



LUNDS UNIVERSITET

Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska Institutionen

FEKN90, Företagsekonomi

Examensarbete på Civilekonomprogrammet

VT 2016

Byte av segment och lista – glädjefyllt rus eller väntande baksmälla?

En komparativ studie av överavkastning och aktielikviditet vid
segments- och listbyte på den svenska aktiemarknaden

Författare

Gustaf Derving

Viktor Gårdemyr

August Lander

Handledare

Per Magnus Andersson

Abstrakt

Titel: *Byte av segment och lista – glädjefyllt rus eller väntande baksmälla?*

Seminariedatum: 25/5-2016

Kurs: FEKN90, Företagsekonomi: Examensarbete på civilekonomprogrammet

Författare: Gustaf Derving, Viktor Gårdemyr och August Lander

Handledare: Per Magnus Andersson

Fem nyckelord: Segmentsbyte, listbyte, överavkastning, aktielikviditet, Stockholmsbörsen

Syfte: Uppsatsens syfte är att analysera överavkastning och aktielikviditet för två grupper på den svenska börsmarknaden, där den ena gruppen flyttar uppåt mellan segmenten på huvudlistan och den andra gruppen flyttar från underlistorna till huvudlistan.

Metod: Författarna har använt sig av en kvantitativ metod med en deduktiv ansats. För att mäta prestationen har ABHAR och CAAR använts som mått gällande överavkastning och för att mäta aktielikviditeten har bid/ask-spread, relativ spread och omsättning som andel av börsvärdet använts.

Teoretiska perspektiv: Det teoretiska ramverket är uppställt från tidigare forskning som har gjorts inom området som generellt visar att överavkastning och aktielikviditet ökar vid ett segments- eller listbyte. Vidare har empiriska studier och tidigare svenska uppsatser redogjorts för och diskuterats.

Empiri: Det slutgiltiga urvalet består av 40 bolag som genomfört ett listbyte och 57 bolag som bytt segment. Denna data har sedan jämförts med matchande index. Datan är hämtad från Thomson Reuters Datastream och OMX Nasdaq.

Resultat: Undersökningen påvisar att listbytande bolag signifikant överavkastar index efter bytet, medan segmentsbytande bolag underavkastar index under samma period. Resultaten visar även att spreadarna sjunker för båda grupperna efter bytet med signifikant säkerhet.

Abstract

Title: *Byte av segment och lista – glädjefyllt rus eller väntande baksmälla?*

Seminar date: 25/5-2016

Course: FEKN90, Master thesis in Corporate Finance, 30 ECTS

Authors: Gustaf Derving, Viktor Gårdemyr and August Lander

Advisor: Per Magnus Andersson

Keywords: Segment change, listing change, excess return, stock liquidity, Stockholm Stock Exchange

Purpose: The purpose of this thesis is to analyze excess return and stock liquidity for two groups of companies, where one group moves up between the segments on the main market and the other group moves from the minor markets to the main market.

Method: The authors have used a quantitative method with a deductive approach. In order to quantify the excess return ABHAR and CAAR have been used and the stock liquidity is measured through bid-ask spread, relative spread and stock turnover in relation to market cap.

Theoretical perspective: The theoretical framework is deduced from earlier research within the subject which in general predicts an increased excess return and stock liquidity around a segment or a listing change. Furthermore are empirical studies and earlier Swedish theses described and discussed.

Empirical data: The selection consists of 40 companies which moved from a minor market to the main market and 57 companies which moved up through the segments on the main market. The data is retrieved from Thomson Reuters Datastream and OMX Nasdaq.

Results: The study shows that the group which moves from the minor markets to the main market significantly out-perform its indices after the change while the group that moves up between segments on the main market under-perform its indices during the same period. The results also show that the spreads decline for both groups after the change with statistical significance.

Förord

Denna magisteruppsats är skriven vid Ekonomihögskolan på Lunds Universitet under våren 2016. Det har varit en lång och lärorik process med ett slutresultat som vi är nöjda med.

Vi vill även rikta ett stort tack till handledaren Per Magnus Andersson som alltid funnits tillgänglig för diskussion och kommit med givande råd under processens gång.

Gustaf Derving

Viktor Gårdemyr

August Lander

Innehållsförteckning

1. Introduktion.....	1
1.1 Bakgrund.....	1
1.1.1 Det svenska börslandskapets uppbyggnad.....	2
1.1.2 Allmänt om den svenska börsmarknaden.....	3
1.2 Problemdiskussion.....	5
1.3 Syfte och frågeställning.....	6
1.4 Avgränsningar.....	6
1.5 Målgrupp för studien.....	7
2. Teoretisk referensram.....	8
2.1 Teoretiskt ramverk.....	8
2.1.1 Efficient Market Hypothesis.....	8
2.1.2 Imperfect Substitute Hypