörsen.....	29
3.4.2 Stockholmsbörsen.....	29
4. RESULTAT.....	31
4.1 Likviditetsgaranternas arbetssätt.....	31
4.1.1 Företagen.....	31
4.1.2 Företagsurval.....	31
4.1.3 Riskmanagement, handelslager och blankning.....	32
4.1.4 Pris för likviditetsgarantin.....	33
4.1.5 Arbetstid.....	33

4.1.6	Order och tekniska hjälpmedel	33
4.1.7	Kurser vid kursstart.....	34
4.1.8	Rapportering	34
4.1.9	Framtiden för likviditetsgaranterna.....	34
4.2	Spread	35
4.3	Omsättning.....	37
4.3.1	Omsättningens volatilitet	38
4.4	Antal dagar med handel	38
4.5	Andel intern handel.....	39
4.6	Ökning av den externa handeln.....	40
5.	ANALYS	42
5.1	Likviditetsgaranternas arbetssätt.....	42
5.2	Spread, omsättning och antal handelsdagar	43
5.3	Andel intern handel.....	43
5.4	Ökad extern handel	44
6.	SLUTSATS	45
6.1	Sammanfattning	45
6.2	Slutsats	46
6.3	Förslag till vidare forskning.....	47
7.	REFERENSER	48
	Böcker	48
	Tidskriftsartiklar	48
	Tidningsartiklar	49
	Rapporter.....	49
	Elektroniska källor	49
	Intervjuer.....	50

1. INLEDNING

I detta kapitel förklarar vi varför vi har valt ämnet likviditetsgaranter och belyser vissa intressanta aspekter av vårt val. Vi vill ge en uppfattning av vad ämnet handlar om samt förmedla de bakgrundsfakta och tankar som ledde fram till vårt syfte.

1.1 Bakgrund

”Garantier sätter fart på handeln”¹, ”Succé med garant”², ”Sömnpillen borta från piggare börs”³. Rubrikerna i finansstidningarna har varit många och positiva sedan Stockholmsbörsen i maj 2003 införde systemet med likviditetsgaranter. Att ämnet fått stor uppmärksamhet är inte förvånansvärt. Att ha god likviditet i en aktie är en av de viktigaste faktorerna för att uppnå en väl fungerande handel och börserna har ett stort intresse av att upprätthålla en hög likviditet i sina noterade aktier.

Stockholmsbörsen har internationellt sett mycket god likviditet i sina aktier⁴. Det har dock funnits en rad mindre bolag som haft en låg omsättning i sin aktie. Dålig likviditet i en aktie skapar inte bara osäkerhet om vilket pris som gäller på marknaden, det leder även till ökade transaktionskostnader samt svårigheter att få en korrekt värdering av bolagen. Det kan uppstå svårigheter att köpa eller sälja aktien, något som leder till en ökad risk för investerarna då det är svårare att göra sig av med aktien till ett vettigt pris. Dessutom kräver investerarna kompensation för sin ökade risk och högre transaktionskostnader vilket innebär ökade kapitalkostnader för bolag med illikvida aktier. För bolagen gäller dessutom att skapa en attraktiv valuta. En valuta som tar ett antal handelsdagar i anspråk vid avyttring är betydligt mindre attraktiv än en valuta som kan omsättas på ett par timmar. Detta faktum är viktigt för bolagen vid nyemissioner och förvärv där bolaget betalar med egna aktier⁵.

På många börser runt om i världen har det länge pågått ett arbete för att hålla likviditeten i aktierna på en hög nivå. Marknader som är så kallade ”quote driven” marknader, där priset sätts av börsmäklare innan investerarna lämnar in sina order, finns market makers. Det är företag som håller lager av aktier och sinsemellan konkurrerar om order från investerare genom att sätta så fördelaktiga kurser som möjligt. På så sätt hålls spreaden, skillnaden mellan köp- och säljkurs, nere. Ett exempel på en sådan marknad är Nasdaq i USA.

¹ Munkhammar, V. (2003-10-08). Garantier sätter fart på handeln. *Dagens Industri*, s. 32

² Munkhammar, V. (2003-12-12). Succé med garanti. *Dagens Industri*.

³ Hedensjö, B. (2004-04-05). Sömnpillen borta från piggare börs. *Dagens Industri*.

⁴ Pressmeddelande Stockholmsbörsen. (2003-12-11). *Likviditetsgaranter ger minskad risk och minskade handelskostnader*. www.stockholmsborsen.se. (2004-05-18).

⁵ Garat, B. (2004-05-19). Remium Fondkommission AB.

På the New York Stock Exchange (NYSE), som likt Stockholmsbörsen är en så kallad orderdriven marknad med en auktionsbaserad handel, har varje aktie en specialist som förutom att den sköter all handel med aktien också har en skyldighet att upprätthålla en viss likviditet i aktien. Detta genom att de sätter kurser om det inte finns någon köpare eller säljare som gör det. På Parisbörsen finns ett system med likviditetsgaranter sedan 1992. Det fungerar på liknande sätt som det svenska.

I maj 2003 rekommenderade Stockholmsbörsen bolag med lågt omsatta aktier att anlita en likviditetsgarant för att få fart på handeln. Syftet med likviditetsgarantin är att det alltid finns köp- och säljkurser med acceptabel spread. På så sätt minskar investerarnas kostnad och risk. Minskad spread leder till ökad likviditet med större omsättning och ett ökat antal köpare och säljare. Detta leder i sin tur till en mer korrekt prisbildning och värdering av bolaget, något som är av stor betydelse för aktieägarna⁶. Att aktien blir mer attraktiv att handla med kan även leda till att aktien börjar omnämnas i olika finansforum, media skriver om aktien och bolagets VD blir inbjuden till olika tillställningar där han kan presentera sitt företag. Kring aktien skapas ett brus och med bruset ökar intresset och handeln⁷.

1.2 Problemformulering

Intresset från bolag på Stockholmsbörsen att anlita likviditetsgaranter har varit stort och idag har 54 noterade bolag en likviditetsgarant. Systemet har rosats i pressen och fått väldigt positivt gensvar från alla inblandade parter. I en utländsk forskarstudie, utförd av Anand, Tangaards och Weaver, som Stockholmsbörsen presenterade den 11 december 2003 har 22 svenska bolag undersökts innan och efter de anlidade en likviditetsgarant. Undersökningen visar bland annat att den genomsnittliga spreaden har minskat med över 50 procent, volymen har ökat med över 40 procent och antalet affärer har ökat med i genomsnitt 75 procent⁸. Även tidningen Dagens Industri har gjort en undersökning som visade på positivt resultat. Enligt denna hade den dagliga omsättningen under månaden efter det att en likviditetsgarant anlits i aktierna ökat med i genomsnitt 80 procent⁹. Det finns tidigare forskning som visar andra resultat. En undersökning från Parisbörsen visar att deras system med likviditetsgaranter inte har lett till minskad spread, ökad handelsvolym eller större orderdjup¹⁰.

Det verkar vara den allmänna uppfattningen att likviditeten ökat i aktier på Stockholmsbörsen vars bolag tecknat avtal med likviditetsgaranter. Media

⁶ Amihud, Y. & Mendelson, H. (1991). Liquidity, Asset Prices and Financial Policy. *Financial Analysts Journal*, 6, s 56-67.

⁷ Appeltoft, J. (2004-04-06). E. Öhman J:or Fondkommission AB.

⁸ Anand, A., Tangard, C. & Weaver, D. (2003). *Paying for Market Quality*.

⁹ Munkhammar, V. (2003-10-08). Garantier sätter fart på handeln. *Dagens Industri*.

¹⁰ Mann, S., Venkataraman, K. & Waisburd, A. (2002). *Stock Liquidity and the Value of a Designated Liquidity Provider: Evidence from Euronext Paris*.

har i sin rapportering om likviditetsgaranternas framgång främst utgått från den undersökning Stockholmsbörsen presenterat som visat ett positivt utfall av satsningen. Det finns dock artiklar som tyder på andra orsaker till förbättringarna. En artikel i Dagens Industri nämner kortfattat att de positiva effekterna på börsen kan ha påverkats av externa faktorer såsom nyheter kring bolagen, börsens uppgång och säsongeffekter¹¹. En annan artikel från Dagens Industri talar om det minskade antalet illikvida aktier på börsen. Stockholmsbörsen kategoriserar aktier i klasser från A till C där de mest omsatta aktierna placeras i kategori A. Aktierna i klass C betraktas som de minst omsatta aktierna. De handlas högst hälften av månadens handelsdagar, den genomsnittliga dagsomsättningen är under 200 000 kronor och spreaden är över fem procent. Författaren påvisar att det numera inte finns några aktier kvar i C-klassen och anger att sammanlagt 44 bolag rört sig därifrån sedan juli 2002¹². Flytten från den illikvida kategorin har dock börjat redan innan systemet med likviditetsgaranter trädde i kraft. Detta ger en indikation på att likviditetsgaranternas betydelse kan vara överdriven.

Kan det vara så att den positiva rapporteringen av likviditetsgaranternas inverkan på de illikvida aktierna är felaktig eller överdriven? Visar Anand med fleras undersökning ett rättvisande resultat? Tar den hänsyn till externa faktorer som kan ha påverkat omsättningen i illikvida aktier i en positiv riktning? Hur kan undersökningen från Parisbörsen ha kommit fram till motsatt resultat? Det är vår målsättning med uppsatsen att ta reda på om den ökade likviditeten i mindre omsatta aktier beror på likviditetsgaranterna. Har de svenska likviditetsgaranterna verkligen bidragit i så stor utsträckning att få fart på handeln som det påstås i media? Har bolag med likviditetsgaranter större extern handel än de utan eller beror framgångsfaktorerna minskad spread och ökad omsättning på andra faktorer? Kan den ökade likviditeten i aktierna härledas till den allmänna börsuppgången eller till likviditetsgaranterna?

1.3 Syfte

Då företeelsen med likviditetsgaranti är relativt ny i Sverige är vår ambition att exemplifiera hur likviditetsgaranterna arbetar samt att återge en bild av hur likviditetsgarantin fungerar.

Syftet är dessutom att undersöka om de bolag som tecknat avtal med en likviditetsgarant har en ökad extern handel i sin aktie jämfört med bolag som inte har en likviditetsgarant.

¹¹ Munkhammar, V. (2003-10-08). Garantier sätter fart på handeln. *Dagens Industri*.

¹² Hedensjö, B. (2004-05-06). Börsen befriad från sömnpiller. *Dagens Industri*.

1.4 Avgränsning

Vi valde att avgränsa studien till den svenska aktiemarknaden och företag inom industri, teknik och telecom. Likviditetsgaranter blev officiella i juli 2003 och det är av intresse för oss att se hur handeln i aktierna för de utvalda bolagen med likviditetsgaranter såg ut innan dessa börjande användas. Vi har undersökt samtliga avslut, det vill säga köp- och säljtransaktioner, för de utvalda aktierna på Stockholmsbörsen under mars månad åren 2003 och 2004. Avgränsningen, en månad för två på varandra efterföljande år, har gjorts då datamängden för ovanstående transaktioner är väldigt omfattande. Att valet föll på just mars månad beror på att vi ville ha så aktuella data som möjligt samt att vi ville att bolagen skulle ha haft en likviditetsgarant så länge som möjligt.

1.5 Definitioner

- Antalet avslut – hur många gånger aktien har handlats under angiven tidsperiod.
- Antalet dagar med avslut – dagar med avslut i förhållande till antalet tillgängliga handelsdagar uttryckt i procent.
- Extern handel – de avslut som inte, enligt nedan, kan klassas som intern handel. Observera att vår definition inte är den gängse beteckningen på extern handel.
- Handelspost/börspost – det antal aktier som normalt handlas som en post på Stockholmsbörsen. En handelspost/börspost motsvarar ungefär ett halvt basbelopp för aktier noterade på A-listan och en fjärdedels basbelopp för aktier noterade på O-listan.
- Intern handel – avslut där likviditetsgaranten handlar med fem handelsposter eller mindre. Avslut som inte är hela handelsposter medräknas ej och inte heller avslut där likviditetsgaranten är både köpare och säljare. Observera att vår definition inte är den gängse beteckningen på intern handel.
- Liquidity provider – överordnande begrepp som innefattar market makers, specialister och likviditetsgaranter.
- Omsättning – storleken på aktiens handel uttryckt i kronor.
- Spread – skillnaden mellan en akties köp- och säljkurs.

- Volatilitet – en akties förmåga att hålla sig vid en underliggande trend. En hög volatilitet visar på att aktien har en förmåga att kraftigt avvika från den underliggande trenden, medan en aktie med låg volatilitet är stabilare och endast gör små avvikelser från trenden.
- Volym – storleken på aktiens handel i antal aktier.

1.6 Målgrupp

Vår målgrupp för undersökningen är investerare, likviditetsgaranter, Stockholmsbörsen och bolag med intresse av likviditetsgarantin.

Det borde finnas ett intresse hos investerare att få bekräftat eller dementerat huruvida aktier med likviditetsgaranter är en bättre och tryggare investering.

Likviditetsgaranternas intresse borde ligga i huruvida deras funktion är motiverad eller ej.

Stockholmsbörsen borde som initiativtagare ha intresse av en jämförande undersökning samt intresse av att systemet med likviditetsgaranter beskrivs och kunskap om detta sprids.

Bolagens intresse ligger i att tecknandet av en likviditetsgarant är en kostsam investering och undersökningen kan ange värdet av att ha en likviditetsgarant.

1.7 Disposition

I kapitel två behandlar vi olika forskningsmetodologiska begrepp som har betydelse för vår undersökning. Vi preciserar också vårt praktiska tillvägagångssätt, hur datan samlats in, vad den omfattar, hur vi bearbetat den samt vår motivering för val av datan.

För att sätta in vår undersökning i ett sammanhang och för att öka läsarens förståelse för vad vi gjort tar vi i kapitel tre upp relevanta teorier och begrepp inom området. Vi presenterar tidigare forskning och diskuterar dess betydelse för vår studie.

I kapitel fyra presenterar vi med hjälp av tabeller och diagram de resultat vi har kommit fram till med hjälp av våra insamlade data.

I kapitel fem analyserar vi de resultat vi har kommit fram till och presenterar våra egna funderingar kring betydelsen av likviditetsgaranter på Stockholmsbörsen.

Slutligen summerar vi vår undersökning i kapitel sex. Vi redogör för våra slutsatser och ger förslag till vidare forskning inom området.

2. METOD

I detta kapitel redogör vi för vilka forskningsmetoder vi använt i undersökningen. Förklaringar ges till hur vi gjort vårt urval samt lagt upp undersökningen. Vidare beskriver vi hur vi praktiskt gått tillväga när vi samlat in och bearbetat datan samt vilka felkällor som kan finnas.

2.1 Forskningsmetodik

2.1.1 Kvalitativ och kvantitativ metod

Undersökningens syften ställer olika krav på datainsamling och metod. För att återge en bild av hur likviditetsgaranterna arbetar använde vi kvalitativa metoder. Där vi undersökte den externa handeln samt hur likviditetsgarantin fungerar har vi använt kvantitativa metoder för datainsamling och beräkningar.

I det första syftet där vi exemplifierar likviditetsgaranternas arbete och kunskapsytet är deskriptivt har datainsamlingen utförts i form av insamling av tidigare undersökningar samt av både muntliga och skriftliga intervjuer med aktörer på aktiemarknaden..

Den andra delen av första syftet var att återge en bild av hur likviditetsgarantin fungerar. Det andra syftet gällde om den ökade externa handeln beror på likviditetsgaranterna eller ej. För att undersöka dessa har vi samlat in data från Stockholmsbörsen och innehåller information om avslut för våra utvalda aktier under mars 2003 och mars 2004 samt likviditetsrapporter från år 2000 till år 2004. Datan analyserade utifrån de kriterier vi fastställt. Slutligen drog vi slutsatser utifrån våra beräkningar.

Sättet på vilket vi drog slutsatserna i den första delen av första syftet skiljer sig avsevärt från metoden att dra slutsatser på i andra delen av första syftet samt det andra syftet. De grundades inte på matematiska beräkningar och datan som ligger till grund för slutsatserna karakteriserades här av sin mängd och obestämbarhet. Slutsatserna drog vi utifrån våra tolkningar och bedömningar

2.1.2 Induktiv och deduktiv metod

Ett induktivt förhållningssätt innebär att man söker regelbundenheter i olika betraktelser och därefter ställer upp en hypotes. Vid deduktiv metod prövas en hypotes mot empirin och hypotesen blir modifierad eller bekräftad. Denna hypotes kan tills vidare betraktas som en teoretisk sats¹³.

Distinktionen mellan deduktion och induktion handlar om förhållandet till teori. Ett induktivt arbetssätt innebär att utifrån observationer dra slutsatser för att skapa teorier, medan det deduktiva förhållningssättet innebär att forskaren utgår från färdiga teorier i sin undersökning¹⁴.

Vi utgick från tidigare forskning för att ta del av resultat och slutsatser att jämföra våra resultat med samt för att utröna vår undersöknings unikhet. Eftersom vi saknar en teori att applicera på vårt studieobjekt testade vi inte om någon teori är sann. Vi studerade inte heller fenomenet utifrån någon teori.

2.1.3 Validitet och reliabilitet

Validitet avser om man mätt det som man avsett att mäta. Validiteten kan delas in i inre och yttre.

2.1.3.1 Inre validitet

Den inre validiteten anger de operationella definitionerna av begrepp¹⁵. Vi undersökte hur mycket den externa handeln har ökat i aktier vars bolag tecknat avtal med likviditetsgaranter. Vår bestämning av extern handel har betydelse för resultatet. Ett övervägande vi har funderat kring är hur vi skulle tolka likviditetsgarantens handel. Vi jämförde data från mars 2003, innan några bolag tecknat avtal gällande likviditetsgaranti med data från mars 2004 då bolagen hade likviditetsgaranter. Definierade vi all handel, inklusive likviditetsgarantens, som extern handel kommer delar av omsättningsökningen i handeln bero på likviditetsgarantens handel. Definierade vi däremot extern handel som all handel exklusive likviditetsgarantens fick vi problemet att en del verklig handel försvann då det faktiskt existerar en verklig köpare och säljare på motsvarande sida likviditetsgaranten.

¹³ Arvidsson, P. & Rosengren, K.E. (1992). *Sociologisk Metodik*. Solna: Almqvist & Wiksell.

¹⁴ Lundahl, U. & Skärvad, P.H. (1992). *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*. Lund: Studentlitteratur.

¹⁵ Eriksson, L.T. & Wiedersheim, F. (2001). *Att utreda forska och rapportera*. Malmö: Liber Ekonomi.

2.1.3.2 Yttre validitet

Den yttre validiteten anger vilka källor som använts. Ett ofullständigt eller felaktigt datamaterial ger en låg yttre validitet¹⁶. Vår yttre validitet bedömer vi som hög då datan har hämtats från Stockholmsbörsen vilka har stora krav från sina intressenter att presentera korrekt och relevant data.

Den kvalitativa datan hämtade vi främst genom intervjuer. För att säkerställa en hög yttre validitet genomfördes endast intervjuer med personer som dagligen arbetar med likviditetsgarantin.

2.1.3.3 Reliabilitet

All data innehåller slumpmässiga mätfel, reliabilitet anger graden av dessa. En hög reliabilitet innebär tillförlitlig data. Slumpmässigheten kan bero på en rad olika faktorer¹⁷. Reliabilitet är hur vi utför våra mätningar och vår noggrannhet vid bearbetningen av denna¹⁸.

Vi har i vår undersökning två typer av datakällor, kvalitativ data från intervjuer och kvantitativ data från Stockholmsbörsen. Den kvalitativa datan som framkommer vid intervjuerna är inte kritisk för vår undersökning. Den skall endast återspegla likviditetsgaranternas sätt att arbeta. För att undvika missförstånd spelades intervjuerna in på band och de intervjuade personerna har därefter kontrollerat att vi tolkat informationen korrekt. Vi bedömer att reliabiliteten i den kvantitativa datan är hög eftersom Stockholmsbörsen anses som en säker källa.

2.2 Undersökningsmetodik

2.2.1 Val av ämne

Ämnet likviditetsgaranter på Stockholmsbörsen är intressant ur den synvinkeln att det är en ny företeelse. Det har endast gjorts en utvärderande undersökning av likviditetsgarantin på Stockholmsbörsen sedan likviditetsgarantin introducerades. Den studien kom fram till motsatt resultat jämfört med en liknande undersökning som gjorts på Parisbörsen, något som gör hela företeelsen ännu mer intressant. Vår ambition var att undersöka utfallet i handeln för aktier med likviditetsgaranter jämfört med aktier utan likviditetsgaranter. Eftersom det fanns indikationer på att likviditeten började

¹⁶ Eriksson, L.T. & Wiedersheim, F. (2001). *Att utreda forska och rapportera*. Malmö: Liber Ekonomi.

¹⁷ Arvidson, P. & Rosengren, K. E. (1992). *Sociologisk Metodik*.

¹⁸ Holme, I.M. & Krohn Solvang, B. (1997). *Forskningsmetodik*. Lund: Studentlitteratur.

öka redan innan likviditetsgarantin trädde i kraft ansåg vi det vara angeläget med en sådan jämförelse.

2.2.2 Datainsamling

I vår undersökning arbetade vi med såväl primär som sekundär data. Primär data är data som vi själva samlade in och sekundär data är data insamlad av andra¹⁹.

Primärdatan samlade vi in via intervjuer. Dessa genomfördes muntligt vid personliga möten och via telefonsamtal samt skriftligt via e-post. De muntliga intervjuerna var semistrukturella, det vill säga genomfördes med hjälp av ett frågeformulär som intervjupersonerna fick några dagar innan intervjun samt med öppna frågor och eventuella följdfrågor som uppstod vid intervjutillfället.

Vi använde e-post främst när det gällde specifika frågor vi ville få besvarade under undersökningens gång. Sekundärdatan hämtades från statistikavdelningen på Stockholmsbörsen.

2.2.3 Felmarginal

Likviditetsgaranterna väljer vilka bolag de skall teckna avtal med. I undersökningen av likviditetsgarantisystemet på Parisbörsen antyder författaren att likviditetsgaranterna gör sitt urval utifrån bolagens framtida potential²⁰. Det finns därför anledning att påpeka att detta kan vara en felkälla där likviditetsgaranterna har valt bolag vars aktier i sig kommer att ha en stigande omsättning.

Vi har valt två jämförande perioder, mars 2003 och mars 2004. Jämförelsen har skett i en börsuppgång vilket ger anledning att påpeka att resultaten endast gäller under en börsuppgång och förutsättningarna skiljer sig vid börsnedgångar. För att utröna trender har vi valt att studera likviditetsrapporter för de utvalda företagen under fem år tillbaks.

Bolag utan likviditetsgarant kan under dagen ha en hög spread men vad som redovisas är den för dagen genomsnittliga spreaden²¹. Vår slutsats bygger på ovan nämnda. Andra jämförelser kanske hade lett till andra slutsatser.

¹⁹ Andersen, I. (1998). *Den uppenbara verkligheten – val av samhällsvetenskaplig metod*. Lund: Studentlitteratur.

²⁰ Mann, S., Venkataraman, K. & Waisburd, A. (2002). *Stock Liquidity and the Value of a Designated Liquidity Provider: Evidence from Euronext Paris*.

²¹ Intervju. Garat. B. (2004-15-19). Remium AB.

Ytterligare en felmarginal kan ha uppkommit då vi har beräknat hur stor den interna handeln har varit. Vissa avslut som har varit på exempelvis två handelsposter har gjorts eftersom likviditetsgaranten vill öka sina intäkter och inte för att enbart hålla sina åtaganden.

2.2.4 Källkritik

Sekundärdatan från Stockholmsbörsen bedömer vi vara tillförlitlig. I primärdatan som vi hämtat från intervjuer finns all anledning att påtala intervjuobjektens intresse av det de beskriver. Samtliga parter har intresse av att framhålla förträffligheten i system med likviditetsgaranter.

2.3 Praktiskt tillvägagångssätt

2.3.1 Gruppering av bolagen

Vi har valt att arbeta med tre jämförande grupper (se Tabell 2.1-2.3). Två av dessa består av bolag med likviditetsgarant och den tredje gruppen saknar likviditetsgarant. Grupp 1 består av fem bolag som använder sig av Remium AB som likviditetsgarant, Grupp 2 av fem bolag som har E. Öhman J:or Fondkommission AB som likviditetsgarant och Grupp 3 av tio bolag som inte använder sig av systemet med likviditetsgaranti. Vi kommer hädanefter att benämna Remium AB som Remium och E. Öhman J:or Fondkommission AB som Öhman.

Grupp 1 - Remium likviditetsgarant				
	Lista	Börsvärde	Tid med likviditetsgarant	Bransch
Addtech AB ser. B	O-listan	1,01	Sedan 2003-06-30	Industri / Grossister
Beijer Alma AB, G & L ser. B	O-listan	0,77	Sedan 2003-11-14	Industri / Ind. konglomerat
Modul 1 Data AB	O-listan	0,12	Sedan 2003-11-14	IT
NOCOM AB ser. B	O-listan	0,16	Sedan 2003-06-04	IT / Programvara
ProAct IT Group AB	O-listan	0,25	Sedan 2003-05-12	IT
<i>Medelvärde</i>		<u>0,46</u>		

Tabell 2.1, Förteckning över de fem aktier, med Remium som likviditetsgarant, som vi har med i undersökningen. För dessa fem bolag redovisas vilken lista på Stockholmsbörsen som de finns på, deras börsvärde (i miljarder kronor), datum då de tecknade avtal med likviditetsgaranten samt vilken bransch de verkar inom.

Grupp 2 - Öhman likviditetsgarant				
	Lista	Börsvärde	Tid med likviditetsgarant	Bransch
Ångpanneföreningen AB ser. B	A-listan	0,73	Sedan 2003-11-04	Industri / Tekn. Konsult
Beijer AB ser. B	A-listan	0,51	Sedan 2003-06-18	Industri / Grossister
Consilium AB ser. B	O-listan	0,17	Sedan 2003-09-26	Industri / Övrig industri
MultiQ International AB	O-listan	0,14	Sedan 2003-10-27	IT / Hårdvara
onetwocom AB	O-listan	0,10	Sedan 2003-11-01	Telekom / Underlev.
<i>Medelvärde</i>		<u>0,33</u>		

Tabell 2.2, Förteckning över de fem aktier, med Öhman som likviditetsgarant, som vi har med i undersökningen. För dessa fem bolag redovisas vilken lista på Stockholmsbörsen som de finns på, deras börsvärde (i miljarder kronor), datum då de tecknade avtal med likviditetsgaranten samt vilken bransch de verkar inom.

Grupp 3 - Aktier utan likviditetsgarant			
	Lista	Börsvärde	Bransch
ElektronikGruppen AB ser. B	O-listan	0,26	Industri / Grossister
HL Display AB ser. B	O-listan	0,75	Industri / Övrig industri
Lagercrantz Group AB ser. B	O-listan	0,58	Industri / Grossister
OEM International AB ser. B	O-listan	0,76	Industri / Grossister
Protect Data AB	O-listan	0,41	IT / Programvara
Resco AB ser. B	O-listan	0,12	IT
rnb Retail and Brands AB	O-listan	0,20	Konsumentvaror
Semcon AB	O-listan	0,43	Industri / Tekn. Konsult
Studsvik AB	O-listan	0,79	Industri / Övrig industri
Thalamus Net ser. B	O-listan	0,23	Telekommunikation
<i>Medelvärde</i>		<u>0,45</u>	

Tabell 2.3, Förteckning över de tio aktier, utan likviditetsgarant, som vi har med i undersökningen. För dessa tio bolag redovisas vilken lista på Stockholmsbörsen som de finns på, deras börsvärde (i miljarder kronor) samt vilken bransch de verkar inom.

2.3.2 Urvalskriterier

Vi har valt bolag utifrån följande kriterier:

- Då vi vill undersöka likviditetsgaranter på den svenska aktiemarknaden är endast bolag från Stockholmsbörsen med i studien.
- Bolag som använder sig av en annan likviditetsgarant än Remium och Öhman valdes bort. Studier av fler likviditetsgaranter hade inneburit för stor datamängd för den tid vi har till vårt förfogande.
- Endast bolag som befinner sig på Stockholmsbörsens O- eller A-lista valdes eftersom bolag på Nya Marknaden och Xterna listan har andra villkor.
- Vi har valt bort bolag som har eller har haft sina aktier på nollcourtagelistor eftersom medverkan på en nollcourtagelista kan ha stor påverkan på en akties omsättning.
- De bolag som anlidade en likviditetsgarant senare än 2003-12-31 valdes bort eftersom vi endast önskade bolag som har använt sig av likviditetsgaranti under en relativt lång tid.

Därefter tittade vi på de resterande bolagens börsvärde och branschtillhörighet för att skapa så likvärdiga grupper som möjligt. Datan för dessa två faktorer fann vi i tidningen *Affärsvärlden*²². Faktorn börsvärde valdes eftersom vi ville ha bolag med liknande storlek. Börsvärde är den mest rättvisande metoden att jämföra bolags storlek. Branschtillhörighet har vi med som ett urvalskriterium för att i största möjliga mån kunna eliminera skillnader i konjunkturkänslighet i de valda bolagen. Vi har valt bolag som verkar inom branscherna industri, IT och telecom. Det fanns inte tillräckligt många företag inom de branscherna som uppfyllde de övriga kriterierna, därför tillhör ett företag en annan bransch. Rnb Retail and Brands AB tillhör branschen konsumtionsvaror, men uppfyller de övriga kriterierna varför vi kom fram till att den var en lämplig kandidat att inkludera i studien

Då bolagen på Stockholmsbörsens A- och O-lista är för få för att kunna skapa grupper med företag som har i det närmaste exakt lika egenskaper har vi istället valt att skapa grupper som har en liknande spridning vad det gäller börsvärde och branschtillhörighet.

2.3.3 Tidsram

Att undersöka endast en månad under två år är en relativt kort period. För att öka substansen och hitta eventuella felkällor i datan har vi även gjort en bredare men mindre omfattande undersökning. Vi har följt utvecklingen i aktierna och granskat spreaden, omsättningen samt antalet dagar med avslut för de utvalda aktierna för mars månad under de senaste fem åren, det vill säga år 2000 – 2004. Detta hjälper oss att se eventuella trender och att sätta in våra data i ett sammanhang.

²² Aktieindikatorn. (2004-03-31). *Affärsvärlden*, s 60 – 65.

2.3.4 Datainsamling

2.3.4.1 Primärdata

Vårt första syfte var att beskriva likviditetsgaranternas arbetssätt. Vi har därför utfört två intervjuer med representanter för företag som arbetar med likviditetsgaranti. Intervjuerna har genomförts av två frågeställare med en respondent vid båda tillfällena. Vi har använt bandspelare för att inte förlora någon information. Underlaget för intervjuerna har skiljt sig i innehåll och upplägg. Frågorna vi ställde var relativt öppna vilket ledde till att vi fick lite jämförande data. Däremot framkom data vi inte haft kännedom om tidigare och därför inte heller efterfrågat.

Den första intervjun var en personlig intervju med Joakim Appeltofft på Öhman i Malmö, där Appeltofft arbetar som likviditetsgarant.

Den andra intervjun gjordes per telefon med Björn Garat på Remium. Garat ansvarar för arbetet med likviditetsgarantin på Remium.

2.3.4.2 Sekundärdata

All sekundär data har kommit från Stockholmsbörsen. Data om spread, omsättning samt antalet dagar med avslut i de utvalda aktierna har vi hämtat från Stockholmsbörsens hemsida²³. Den mer ingående informationen gällande avsluten har erhållits via e-post från Stockholmsbörsen. Den datan bestod av alla avslut under mars 2003 och mars 2004 för de 20 bolag som ingick i undersökningen. Datan innehöll information om när avsluten utförts, om avslutet genomfördes manuellt eller automatiskt, till vilken kurs, vilken volym samt vem som var köpare och vem som var säljare. Slutligen fick vi även en sammanställning av hur handeln för aktien såg ut dag för dag, där alla avslut under en dag har sammanfattats. Utifrån dessa data har vi sedan selekterat de uppgifter som vi behövt för att kunna genomföra vår undersökning och göra de beräkningar som var nödvändiga för att nå ett resultat.

²³ Stockholmsbörsen. Likviditetsrapporter. www.stockholmsborsen.se. (2004-05-03)

2.3.5 Bearbetning av datan

2.3.5.1 Primärdata

Vi har efter intervjuerna skrivit en sammanställning av det inspelade materialet. I sammanställningen har vi gjort ett urval av vad vi bedömt vara relevant. Vid oklarheter har kompletterande frågor skickats till respondenten.

Primärdatan har genomgått ytterliggare en sammanställning i resultatkapitlet. Vi har omarbetat intervjumaterialet och gjort ett urval av det som sagts, därefter har det slutliga bearbetade materialet skickats till respondenterna för godkännande.

2.3.5.2 Sekundärdata

För att få en överblick över hur likviditetsmåttens spread, omsättning och antal dagar med handel har sett ut de senast fem åren tittade vi först på förändringen inom dessa. Vi beräknade medelvärdena för de båda faktorerna för varje grupp för respektive period.

Några av de valda företagen har inte existerat under alla fem undersökningsperioderna. I dessa fall beräknade vi endast medelvärden för de befintliga företagen. Särskild vikt lade vi vid förändringen mellan mars 2003 och mars 2004 för att se vad som hänt sedan likviditetsgarantin införts. Genom att jämföra Grupp 1 och Grupp 2, som innehåller bolag med likviditetsgarant, med Grupp 3, som består av bolag utan likviditetsgarant, kunde vi få en uppfattning om vilken betydelse likviditetsgaranten haft för utvecklingen. För att ge en överskådlig bild av utvecklingen har vi gjort olika diagram som tydligt visar förändringarna i de olika grupperna. När det gäller faktorn omsättning, jämförde vi de utvalda företagens omsättning med börsens totala omsättning. Vi undersökte omsättningen under alla fem åren men valde att endast presentera resultaten för åren 2003 och 2004. Detta beror på att datan för de tidigare åren inte ger något rättvisande resultat eftersom vi i vår undersökning har med ganska många IT-bolag. Dessa hade i samband med IT-boomen en enorm omsättning som sedan minskade drastiskt under år 2001. Vi ansåg därför att datan vi fick fram från dessa bolag för åren 2000 till 2002 inte gav en rättvis bild att jämföra med varför vi valde att inte presentera denna.

För att kunna undersöka om likviditetsgaranterna har bidragit till en ökad extern handel beräknade vi den totala ökningen i handeln minus likviditetsgaranternas interna handel. För att få fram hur stor den interna handeln var valde vi ut vilka avslut som likviditetsgaranten har gjort för att hålla sina åtaganden. Först tittade vi på vilken storlek på avsluten som var mest frekventa. Vi valde bort de avslut som inte var hela handelsposter och de som översteg tio handelsposter. Som visas i nedanstående tabeller är en till fem handelsposter vanligast varför vi antog att likviditetsgaranten främst handlar med en till fem handelsposter.

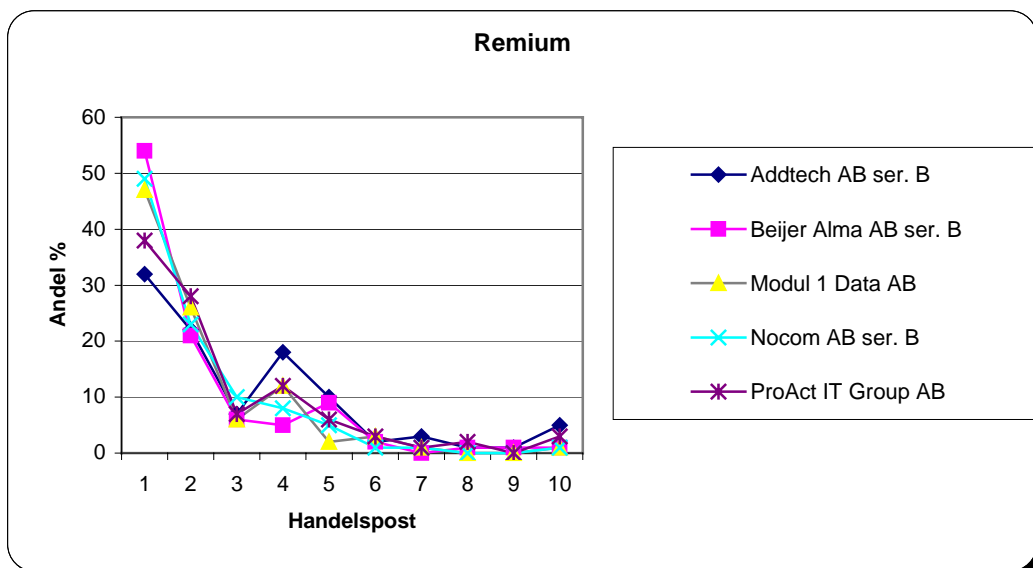


Diagram 2.1, Procentuell fördelning av storleken på avsluten under mars 2004 i de fem aktier, med Remium som likviditetsgarant, som vi har valt att ha med i studien. Här är inte medräknat de avslut som överstiger tio handelsposter och de avslut som inte är hela handelsposter.

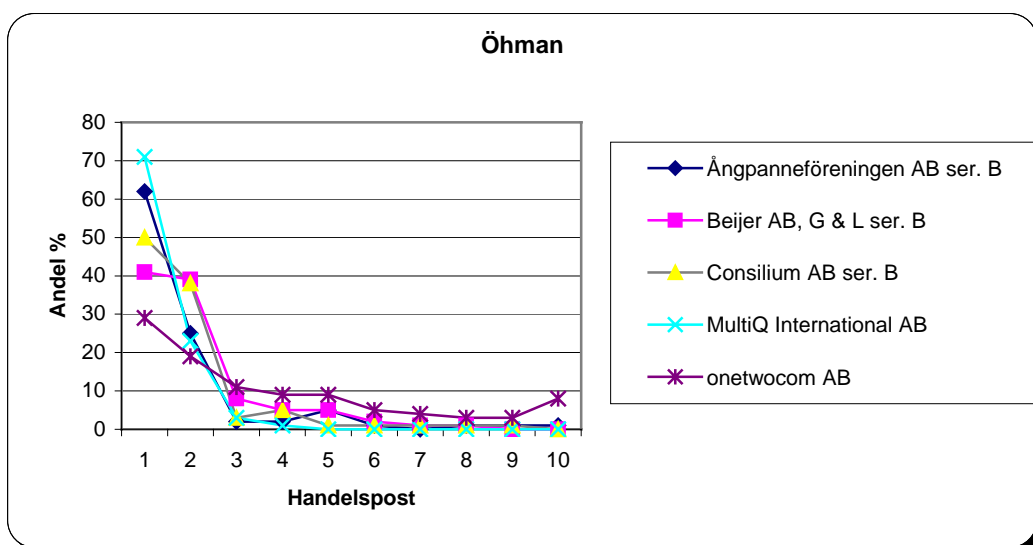


Diagram 2.2, Procentuell fördelning av storleken på avsluten under mars 2004 i de fem aktier, med Öhman som likviditetsgarant, som vi har valt att ha med i studien. Här är inte medräknat de avslut som överstiger tio handelsposter och de avslut som inte är hela handelsposter.

Därefter beräknade vi antalet avslut där likviditetsgaranten har varit köpare eller säljare och kunde då ser hur stor den interna handeln var. Detta gjorde att vi kunde beräkna hur stor den externa handeln var för bolag med likviditetsgaranter. Slutligen jämförde vi antalet avslut under mars 2003 och mars 2004 för att se om det har skett en större ökning i den externa handeln för de aktier som har en likviditetsgarant jämfört med dem som inte har det.

3. TEORI

I detta kapitel förklarar vi likviditetsbegreppet ingående. Vi beskriver hur handeln på Stockholmsbörsen fungerar samt vilka alternativ till likviditetsgaranti som finns och hur de fungerar. Slutligen går vi in på den tidigare forskning kring likviditetsgaranter som finns.

3.1 Likviditet

God likviditet är viktigt för alla aktörer på aktiemarknaden, inte minst för investerarna. Att en aktie har hög likviditet är betydelsefullt ur främst tre aspekter. För det första innebär hög likviditet att en investerare enkelt kan sälja en aktie snabbt och till låg kostnad. För det andra ger god likviditet en bättre möjlighet att handla och göra vinster, främst på kort sikt. Slutligen, ju större möjlighet till handel i aktien, desto bättre speglar kursen företagets rätta värde. Aktier med låg likviditet leder till spekulation i aktien vilket medför att aktiekursen inte speglar företagets rätta värde.

Begreppet likviditet saknar en klar definition och forskarnas meningar om hur man ska mäta det går isär. Dock är man överens om att ju lägre likviditet en aktie har, desto högre avkastning förväntas den ge. Detta betyder dock inte att det är bättre för investerare att hålla aktier med dålig likviditet eftersom transaktionskostnaderna då är större. För investerare med korta placeringar är det viktigt att ha god likviditet i aktierna medan det för långa placeringar spelar mindre roll. Investerare med lång planeringshorisont kan tjäna på en högre avkastning i illikvida aktier²⁴. Frågan om varför likviditet är viktigt har analyserats av en mängd forskare. Trots fler och fler bevis för att likviditet spelar en ekonomisk roll, är det fortfarande oklart exakt vad likviditet är och hur det kan mätas. Amihud och Mendelson delar in likviditet i fyra olika kostnadskomponenter.

1. *Köp- säljspread:* Liquidity providers ställer en köp- och en säljkurs och skillnaden mellan dessa är en tillgångs spread. Denna innebär en kostnad för investerare. En tillgångs likviditet har ett negativt samband till spreaden.
2. *Prispåverkan:* Denna kostnad uppkommer då en investerare som handlar med stora volymer driver upp priset vid köp och driver ner priset vid en försäljning. Då uppstår en prispremie som måste betalas av en investerare som vill köpa stora kvantiteter. Prisförändringarna är större för en illikvid aktie än för en likvid.

²⁴ Amihud, Y. & Mendelson, H. (1991). Liquidity, Asset Prices and Financial Policy. *Financial Analysts Journal*.

3. *Sök- och förseningskostnader*: När en dealer drar ut på en transaktion för att försöka nå bättre villkor, som till exempel bättre priser, uppstår kostnader dels för att kontakta potentiella handelspartners och dels för risken dealern tar med att vänta med transaktionen. Dessa kostnader måste vägas mot kostnaderna förknippade med att sälja tillgången omedelbart, det vill säga mot spreaden och prispåverkan.
4. *Direkta transaktionskostnader*: Dessa inkluderar bland annat mäklararvoden²⁵.

Två andra forskare, Hodrick och Moulton, tar upp likviditet ur en annan synvinkel. De beskriver en tillgång som perfekt likvid om en investerare omedelbart kan handla den volym han vill utan för stor påverkan på tillgångens pris. De betonar tre aspekter av likviditet som är av betydelse för en investerare; tillgänglighet, kvantitet och pris. Avvikelse från perfekt likviditet leder enligt Hodrick och Moulton till kostnader för en investerare. Storleken på dessa kostnader och hur de interagerar karakteriserar en tillgångs likviditet och kan förklara skillnader i olika tillgångars likviditet.

En liquidity provider sätter ett visst pris för en viss kvantitet och är sedan beredd att handla till det priset. Han kan ses som en som kontrollerar pris och kvantitet men har ingen kontroll över när transaktionerna sker. En liquidity provider kan inte heller skilja på en investerare med informationsövertag och en oinformerad investerare. De båda väljer tidpunkt och vilken kvantitet de vill handla, men måste handla till det pris som liquidity providern har satt. En aktör med informationsövertag köper om köpkursen är lägre än tillgångens verkliga värde och säljer om säljkursen är högre än det verkliga värdet. Om det verkliga värdet ligger mellan köp- och säljkursen handlar han inte i aktien. En liquidity provider förlorar i regel pengar på att handla med informerade aktörer men tjänar pengar på handeln med oinformerade investerare. Om det finns en möjlighet att en aktör med informationsövertag finns på marknaden sätter en liquidity provider en köpkurs över och en säljkurs under värdet som en oinformerad investerare förväntar sig.

Skillnaden mellan köp- och säljkurs ökar alltså i proportion till antalet informerade aktörer. Likviditeten påverkas av hur pris, kvantitet och tillgänglighet interagerar men enligt Hodrick och Moulton även av hur liquidity providers, informerade samt oinformerade aktörer agerar sinsemellan. Hodrick och Moulton betonar vikten av att man även tittar på dessa tre aspekter när man mäter likviditet och inte bara på de populära måtten spread, marknadsdjup, transaktionskostnader och prispåverkan²⁶.

²⁵ Amihud, Y & Mendelson, H. (1991). Liquidity, Asset Prices and Financial Policy. *Financial Analysts Journal*.

²⁶ Hodrick, L. S. & Moulton, P. C. (2002). *Liquidity*.

3.1.1 Spread

Ett viktigt sätt att mäta likviditet på är genom spreaden. Köp- och säljspreaden kan ses som den avgift en investerare får betala för att få en transaktion genomförd omedelbart. På en orderdriven marknad är spreaden skillnaden mellan den lägsta säljorden och den högsta köporden. På en quote driven marknad är spreaden skillnaden mellan sälj- och köppriserna som market makers sätter.

Storleken på köp- och säljspreaden har ett negativt samband till omsättningen i aktien och antalet market makers i aktien. En hög omsättning i aktien ökar sannolikheten för en investerare att hitta ett matchande bud och vice versa. Det minskar osäkerheten och risken med att handla i aktien och spreaden blir därför lägre. Förhållandet mellan omsättning och spread går åt båda hållen, en hög omsättning leder till en låg spread och en låg spread leder till en ökad omsättning. Fler market makers på marknaden ökar konkurrensen mellan dem vilket leder till lägre spread. Köp- och säljspreaden har vidare ett positivt samband till variansen i aktieavkastningen. Market makers kräver en högre kompensation för den ökade risk de tar när de handlar med aktie med hög volatilitet. En större brist på information eller en högre risk kompenseras för genom en större spread²⁷. Amihud och Mendelson visar att spreaden har ett negativt samband till företagets storlek²⁸ medan andra forskare som Stoll och Whaley inte finner något samband mellan storleken på företaget och spreaden²⁹.

Spreaden måste täcka tre kostnader som en liquidity provider har; transaktionskostnader, lagerhållningskostnader samt kostnader för asymmetrisk information.

Transaktionskostnaden är den administrativa kostnad som uppkommer i samband med handel i aktier. På marknader där köp- och säljkurser bestäms av limiterade order och inte av market makers är denna mindre eftersom man där inte måste kompensera market makers. Transaktionskostnaderna anses av forskarna vara den största komponenten och har av Stoll och Huang uppskattats till i genomsnitt 62 procent av spreaden³⁰.

En market maker håller alltid ett lager med aktier för att kunna möta sina skyldigheter att köpa och sälja. Efter en stor order uppkommer obalans i lagret och market makers har en icke-diversifierad portfölj. Detta är en lagerhållningskostnad som market makers kräver kompensation för.

²⁷ Ericsson, T., Grönhagen, C-F. & Lovén, P. (2000). *Amortized Bid-Ask Spread an empirical examination of the Stockholm Stock Exchange*. Magisteruppsats, nr 9023. Lund: Företagsekonomiska institutionen.

²⁸ Amihud, Y. & Mendelson, H. (1986). Asset Pricing and the Bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 2, s 223-250.

²⁹ Schultz, P., Stoll, H.R. & Whaley, R.E. (1983). Transaction Costs and the Small Firm Effect/A Comment. *Journal of Financial Economics*, 1, s 57-88.

³⁰ Huang, R. & Stoll, H. (1997). The Components of the Bid-Ask Spread: A General Approach. *The Review of Financial Studies*, 4, s 995-1034

Den tredje komponenten i spreaden är kostnad för asymmetrisk information. Om man antar att marknaden inte är effektiv utan endast semi- effektiv och att det finns aktörer som har tillgång till privat information kommer market makers att förlora pengar vid handel med bättre informerade investerare. För att kompensera för detta ökar han spreaden så att han tjänar tillbaks sina förlorade pengar vid handel med sämre informerade aktörer. Stoll och Huang uppskattade kostnaden för asymmetrisk information till i genomsnitt ca tio procent och lagerhållningskostnaderna till ca 29 procent av spreaden. Dessutom tenderar spreaden att vara större då stora affärer äger rum vilket indikerar att information om stora affärer läcker ut och spreaden justeras därefter³¹.

I en rapport från Handa är storleken på spreaden U-formad under dagen på the New York Stock Exchange. Market makers sätter en stor spread på morgonen och på eftermiddagen, men en lägre mitt på dagen. Den större spreaden på morgonen beror på den nya information som tillkommit under natten och som market makers inte ännu känner till³². Enligt Niemeyer och Sandås är spreaden på Stockholmsbörsen stor på morgonen och minskar sedan långsamt under dagen. Att spreaden minskar beror främst på att mer information kommer fram allteftersom handelsdagen fortskrider. De säger vidare att köp- och säljspreaden är större på Stockholmsbörsen jämfört med andra börser, vilket i så fall borde tyda på en låg nivå på likviditeten³³.

3.2 Stockholmsbörsen

Stockholmsbörsen har en auktionsbetonad, orderdriven handel. All handel sker genom banker och värdepappersbolag som är medlemmar av börsen. I skrivandets stund finns det 66 medlemmar som tillsammans har cirka 600 auktoriserade mäklare. Såväl stora investerare som småsparare måste gå via någon av medlemmarna för att få köpa eller sälja aktier på börsen. Sedan 1990 är aktiehandeln helt automatiserad, vilket betyder att handeln sker direkt från terminaler på medlemmarnas kontor. Handeln bedrivs i det elektroniska handelssystemet SAXESS (Stockholm Automated eXchange).

Orderboken är var aktien handlas, där köpare och säljare sammanförs och aktieaffären utförs. Avslut sker när en köp- och säljkurs sammanfaller. Kurserna förändras kontinuerligt i SAXESS. Så fort en köpare är beredd att betala en högre kurs eller en säljare är beredd att acceptera en lägre kurs sker

³¹ Huang, R & Stoll, H. (1997). The Components of the Bid-Ask Spread: A General Approach. *The Review of Financial Studies*, 4, s 995 – 1034.

³² Handa, P. (1992). *On the Supply of Liquidity at the New York and American Stock Exchanges*. Working Paper. New York: New York University.

³³ Niemeyer, J. & Sandås, P. (1993). An Empirical Analysis of the Trading Structure at the Stockholm Stock Exchange. *Journal of Multinational Financial Management*, 3, s 63 – 101.

³⁴ Stockholmsbörsen. *Från order till avslut*. <http://domino.omgroup.com/www/WebTransaction.nsf/publicse/orderavslut?Open&lang=swe> (2004-05-17).

en kursförändring i orderboken. Alla order hanteras lika i SAXESS. De sorteras efter pris och tid, och den högsta köp- och lägsta säljkursen hamnar högst upp i orderboken. Om priset är detsamma sorteras de in efter tidpunkt.

Grundenheten för orderhantering i SAXESS är en handelspost. Order som är mindre än en handelspost läggs in i småordermarknaden där de matchas mot övriga småorder och där avslut endast kan göras till senast gällande kurs i handelspostmarknaden³⁴. Varje morgon har man ett anbudsförfarande där mäklarna inte har tillgång till de andra mäklarnas bud. Man lägger samman det totala antalet order och sätter sedan ett öppningspris där flest aktier går att omsätta. En order kan läggas på två sätt. Den kan läggas till bästa möjliga kurs då den genast matchas mot köp- eller säljsidan. Den kan även limiteras och läggs då in i orderboken.

Den minsta tillåtna prisdifferensen mellan limitorder kallas för tick-storlek. Tidigare forskning har funnit att tick-storleken på NYSE påverkar marknadslikviditeten och att spreaden hade reducerats om tick-storleken hade minskat. Däremot kopplas stor tick-storlek samman med större djup vid varje prisnivå. Den ökade likviditeten som en minskad spread hade bidragit till hade alltså dämpats av ett minskat djup. Tick-storleken på SSE är stor i förhållande till andra börser, vilket borde betyda en stor spread och således en sämre likviditet. Niemeyer och Sandås rapporterar dock att en lägre tick-storlek på Stockholmsbörsen hade lett till lägre djup³⁵.

Centralt för Stockholmsbörsen är COLOB, en datafil som visar priset på alla limiterade order, totala antalet aktier som efterfrågas och erbjuds till varje pris samt vilka mäklare som vill handla i aktien. Om ordern inte kan matchas direkt läggs den in i COLOB. All information angående transaktionspris, volymer och inblandade mäklare sänds direkt till mäklarna och finansiella informationsföretag. En mäklares handel för sin egen räkning går inte att skilja från den handel han utför för någon annan eftersom alla mäklare är så kallade "dual traders", vilket betyder att de handlar både för köparens och säljarens räkning. En speciell form av problemet med asymmetrisk information uppkommer vid limiterade order eftersom mäklaren som lämnar in ordern riskerar att bli slagen av en bättre informerad aktör. SAX-systemet ger även investerare möjligheten att lämna in order där inte hela ordervolymen syns i COLOB. Först när ordern är avslutad kommer den dolda delen att synas. Detta förstärker problemet med asymmetrisk information och kan ses som ett sätt att hålla inne information om stora order för att öka incitamentet att lämna in stora order och på sätt öka likviditeten³⁶.

³⁵ Niemeyer, J. & Sandås, P. (1993). An Empirical Analysis of the Trading Structure at the Stockholm Stock Exchange. *Journal of Multinational Financial Management*, 3, s 63 – 101.

³⁶ Ibid

3.3 Liquidity Providers

Liquidity providers används oftast i litteraturen som ett överordnande begrepp som innefattar olika aktörer som arbetar för att hålla en akties likviditet uppe. Exempel på sådana aktörer är market makers som finns på bland annat Nasdaq, specialister som finns på bland annat the New York Stock Exchange och likviditetsgaranter som förutom på Stockholmsbörsen även finns på bland annat Parisbörsen. Likviditetsgaranter är en ny företeelse i Sverige men i USA har sedan länge funnits market makers och specialister som hjälper till att hålla uppe likviditeten i olika aktier. Det är dock mycket som skiljer de olika typerna av liquidity providers åt.

3.3.1 Market makers

Market makers är företag som använder sitt eget kapital för att köpa och hålla ett lager av ett visst bolags aktier. De accepterar alltså risken med att hålla aktier för att säkerställa en handel. När en market maker får order av en investerare som vill köpa en viss aktie, säljer han de aktierna från sitt eget lager. Market makers förekommer bland quote driven marknader, som exempelvis Nasdaq. Samma aktie kan ha många market makers och de konkurrerar sinsemellan om orderna från investerarna.

Ett market making företag på Nasdaq måste vara medlem av the National Association of Securities Dealer's, Inc. (NASD). De måste uppfylla vissa kapitalkrav och registrera sig för att få "make a market" för en speciell aktie. Vidare kan de inte avsäga sig en aktie de handlar i utan tillstånd, och de måste alltid utföra varje order till det bästa tillgängliga priset och alltid rapportera varje transaktion inom 90 sekunder. Det finns ingen gräns för hur många market makers ett bolag kan ha. Snittet på Nasdaq är elva bolag per företag. Det finns cirka 550 market makers på Nasdaq³⁷.

3.3.2 Specialister

The New York Stock Exchange har likt Stockholmsbörsen orderdriven handel. Det finns inga market makers utan varje aktie tilldelas en specialist som handhar orderprocessen och som matchar köpare och säljare. All handel sker på samma ställe och priset avgörs av köpare och säljare istället för av en market maker som sätter ett visst pris. Specialisten sammanför köparen och säljaren medan en market maker alltid är antingen köparen eller säljaren. Det finns sju specialistföretag och mer än 430 specialister på NYSE. Specialisterna påminner om de svenska likviditetsgaranterna eftersom de har en skyldighet att bibehålla en viss likviditet i aktierna. Detta betyder att de måste lägga in köp- och säljkurser om ingen säljare eller köpare gör det. Börsen utvärderar kontinuerligt specialisternas arbete genom att titta på om de löpande sätter kurser, håller spreaden låg och håller stabila priser. Det

³⁷Nasdaq. *Nasdaq market makers*. www.nasdaqnews.com/about/marketmakers.html (2004-05-02).

kostar mer att lista sin aktie på the New York Stock Exchange än på Nasdaq. På NYSE kan företag intervjuva olika specialister innan de väljer vilken de vill ska representera deras aktie. Eftersom alla företag som är listade på NYSE betalar samma avgift får de inte enskilt avtala med specialisten om specifika krav och marknads kvalitet, något som svenska företag kan göra med likviditetsgaranterna^{38 39}.

Ett flertal studier har visat på fördelarna med specialister jämfört med market makers. En studie av NYSE visar att en orderdriven marknad resulterar i bättre handel med lägre spread, mindre skillnad i pris mellan olika avslut och lägre volatilitet⁴⁰. Skillnaden mellan en specialist på NYSE och en likviditetsgarant i Sverige är främst att specialisten har en monopolistisk tillgång till orderinformation eftersom han ensam handhar handeln i aktien. NYSE:s regler säger dock att han måste bibehålla en rättvis och ordningsam marknad samt att han ska hålla priserna stabila⁴¹. En likviditetsgarant har inget informationsövertag gentemot resten av marknaden.

3.3.3 Likviditetsgaranter

Stockholmsbörsen införde systemet med likviditetsgaranter i maj 2003. Det är endast medlemmar på Stockholmsbörsen, det vill säga banker och fondkommissionärer, som kan vara likviditetsgaranter. De avtalar med börsen om att följa vissa regler och uppfylla vissa minimikrav. En likviditetsgarant är skyldig att se till att det fortlöpande under handelsdagen finns köp- och säljkurser i bolagets aktier med vilka de har ett avtal. Likviditetsgaranten är skyldig att ställa kurser i minst fyra handelsposter på vardera sidan samt se till att spreaden inte överstiger fyra procent. De medlemmar som är likviditetsgaranter måste ha minst två personer som ansvarar för funktionen. Stockholmsbörsen övervakar att avtalet följs och har rätt att säga upp avtalet om kraven inte uppfylls. Bolag som har anlitat en likviditetsgarant markeras med LP i kurslistan⁴².

3.4 Vad tillför en likviditetsgarant?

Det finns väldigt lite forskning inom området likviditetsgaranter och vilket värde de egentligen tillför och på vilket sätt de förbättrar kvaliteten på aktiemarknaden. Vi har tittat på två rapporter som undersöker vilken förbättring likviditetsgaranti medför.

³⁸ NYSE. *Specialist*. www.nyse.com/glossary/1042235996028.html (2004-05-18).

³⁹ NYSE. *Your Specialist and the Auction Market*.

<http://www.nyse.com/pdfs/specialistbrochure.pdf> (2004-05-18).

⁴⁰ The Investment FAC. *Exchanges - The NASDAQ*.

<http://invest-faq.com/articles/exch-nasdaq.html> (2004-05-18).

⁴¹ S Mann, K Venkataraman & A Waisburd. (2002). *Stock Liquidity and the Value of a Designated Liquidity Provider: Evidence from Euronext Paris*.

⁴² Pressmeddelande Stockholmsbörsen. (2003-12-11). *Likviditetsgaranter ger minskad risk och minskade handelskostnader*. www.stockholmsborsen.se. (2004-05-18).

3.4.1 Parisbörsen

En undersökning från 2002 av huruvida likviditetsgaranter på Parisbörsen bidrar till ökad kvalitet på aktiemarknaden har tittat på om likviditetsgaranter tillför värde på en automatiserad orderdriven marknad, lik Stockholmsbörsen. Parisbörsen införde likviditetsgaranter 1992, och deras uppgifter är snarlika de svenska likviditetsgaranterna. Respektive börs sätter en maximal spread och ett minsta orderdjup som likviditetsgaranterna ska hålla. De enskilda företagen kan även här avtala om bättre villkor.

Till skillnad från specialisten på NYSE har likviditetsgaranten på Parisbörsen, precis som den på Stockholmsbörsen, inget informationsövertag eller möjlighet att justera sitt pris efter orderflödet. Den är inte heller skyldig att handla på ett sätt som stabiliserar marknaden. Undersökningen från Paris visar bland annat att priset på illikvida aktier ökar med över tre procent, och håller sig på denna nivå, när en likviditetsgarant knyts till aktien. Detta tyder på att tjänsterna från en likviditetsgarant är en viktig bidragande orsak till ökad handel och likviditet i aktien. I motsats till undersökningar på NYSE säger däremot rapporten från Parisbörsen att likviditetsgarantin på Parisbörsen inte leder till större orderdjup, ökad handelsvolym eller minskad spread. Dock bidrar likviditetsgaranten till att hålla uppe en effektiv marknad då det råder informationsasymmetri. Detta framgår mest för små företag med sämre likviditet i aktien där investerare kanske inte skulle handla om det inte fanns en likviditetsgarant till aktien. Informationsasymmetrin är störst på morgonen eftersom information ackumulerats under natten då börsen varit stängd. Därför kan likviditetsgaranten bidra till att undvika en ineffektiv marknad främst vid öppningen av börsen genom att hålla spreaden på en låg nivå. Sannolikheten att en order går till avslut då asymmetrisk information förekommer är större om det finns en likviditetsgarant för aktien. Slutsatsen av studien är att likviditetsgaranterna på Parisbörsen inte bidrar till lägre spread och lägre transaktionskostnader men hjälper till att undvika att marknadsineffektivitet uppstår på grund av asymmetrisk information⁴³.

3.4.2 Stockholmsbörsen

En oberoende undersökning som har gjorts på Stockholmsbörsen i september 2003 har även den tittat på värdet av likviditetsgarantin men fått motsatt resultat. Den visar på stora positiva förändringar i de klassiska likviditetsmåten spread, volym och omsättning. Undersökningen omfattar 22 företag, som under perioden september 2002 till juni 2003 anlitat en likviditetsgarant. Eftersom företagen anlitat likviditetsgaranter vid olika tidpunkter kan man se skillnaden i handeln före respektive efter likviditetsgarantin. Författarna anser att det minskar risken att de observerade förändringarna skulle bero på andra faktorer än likviditetsgarantin.

⁴³ Mann, S., Venkataraman, K. & Waisburd, A. (2002) *Stock Liquidity and the Value of a Designated Liquidity Provider: Evidence from Euronext Paris*.

Resultaten visar att spreaden minskade med över hälften samt att volymen i orderboken ökade med 40 procent. Det dagliga antalet affärer ökade med 75 procent⁴⁴.

⁴⁴ Anand, A., Tanggard, C. & Weaver, D. (2003). *Paying for Market Quality*. (Opublicerad rapport).

4. RESULTAT

I detta kapitel presenterar vi i tur och ordning de resultat vi kommit fram till samt kommenterar kortfattat vad dessa innebär.

4.1 Likviditetsgaranternas arbetssätt

Nedanstående resultat är baserade på två intervjuer gjorda med Joakim Appeltofft på Öhman och Björn Garat på Remium, dessa återfinns bland referenserna.

4.1.1 Företagen

4.1.1.1 Öhman

Öhman verkar inom ett brett område av finansiella tjänster med tyngdpunkten på värdepappershandel och kapitalförvaltning. Handeln i aktier och aktiederivat är fokuserad på svenska instrument. Öhmans kunder är både svenska och internationella institutionella förvaltare, från traditionella långsiktiga aktieförvaltare till tradinginriktade aktörer, där affärsbeslut baseras på exempelvis kvantitativ analys av marknaden. Öhmans avdelning corporate & structured finance erbjuder bland annat tjänster inom områdena kapitalanskaffning av eget och främmande kapital, marknadsnoteringar och förvärv. De har totalt 86 anställda. Öhman är idag likviditetsgarant åt 11 bolag⁴⁵.

4.1.1.2 Remium

Remium verkar inom områdena likviditetsgaranti, finansiell analys och rådgivning åt företag. De erbjuder finansiella tjänster till såväl noterade som onoterade företag. Utöver detta är de även mäklare för institutioner och förmögna privatpersoner. Remium är medlem av Stockholmsbörsen samt Helsinki Stock Exchanges, och har 20 anställda. Som likviditetsgarant är de störst på Stockholmsbörsen med 40 kundbolag⁴⁶.

4.1.2 Företagsurval

En likviditetsgarant tar en risk när denne tecknar avtal med olika bolag. Aktier med stora svängningar innebär en högre risk och det kan bli kostsamt för likviditetsgaranten att följa sina åtaganden. Därför har både Öhman och

⁴⁵ E. Öhman J:or Fondkommission AB. www.ohman.se (2004-05-26).

⁴⁶ Remium AB. www.remium.se (2004-05-26).

Remium vissa kriterier de följer när de väljer vilka bolag de blir likviditetsgarant åt. De väljer ut bolag baserat på vilken kvalitet och framtida aktievärde dessa bedöms innefatta. Urvalet sker där utifrån kriteriet att de utan alltför stor risk ska kunna hålla ett handelslager av bolagens aktier, vilket de också måste kunna göra för att uppfylla sitt uppdrag som likviditetsgarant. De ser även gärna sina kunder som potentiella framtida samarbetspartners vad gäller nyemissioner och/eller andra uppdrag och affärer.

Remium har ett fyrtiotal bolag de agerar likviditetsgarant åt. De minskar risken dels genom att tillämpa ett portföljstänkande på de samlade bolagen och dels genom att välja bort bolag med alltför svängiga aktier. Remium väljer enbart bolag de anser hålla en viss kvalitet. De är gärna hjälpliga även inom andra områden, exempelvis vid nyemissioner och optionsprogram. Remium minskar också risken genom att teckna avtal som kan omförhandlas vad gäller uppställda krav. De kan dessutom höja avgiften ifall villkoren förändras. Även kunderna har möjlighet att snabbt säga upp avtalet.

4.1.3 Riskmanagement, handelslager och blankning

Både Remium och Öhman använder sig av handelslager. Eftersom Öhman bland annat utgår från bolagens framtida aktievärde när de väljer vilka bolag de sluter avtal med är de villiga att hålla ett handelslager av bolagens aktier. Om handelslagret tar slut använder sig Öhman av blankning för att tillgodose marknads efterfrågan. Detta är dock styrt av risk management, en avdelning inom Öhman som bland annat bestämmer vilket ramverk och vilka regler som skall gälla för handeln. De övervakar också hur försäljningen utvecklas och bestämmer olika gränser för att handeln inte skall skena iväg så att Öhman inte hamnar på alltför stort minus. När det gäller blankning så anger risk management att förfarandet skall korrigeras snarast möjligast. Detta gäller även vid långa positioner, det vill säga, när Öhman varit tvungna att köpa stora kvantiteter av en aktie för att kunna åtfölja sitt åtagande.

Även Remium använder sig av blankning för att kunna uppfylla sina åtaganden, framförallt vid börsuppgångar då omfattningen på handeln tenderar att vara större. Det motsatta gäller vid börsnedgångar då investerare tenderar att sälja mer och Remium kontinuerligt måste sitta och köpa och på så sätt bygger på sig ett lager. Remium eftersträvar en jämvikt för att inte ha en för stor position åt ena eller andra hållet. Detta regleras av risk management-avdelningen. De anställda som arbetar med likviditetsgarantin har tydliga instruktioner om hur stora positioner de får ta i respektive aktie samt vilka nettopositioner som är tillåtna.

4.1.4 Pris för likviditetsgarantin

Öhman begär en årlig avgift av bolagen. I avgiften ingår de utgifter likviditetsgaranten har för tjänsten samt en riskpremie. Öhman anser att ett mervärde skapas av nya samarbetspartners och insynen som fås i dessa bolag. Något av bolagen behöver kanske vid ett senare tillfälle utföra en nyemission och vänder sig då förhoppningsvis till Öhman. För Öhman innebär det nya arbetstillfällen och förtjänstmöjligheter.

Remium har ingen enhetlig taxa utan förhandlar fram en avgift med bolagen. Remium själv anser att den avgift de tar ut som likviditetsgarant är ett billigt pris för att få en korrekt företagsvärdering och nöjda aktieägare.

Det händer att Öhman får en viss förtjänst av skillnaden mellan köp- och säljkursen. Det sker dock inte en medveten ansträngning för att tjäna pengar på spreaden. Det händer att de går med vinst men det händer också att de handlar med förlust. Målsättningen är dock att handeln som likviditetsgarant skall vara plus minus noll. Vi antar att samma faktum gäller för Remium även om detta är något som inte blivit sagt under intervjun.

4.1.5 Arbetstid

Öhman har en person anställd som arbetar heltid med likviditetsgarantin och en person som är ansvarig för likviditetsgarantin. Den anställda med operativt ansvar har ett ständigt fokus på aktiemarknaden för att kunna korrigera eventuella upp- och nedgångar i kurserna. För att kunna bibehålla fokus på aktiemarknaden under hela dagen finns det alltid någon av de övriga anställda som kan sköta funktionen när den anställda med operativt ansvar inte finns tillgänglig.

Även Remium har en person vars huvudansvar är likviditetsgarantin. Han fungerar även som kontaktperson för bolagen. För själva köp- och säljaktiviteten har Remium två anställda.

4.1.6 Order och tekniska hjälpmedel

Båda likviditetsgaranterna sätter kurser manuellt. För att kunna bestämma köp- och säljorder har garanten en terminal med information om bland annat kurser, nyheter och orderböcker. Skulle något hända med systemet har Öhman ett reservsystem så att köp- och säljorder alltid kan placeras.

Remium sätter alla kurser manuellt och har ett system som indikerar när något inte överensstämmer med deras åtagande mot det aktuella bolaget eller minimiåtagandena från Stockholmsbörsen. Överenskommelserna varierar med vad bolagen efterfrågar av Remium. Bolag med redan god likviditet

efterfrågar mer volym i orderboken till skillnad mot bolag med mindre god likviditet.

4.1.7 Kurser vid kursstart

Likviditetsgarantens arbete på morgonen börjar med att bestämma vilken köp- och säljkurs de ska sätta. För att göra detta utgår Öhman främst från gårdagens marknadsläge. Bilden av denna skapar Öhman av gårdagens öppningskurs, stängningskurs, högst och lägst betalt samt senaste köp- och säljkurs. Aktiemarknaden i USA är en faktor som spelar in. Stiger eller sjunker kurserna mycket där, kommer Stockholmsbörsen att öppna i paritet med utvecklingen i USA. En annan faktor Öhman tar hänsyn till gäller bolag som har direkta innehav i företag som är noterade på andra aktiemarknader. Då tas hänsyn till utvecklingen på aktiemarknaden i fråga.

Remium skapar en bild av marknadsläget genom att studera vad som hänt under natten och titta på branscherna som deras kundbolag befinner sig i. När poster upprättats på köp- och säljsidan visar det sig ganska snart om marknadsläget är korrekt bedömt eller ej eftersom andra aktörer på marknaden utnyttjar eventuella felaktiga prissättningar.

4.1.8 Rapportering

För ledningen i bolagen som anlitar likviditetsgaranter finns ett intresse av att få en rapport med sammanställd information om utvecklingen i aktien. Både Öhman och Remium presenterar varje kvartal statistikrapporter för sina klientbolag. Rapporterna innehåller uppgifter om hur likviditeten i bolagets aktie förändrats under den givna tidsperioden samt andra relevanta mätbara faktorer.

4.1.9 Framtiden för likviditetsgaranterna

Både Öhman och Remium ser en god framtid för likviditetsgarantin. Båda hänvisar till en självsaneringsprincip där det blir en självklar service för bolagen att erbjuda sina investerare likvida aktier. Appellofft på Öhman menar att aktier på Stockholmsbörsen inte har där att göra om dem inte kan erbjuda handel med rimlig likviditet då det också är ett noteringskrav. Vidare menar Appellofft att Stockholmsbörsens syfte är att omsätta värdepapper vilket är omöjligt om handeln är obefintlig eller spreaden orimligt stor.

Garat på Remium bedömer att även bolag med traditionellt god likviditet kommer att använda sig av en likviditetsgarant för att ytterligare stärka sin marknadsposition på börsen.

4.2 Spread

Vid jämförelse av Stockholmsbörsens totala omsättning och den genomsnittliga spreaden för de valda grupperna kan man tydligt se att spreaden ökar vid låg omsättning på börsen och minskar vid hög omsättning. Man kan alltså säga att snittspreaden för grupperna och den totala omsättningen på börsen är negativt korrelerade med varandra. Vid en jämförelse av omsättningen under mars månad för åren 2003 och 2004 visar 2004 på en drygt dubbelt så stor omsättning (381,9 Mdr kronor) som 2003 (165,4 Mdr kronor). Under 2003 är den genomsnittliga spreaden, för i stort sett alla aktier i undersökningen högre än under 2004. Under 2003 låg 13 av de 20 aktierna som analyserats över fyra procent i genomsnittlig spread, det vill säga, över det värde som Stockholmsbörsen har satt upp som riktmärke för likviditetsgaranter.



Diagram 4.1, Total omsättning i miljarder kronor på Stockholmsbörsen under mars månad åren 2000-2004.

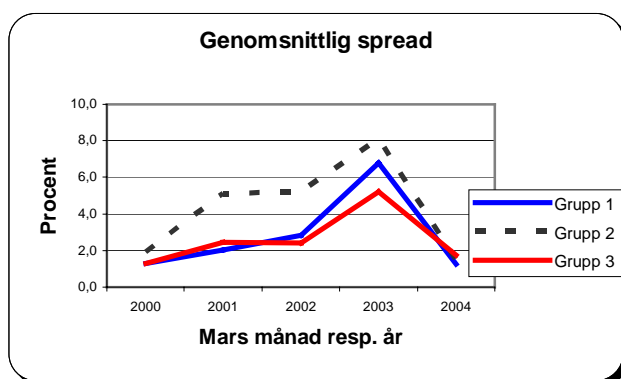


Diagram 4.2, Genomsnittlig spread i procent för de undersökta grupperna under mars månad 2000-2004. Grupp 1 – Remium likviditetsgarant, Grupp 2 – Öhman likviditetsgarant och Grupp 3 – Aktier utan likviditetsgarant.

Vid en analys av hur den genomsnittliga spreaden ser ut för de olika grupperna i studien (se Diagram 4.2) kan man se att de olika grupperna i stort följer samma mönster över tiden. För Grupp 1 och Grupp 2 har införandet av

likviditetsgaranter inneburit att den genomsnittliga spreaden har minskat 2004 jämfört med 2003. Samma sak har även skett för Grupp 3 trots att dessa aktier inte har några likviditetsgaranter.

De enskilda aktierna i grupperna följer i de allra flesta fall samma mönster vad gäller spreaden över tiden. De flesta bolagen hade en högre spread i mars 2003 jämfört med mars 2004. Några undantag finns, däribland Ångpanneföreningen. Förklaringen till detta är att under år 2000 hade företaget en hög omsättning på sina aktier, påföljande år minskade omsättningen drastiskt varvid spreaden ökade. Under 2002 och 2003 har omsättningen återhämtat sig och då har spreaden minskat igen. Mönstret är alltså detsamma även för Ångpanneföreningen, men den aktiens cykel ser annorlunda ut.

Den genomsnittliga omsättningen i kronor hos bolagen Thalamus Networks AB, ProAct IT Group AB och HL Display AB minskade markant under mars 2003 jämfört med tidigare undersökta perioder. Detta faktum påverkade dock inte den genomsnittliga spreaden. De tre bolagen har under åren 2000 till 2004 haft en låg spread och har, med endast ett undantag, legat under fyra procent vilket är den nivå som likviditetsgaranterna skall hålla.

Aktier med låg spread under åren 2000 till 2004			
År		Omsättning / dag	Spread (%)
2004	Thalamus Networks AB ser. B	849 387	1,18
2003	Thalamus Networks AB ser. B	69 000	1,58
2002	Thalamus Networks AB ser. B	129 000	2,96
2001	Thalamus Networks AB ser. B	229 000	3,22
2000	Thalamus Networks AB ser. B	-	-
<i>Medelvärde 2000 - 2004</i>		<i>319 097</i>	<i>2,23</i>
2004	HL Display AB ser. B	93 691	3,36
2003	HL Display AB ser. B	63 000	1,77
2002	HL Display AB ser. B	276 000	1,68
2001	HL Display AB ser. B	216 000	4,28
2000	HL Display AB ser. B	885 000	1,50
<i>Medelvärde 2000 - 2004</i>		<i>306 738</i>	<i>2,52</i>
2004	ProAct IT Group AB	1 245 133	0,98
2003	ProAct IT Group AB	677 000	1,51
2002	ProAct IT Group AB	1 137 000	2,29
2001	ProAct IT Group AB	1 060 000	1,82
2000	ProAct IT Group AB	25 569 000	1,11
<i>Medelvärde 2000 - 2004</i>		<i>5 937 627</i>	<i>1,54</i>

Tabell 4.1, Genomsnittlig omsättning per dag (i kronor) och spread under mars månad åren 2000 – 2004, för aktierna Thalamus Networks AB ser. B, HL Display AB ser. B och ProAct IT Group AB.

4.3 Omsättning

För att fastställa hur de tre grupper som ingår i studien följer Stockholmsbörsens trend vad det gäller omsättning har vi jämfört gruppernas genomsnittliga omsättning och Stockholmsbörsens totala omsättning under mars månad åren 2000 till 2004.

Den genomsnittliga omsättningen i kronor för de tre grupperna började sjunka kraftigt 2001 i och med att IT-bubblan sprack. Detta följer samma trend som den totala omsättningen på Stockholmsbörsen, med skillnaden att Stockholmsbörsens nedgång inte gick lika snabbt. Även de följande åren följer samtliga grupper Stockholmsbörsens trend. När den positiva trenden inleddes under 2003 följde grupperna i vår studie samma mönster och har gjort detta fram till mars 2004.

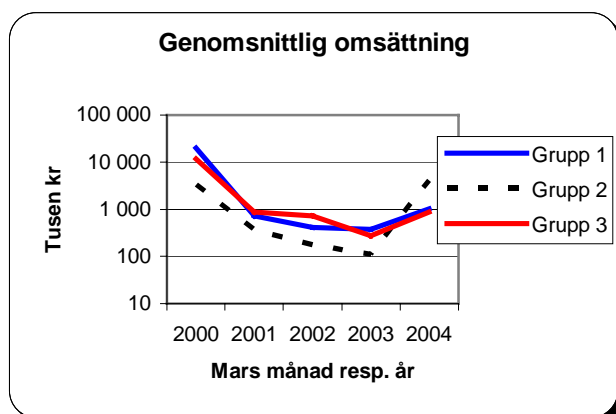


Diagram 4.3, Genomsnittlig omsättning i tusentals kronor för aktierna i Grupp 1 – 3 under mars månad åren 2000 – 2004. Grupp 1 – Remium likviditetsgarant, Grupp 2 – Öhman likviditetsgarant och Grupp 3 – Aktier utan likviditetsgarant. Notera att skalan för Y-axeln är logaritmisk.

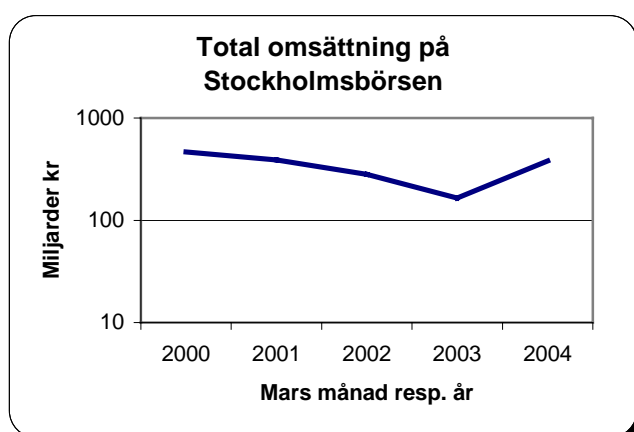


Diagram 4.4, Total omsättning i miljarder kronor på Stockholmsbörsen under mars månad åren 2000 – 2004. Notera att skalan för Y-axeln är logaritmisk.

4.3.1 Omsättningens volatilitet

År 2001 gick omsättningen på Stockholmsbörsen ned med 16 procent, detta kan jämföras med en genomsnittlig nedgång i omsättningen i de utvalda grupperna på drygt 90 procent. När omsättningen på Stockholmsbörsen började öka igen i vår mätperiod mars 2004 kan man utläsa att omsättningen för de utvalda aktierna ökade ännu mera procentuellt sett. Volatiliteten för aktierna i de utvalda grupperna är alltså högre än börsen i genomsnitt. Aktien onetwocom AB som ingår i Grupp 2 har haft en mycket högre omsättning under mars månad 2004 (16,8 Milj kr) kontra mars månad 2003 (0,012 Milj kr), vilket ger en missvisande bild för medelvärdena för Grupp 2. De övriga aktierna i gruppen följer dock i stort sett samma omsättningsökning som de övriga aktierna i undersökningen.

4.4 Antal dagar med handel

När man tittar på antalet handelsdagar som aktierna i grupperna har varit omsatta under mars månad 2004 så har Grupp 1 och 2, som har likviditetsgarant, omsatts i 100 procent av handelsdagarna. Det vill säga att handel i aktierna har skett varje handelsdag. Grupp 3, som inte har någon likviditetsgarant, omsattes i genomsnitt 96 procent av handelsdagarna. Detta beror på att fyra av aktierna i Grupp 3 ej har omsatts alla handelsdagar, det rör sig om ett bortfall på 1 – 3 dagar under månaden.

Alla tre grupperna visar en klar förbättring i antalet omsatta handelsdagar jämfört med året innan. Ser man tillbaka på tidigare perioder har det dock inte varit någon större skillnad i antalet handelsdagar i aktierna i Grupp 1 och Grupp 3. Under de undersökta perioderna har dessa, bortsett från 2003 som var ett allmänt dåligt börsår, uppvisat en hög och jämn handel. Den största förbättringen finns i Grupp 2 som i mars 2004 för första gången under de undersökta perioderna kommer upp till 100 procent.

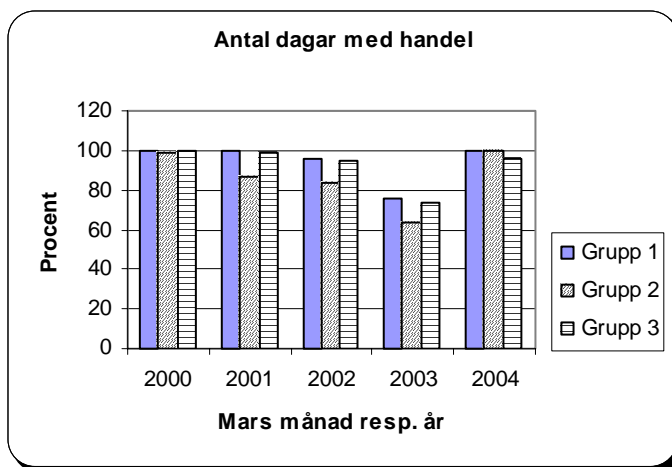


Diagram 4.5, Antal dagar i procent där aktierna i Grupp 1 – 3 har handlats under mars månad åren 2000-2004. Grupp 1 – Remium likviditetsgarant, Grupp 2 – Öhman likviditetsgarant och Grupp 3 – Aktier utan likviditetsgarant.

4.5 Andel intern handel

I Tabell 4.2 jämförs andel avslut av likviditetsgaranten i mars 2003 med andel intern handel i mars 2004. Med dessa två mått kan man se om den nuvarande likviditetsgaranten har ökat sin handel i de aktier som de nu är likviditetsgarant för. Våra beräkningar visar att under mars 2003 var andelen avslut av den fondkommissionär som nu är likviditetsgarant överlag väldigt låg. Ökningen av den totala interna handeln i Grupp 1 är nästan obefintlig medan den är något större i Grupp 2. Intressant att notera är att i alla bolag utom två har andelen avslut av likviditetsgaranten ökat markant. I de två fall där andelen har minskat var andelen avslut under mars 2003 väldigt hög. Orsaken till Remiums stora handel i ProAct IT Group AB i mars 2003 har vi inte funnit någon förklaring till. Den höga siffran i resultatet för MultiQ International AB beror på att Öhman avyttrade en stor mängd aktier under mars 2003. Då målet med likviditetsgaranter är att öka omsättningen i aktien är en hög andel intern handel inte det optimala.

Likviditetsgarantens handel under mars 2003 kontra mars 2004			
		Andel avslut av likviditets- Garanten mars 2003	Andel intern handel mars 2004
Grupp 1	Addtech AB ser. B	0%	20%
	Beijer Alma AB ser. B	0%	12%
	Modul 1 Data AB	0%	11%
	Nocom AB ser. B	0%	7%
	ProAct IT Group AB	60%	13%
<i>Medelvärde</i>		12%	13%
Grupp 2	Ångpanneföreningen AB ser. B	0%	31%
	Beijer AB, G & L ser. B	8%	31%
	Consilium AB ser. B	0%	43%
	MultiQ International AB	59%	13%
	onetwocom AB	0%	2%
<i>Medelvärde</i>		13%	24%

Tabell 4.2, Andel avslut under mars 2003 av den nuvarande likviditetsgaranten och andel intern handel under mars 2004 för de bolag med likviditetsgarant som vi har med i undersökningen. Denna tabell visar därmed på hur stor likviditetsgarantens handel, i de aktier som de nu är likviditetsgarant för, var i mars 2003 kontra mars 2004. Grupp 1 – Remium likviditetsgarant, Grupp 2 – Öhman likviditetsgarant.

I Tabell 4.3 kan utläsas att det finns ett tydligt samband mellan omsättningen i de olika aktierna och den interna handeln. De företag som har en hög omsättning i aktierna har en låg andel intern handel och företagen med en låg omsättning har en större andel handel av likviditetsgaranterna.

Jämförelse av intern handel och total omsättning			
		Andel intern handel mars 2004.	Total omsättning mars 2004.
Grupp 1	Addtech AB ser. B	20%	8 868 238
	Beijer Alma AB ser. B	12%	21 275 870
	Modul 1 Data AB	11%	18 367 759
	Nocom AB ser. B	7%	38 237 346
	ProAct IT Group AB	13%	28 638 067
<i>Medelvärde</i>		13%	
<i>Summa</i>			115 387 280
Grupp 2	Ångpanneföreningen AB ser. B	31%	13 382 736
	Beijer AB, G & L ser. B	31%	6 197 010
	Consilium AB ser. B	43%	3 783 795
	MultiQ International AB	13%	46 487 212
	onetwocom AB	2%	385 872 961
<i>Medelvärde</i>		24%	
<i>Summa</i>			455 723 713

Tabell 4.3, Andel intern handel och totala omsättningen under mars 2004 för de bolag med likviditetsgarant som vi har med i undersökningen. Detta för att kunna undersöka ifall det finns något samband mellan den totala omsättningen och storleken på den interna handeln. Grupp 1 – Remium likviditetsgarant, Grupp 2 – Öhman likviditetsgarant.

4.6 Ökning av den externa handeln

I Tabell 4.4 kan man se att antalet avslut har ökat från mars 2003 till mars 2004 för samtliga aktier i vår undersökning. I Grupp 1 och 2 har endast den externa handeln räknats. Tabellen visar att de bolag som har likviditetsgaranter stod för en klart större ökning än de utan likviditetsgaranter. I Grupp 1 där Remium är likviditetsgarant ökade den externa handeln med i genomsnitt 1 148 procent och i Grupp 2 där Öhman är likviditetsgarant ökade den externa handeln med i genomsnitt 6 267 procent. Detta ger ett medelvärde på 3 707 procent. I Grupp 3 där bolagen saknar en likviditetsgarant var ökningen i antal avslut endast 680 procent. Visserligen kan man anse att onetwocom AB inte borde räknas med i denna jämförelse eftersom de har haft en mycket kraftig ökning med 28 291 procent. Om onetwocom AB tas bort vid jämförelsen blir medelvärdet för de två första grupperna 954 procent vilket fortfarande klart överstiger Grupp 3 med dess ökning på 680 procent.

Procentuell ökning av den externa handeln				
		Antal avslut mars 2003.	Antal externa avslut mars 2004.	Procentuell ökning extern handel från 2003 till 2004.
Grupp 1	Addtech AB ser. B	49	204	416%
	Beijer Alma AB ser. B	20	431	2155%
	Modul 1 Data AB	399	1177	295%
	Nocom AB ser. B	76	1851	2436%
	ProAct IT Group AB	191	837	438%
	<i>Medelvärde</i>			1148%
Grupp 2	Ångpanneföreningen AB ser. B	54	179	331%
	Beijer AB, G & L ser. B	39	116	297%
	Consilium AB ser. B	21	80	381%
	MultiQ International AB	66	1341	2032%
	onetwocom AB	66	18672	28291%
	<i>Medelvärde</i>			6267%
	<i>Medelvärde för grupp 1 och 2</i>			3707%
Grupp 3	ElektronikGruppen AB	57	374	656%
	HL Display AB	68	73	107%
	Lagercrantz Group AB	87	294	338%
	OEM International AB	30	93	310%
	Protect Data AB	82	919	1121%
	Resco AB	26	563	2165%
	Retail and Brands	31	286	923%
	Semcon AB	1021	1633	160%
	Studsvik AB	152	363	239%
	Thalamus Net	68	528	776%
	<i>Medelvärde</i>			680%

Tabell 4.4, Antal avslut mars 2003, antal externa avslut mars 2004 samt den procentuella ökningen av extern handel för samtliga bolagen i undersökningen. Grupp 1 – Remium likviditetsgarant, Grupp 2 – Öhman likviditetsgarant och Grupp 3 – Aktier utan likviditetsgarant.

5. ANALYS

I detta kapitel analyserar och diskuterar vi de resultat vi presenterat. Vi återger våra egna tankar och funderingar kring betydelsen av likviditetsgaranter på Stockholmsbörsen.

5.1 Likviditetsgaranternas arbetssätt

Vårt första syfte var att exemplifiera och återge en bild av hur likviditetsgaranterna arbetar. Vi har exemplifierat likviditetsgaranternas arbetssätt i vår sammanfattning av intervjuerna med Öhman och Remium i resultatdelen.

Vid genomläsningen ges lätt intryck av skillnader som egentligen inte existerar. Detta beror på intervjuernas upplägg och vårt sätt att presentera intervjuresultaten. Som tidigare nämnts i metodkapitlet har respondenterna fritt fått svara på frågorna, vilket har inneburit att de ibland lyft fram olika saker. Exempelvis under rubriken order och tekniska hjälpmedel uppger Öhman att de använder Reuter i sitt dagliga arbete med likviditetsgarantin. Med största sannolikhet använder även Remium Reuter även om de inte uppger det.

Vi kan konstatera att både Öhman och Remium till synes har ungefär samma arbetssätt vad gäller åtagandet som likviditetsgarant. Däremot skiljer de sig i urvalet av kundbolag, där Remium tillämpar en portföljstrategi och Öhman fokuserar mer på de enskilda bolagen. Det kan bero på att Öhman har en betydligt mindre andel kundbolag än Remium. Att likviditetsgaranterna har rätt att neka ett bolag som kund tycker vi känns fel. Detta kan leda till att likviditetsgaranterna endast sluter avtal med företag som de anser att det kommer att gå bra för och inte med företag som bedöms ha en osäker, instabil eller förlusttyngd framtid. Samtidigt är det dessa företag som bäst behöver den hjälp en likviditetsgarant kan erbjuda.

Både Öhman och Remium ser positivt på framtiden för likviditetsgaranter. Frågan är dock om alla kundbolag kommer att fortsätta att vara kunder när de väl har fått en god likviditet i aktien eller om de själva kommer att försöka hålla omsättningen uppe. Vi antar att målsättningen för en del av kundbolagen är att likviditetsgaranten ska hjälpa till att få upp tillräckligt mycket handel och brus i aktien för att den i framtiden ska klara sig utan en likviditetsgarant. Vi tror att det kan bli svårt för många av de aktier som under 2003 hade låg omsättning att klara sig utan en likviditetsgarant under en börsnedgång och att en del av dem då kommer att degraderas till C-klassen igen.

5.2 Spread, omsättning och antal handelsdagar

Som vi redogjorde för i teorin är spreaden negativt korrelerad med omsättningen, det vill säga den höga spreaden under 2003 kan förklaras med den börsnedgång och låga omsättning som rådde på börsen då. Vi anser att likviditetsgaranterna inte spelar en avgörande roll för den genomsnittliga spreaden utan att den minskade spreaden i första hand beror på den ökade omsättningen. När det gäller spreaden har vi alltså kommit fram till samma resultat som undersökningen från Parisbörsen⁴⁷ och motsatt resultat som den svenska undersökningen av Anand med flera⁴⁸. Parisundersökningen visade ingen förbättring i spreaden efter införandet av likviditetsgaranter vilket den svenska gjorde. Den förbättrade marknadskvalitet som den svenska undersökningen kommit fram till anser vi beror på andra faktorer än likviditetsgaranter, till exempel nyheter kring bolagen, börsens uppgång och säsongeffekter.

De aktier som vi har med i undersökningen hade, med undantag för tre stycken, en påtagligt hög spread i mars 2003. Dessa tre aktier som skiljer sig från mängden har under hela den femårsperiod som vi har analyserat haft en låg spread och under mars 2003 då deras omsättning minskade markant påverkades dock inte deras genomsnittliga spread på det sätt som vi hade förväntat oss, utan deras spread var konstant låg. Detta visar att en förändring av omsättningen inte påverkar alla aktier lika.

Vårt resultat vad gäller förbättringen i antal handelsdagar leder till en tvetydig slutsats. Vi antar att likviditetsgaranten till en större del har bidragit till förbättringen i Grupp 2 än i Grupp 1. Eftersom aktierna i Grupp 1 tidigare har haft en hög andel dagar med handel har de visat att de klarar att uppnå detta utan hjälp av en likviditetsgarant. Detta visar att likviditetsgaranterna spelar en viktig roll för aktier som har svårt att få avslut varje dag i sin handel.

5.3 Andel intern handel

Vårt andra syfte var att undersöka den externa handeln. Som ett första led undersökte vi hur stor den interna handeln var. Vårt resultat visar att i alla bolag utom två har andelen avslut av likviditetsgaranten ökat kraftigt. Exempelvis handlade Öhman inte alls i Consilium AB ser. B under mars 2003, medan de stod för 43 procent av avsluten under mars 2004. Detta kan tolkas som att Öhman inte har lyckats att öka den externa handeln utan använder sig av intern handel för att driva upp omsättningen till en acceptabel nivå. Remium följer samma mönster som Öhman, men deras andel intern handel är dock inte lika omfattande. Om andelen intern handel är hög kan detta resultera i en

⁴⁷ Mann, S., Venkataraman, K. & Waisburd, A. (2002) *Stock Liquidity and the Value of a Designated Liquidity Provider: Evidence from Euronext Paris*.

⁴⁸ Anand, A., Tanggard, C. & Weaver, D. (2003). *Paying for Market Quality*. (Opublicerad rapport).

missvisande bild då omsättningen är hög medan den externa handeln fortfarande är låg.

Resultatet visar vidare att för aktier med hög omsättning är likviditetsgaranterna inte en lika viktig aktör, som för aktier med sämre omsättning. Man måste ta hänsyn till att vi just nu befinner oss i en period med relativt hög omsättning överlag på Stockholmsbörsen. Vår bedömning är att vid perioder av låg omsättning kommer likviditetsgaranterna att spela en betydligt viktigare roll, eftersom det då blir svårare att bibehålla en god likviditet i aktierna. Vi anser att vid framtida nedgångar på börsen kommer både bolagen och likviditetsgaranterna att klara sig bättre än vid tidigare nedgångar. Likviditetsgaranterna hjälper bolagen att driva upp omsättningen till en sådan nivå där det fortfarande kommer att finnas ett intresse att handla i aktien, och likviditetsgaranterna har en fast inkomst från avgiften som bolagen betalar.

5.4 Ökad extern handel

Slutligen undersökte vi, för att besvara vårt andra syfte, om de bolag som har tecknat avtal med en likviditetsgarant har haft en större ökning av den externa handeln i jämförelse med bolag utan likviditetsgarant. Vårt resultat visar på att så är fallet, då investerare visar ett större intresse för aktierna jämfört med tidigare. De känner en större trygghet för aktier med likviditetsgarant då denna garanterar att de snabbt kan avyttra sina aktier till ett rimligt pris. Därmed minskar investerarnas kostnad och risk.

Av den anledningen att det skett en ökning även i gruppen med aktier utan likviditetsgarant drar vi slutsatsen att en del av den stora ökningen i grupperna med likviditetsgarant beror på den allmänna börsuppgången, och att likviditetsgaranterna har ökat den ytterligare.

Då vi har analyserat vårt resultat har likviditetsgaranternas främsta prestation varit att öka den externa handeln vilket naturligtvis är väldigt betydelsefullt. Vi är övertygade om att likviditetsgaranterna har haft stor betydelse för en rad företag som annars inte skulle ha uppnått lika stor omsättning i sin aktie.

Vi anser till slut att en stor del av den positiva rapportering som har kommit från media är överdriven. Den grundar sig på framgångarna i diverse likviditetsmått såsom spread och omsättning. En stor del av rapporteringen baseras på Anand med fleras undersökning som enligt oss inte visar en helt rättvisande slutsats.

6. SLUTSATS

I detta kapitel sammanfattar vi våra resultat och vår analys och presenterar de slutsatser vi dragit av dem. Slutligen ger vi några förslag på vidare forskning inom området likviditetsgaranter.

6.1 Sammanfattning

Vårt första syfte var att beskriva hur likviditetsgaranterna arbetar. Sammanfattningsvis kan man säga att de två likviditetsgaranterna vi har undersökt, Remium och Öhman, arbetar på ett liknande sätt. Båda företagen använder liknande urvalskriterier när de väljer vilka bolag de sluter avtal med. Remium med 40 bolag har mer av en portföljstrategi än Öhman, som är likviditetsgarant åt elva bolag och därför lägger större vikt på de enskilda bolagens prestationer. Båda likviditetsgaranterna har en riskmanagement-avdelning som bland annat kontrollerar handeln så att en jämvikt i möjligaste mån råder i handelslagret. Den riskpremie likviditetsgaranterna fakturerar kundbolagen förhandlas fram bland annat beroende på hur stabil kundbolagets aktie är. Öhman har en anställd för att sköta den operativa delen av likviditetsgarantin medan Remium har två. Ingen av de intervjuade likviditetsgaranterna har något automatiserat system för att lägga order.

Vid varje börsdagsöppning måste likviditetsgaranterna bestämma vilka kurser som skall gälla. En felaktig marknadsbild visar sig alltid i och med att andra marknadsaktörer utnyttjar felaktigt prissatta aktier.

Öhman och Remium rapporterar kvartalsvis till kundbolagen för att dessa ska kunna se vilken utveckling som skett i aktiens likviditet.

För att undersöka hur likviditetsgaranterna fungerar har vi följt utvecklingen i aktierna och granskat spreaden, omsättningen samt antalet dagar med avslut för de utvalda aktierna för mars månad under åren 2000 till 2004. Vårt resultat visar att den genomsnittliga spreaden har minskat för alla tre jämförelsegrupperna sedan systemet med likviditetsgaranti infördes.

Alla tre grupperna visar en klar förbättring av antalet omsatta handelsdagar under mars 2004 jämfört med mars 2003. Grupp 1 och Grupp3 har överlag under de undersökta fem åren en hög andel dagar med handel. Den största förbättringen från mars 2003 till mars 2004 finns i Grupp 2 som i mars 2004 för första gången under den undersökta femårsperioden kommer upp till 100 procent i antal dagar med handel.

Omsättningen har ökat kraftigt från mars 2003 till mars 2004 i alla tre jämförelsegrupperna. Detta beror naturligtvis på att det i mars 2003 var väldigt låg omsättning överlag på Stockholmsbörsen och att det fram till mars 2004 var en kraftig börsuppgång då omsättningen på börsen ökade med 130 procent.

Den sista delen av vårt syfte var att undersöka den externa handeln. För att kunna göra det var vi tvungna att först få en uppfattning om den interna handel likviditetsgaranterna bedrev. Det finns ett tydligt samband mellan omsättningen i de olika aktierna och den interna handeln. De företag som har en stor omsättning i aktierna har en låg andel intern handel och tvärtom. Vårt resultat visar på en relativt hög andel intern handel. Av den totala handeln är 13 procent i Grupp 1 där Remium är likviditetsgarant intern handel och 24 procent i Grupp 2 där Öhman är likviditetsgarant. Den externa handeln har ökat mer i aktierna som har en likviditetsgarant än i de som inte har en likviditetsgarant.

6.2 Slutsats

Vi kan konstatera att både Öhman och Remium till synes har ungefär samma arbetssätt vad gäller åtagandet som likviditetsgarant

Vår slutsats är vidare att likviditetsgaranter inte har en avgörande betydelse för den genomsnittliga spreadens storlek, utan att även andra faktorer såsom nyheter kring bolagen, börsens uppgång och säsongseffekter påverkar.

När det gäller antal handelsdagar drar vi slutsatsen att likviditetsgaranterna bidrar till att öka antalet dagar med handel i bolag som tidigare har haft svårigheter att ha handel i sin aktie varje dag.

Likviditetsgaranterna står för en stor andel av den totala omsättningen genom intern handel. Den handel som likviditetsgaranten står för bidrar till en missvisande bild av hur stor handeln i aktien egentligen är. Det finns ett tydligt samband mellan omsättningen och den interna handeln. I de aktier som har en låg omsättning på börsen försöker likviditetsgaranterna öka intresset och likviditeten genom intern handel. För aktier med hög omsättning är likviditetsgaranterna således inte en lika viktig aktör.

Det är vidare vår slutsats att en del av ökningen i den externa handeln beror på den allmänna börsuppgången men att likviditetsgaranterna har bidragit till att öka den ytterligare. Hur stor del av ökningen i den externa handeln som är tack vare likviditetsgaranterna kan vi inte säga. Det är vår åsikt att likviditetsgaranternas verkliga betydelse kommer att synas tydligare under en börsnedgång då det kommer att krävas mer av dem för att hålla likviditeten uppe i sina kundbolag.

Sammanfattningsvis kan man säga att likviditetsgaranterna inte har haft så stor betydelse för likviditeten i aktien som de själva och Stockholmsbörsen gärna vill framhäva. Vårt resultat visar ett annat resultat än det som Anand med flera

presenterar i sin undersökning från september 2003⁴⁹. Vi anser att den positiva utvecklingen i de likviditetsmått som Anand med flera samt vi själva undersökt till en större del beror på den allmänna börsuppgången än likviditetsgaranternas arbete. Denna slutsats får vi stöd av i undersökningen från Paris, som även den kom fram till att likviditetsgaranterna på Parisbörsen inte bidrar till en minskad spread eller ökad handelsvolym⁵⁰. Det kommer att bli intressant att i framtiden följa likviditetsgarantin, främst vid en börsnedgång då deras arbete kommer att bli svårare och de kommer att få ta en mer aktiv roll.

6.3 Förslag till vidare forskning

Likviditetsgaranter har bara funnits på Stockholmsbörsen i drygt ett år och är därför ett allttjämt relativt outforskat område.

Vår undersökning gäller endast under en period av uppgång på Stockholmsbörsen. Det finns ett värde av att göra en motsvarande undersökning under en börsnedgång då förutsättningarna för handeln är annorlunda. Skulle kraven på likviditetsgaranterna förändras och skulle de vara tvungna att arbeta annorlunda mot idag?

Likviditetsgaranterna Öhman och Remium tar en avgift av sina kundbolag som motsvarar kostnader för att uppfylla sitt åtagande samt en riskpremie. Det finns dock en förtjänstmöjlighet då de har en kontinuerlig handel i kundbolagets aktie och kan skapa en förtjänst vid varje transaktion genom skillnaden i köp och säljkursen. Det hade varit intressant med en undersökning där ett nettoresultat för likviditetsgaranternas handel i kundbolagens aktier presenterades.

Hur väl har likviditetsgaranterna levt upp till de förväntningar kundbolagen haft? En dylik undersökning skulle exempelvis kunna innehålla två delar, de formella förväntningarna som reglerats i avtal men också de outtalade förväntningarna kundbolagen haft.

Slutligen hade det varit intressant att undersöka vad som händer med bolag som säger upp sitt avtal med sin likviditetsgarant? Kommer påtagliga skillnader i deras aktielikviditet kunna utrönas eller har likviditetsgaranten genom sitt arbete fått denna i rörelse?

⁴⁹ Anand, A., Tanggard, C. & Weaver, D. (2003). *Paying for Market Quality*.

⁵⁰ Mann, S., Venkataraman, K. & Waisburd, A. (2002) *Stock Liquidity and the Value of a Designated Liquidity Provider: Evidence from Euronext Paris*.

7. REFERENSER

Böcker

Andersen, I. (1998). Den uppenbara verkligheten – val av samhällsvetenskaplig metod. Lund: Studentlitteratur.

Eriksson, L.T. & Wiedersheim, F. (2001). Att utreda, forska och rapportera. Malmö: Liber Ekonomi.

Holme, I.M. & Krohn Solvang, B. (1997). Forskningsmetodik. Lund: Studentlitteratur.

Lundahl, U. & Skärvad, P.H. (1992). Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer. Lund: Studentlitteratur.

Rosengren, K.E. & Arvidson, P. (1992). Sociologisk Metodik. Solna: Almqvist & Wiksell.

Tidskriftsartiklar

Aktieindikatorn. (2004-03-31). *Affärsvärlden*, s 60 – 65.

Amihud, Y. & Mendelson, H. (1986). Asset Pricing and the Bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 2, s 223 – 250.

Amihud, Y. & Mendelson, H. (1986). Liquidity and Stock Returns. *Financial Analysts Journal*, 3, s 43 – 49.

Amihud, Y. & Mendelson, H. (1991). Liquidity, Asset Prices and Financial Policy. *Financial Analysts Journal*, 6, s 56 – 67.

Huang, R. & Stoll, H. (1997). The Components of the Bid-Ask Spread: A General Approach. *The Review of Financial Studies*, 4, s 995 – 1034.

Niemeyer, J. & Sandås, P. (1993). An Empirical Analysis of the Trading Structure at the Stockholm Stock Exchange. *Journal of Multinational Financial Management*, 3, s 63 – 101.

Schultz, P., Stoll, H.R. & Whaley, R.E. (1983). Transaction Costs and the Small Firm Effect/A Comment. *Journal of Financial Economics*, 1, s 57 – 88.

Tidningsartiklar

Hedensjö, B. (2004-04-05). Sömnpillers borta från piggare börs. *Dagens Industri*.

Hedensjö, B. (2004-05-06). Börsen befriad från sömnpillers. *Dagens Industri*.

Munkhammar, V. (2003-10-08). Garantier sätter fart på handeln. *Dagens Industri*, s. 32

Munkhammar, V. (2003-12-12). Succé med garanti. *Dagens Industri*.

Rapporter

Anand, A., Tanggard, C. & Weaver, D. (2003). *Paying for Market Quality*. (Opublicerad rapport).

Ericsson, T., Grönhagen, C-F. & Lovén, P. (2000). *Amortized Bid-Ask Spread an empirical examination of the Stockholm Stock Exchange*. Magisteruppsats, nr 9023. Lund: Företagsekonomiska institutionen.

Handa, P. (1992). *On the Supply of Liquidity at the New York and American Stock Exchanges*. Working Paper. New York: New York University.

Elektroniska källor

E. Öhman J:or Fondkommission AB.
www.ohman.se
(2004-05-26).

Hodrick, L. S. & Moulton, P. C. (2002). *Liquidity*.
www.stern.nyu.edu/fin/pdfs/seminars/023f-hodricka-5star.pdf
(2004-05-17).

Mann, S., Venkataraman, K. & Waisburd, A. (2002) *Stock Liquidity and the Value of a Designated Liquidity Provider: Evidence from Euronext Paris*.
www.cfs.tcu.edu/workingpaper/pdf/DLP.pdf
(2004-05-07).

Nasdaq. *Nasdaq market makers*.
www.nasdaqnews.com/about/marketmakers.html
(2004-05-02).

NYSE. *Specialist*.
www.nyse.com/glossary/1042235996028.html
(2004-05-18).

NYSE. *Your Specialist and the Auction Market*
<http://www.nyse.com/pdfs/specialistbrochure.pdf>
(2004-05-18).

Pressmeddelande Stockholmsbörsen. (2003-12-11). *Likviditetsgaranter ger minskad risk och minskade handelskostnader.*
www.stockholmsborsen.se.
(2004-05-18).

Remium AB.
www.remium.se
(2004-04-26).

Stockholmsbörsen. *Från order till avslut.*
<http://domino.omgroup.com/www/WebTransaction.nsf/publicse/orderavslut?Open&lang=swe>
(2004-05-17).

Stockholmsbörsen. *Likviditetsrapporter.*
www.stockholmsborsen.se.
(2004-05-03)

The Investment FAC. *Exchanges - The NASDAQ.*
<http://invest-faq.com/articles/exch-nasdaq.html>
(2004-05-18).

Intervjuer

Appeltofft. J. (2004-04-06). E. Öhman J:or Fondkommission AB.

Garat. B. (2004-05-19). Remium AB.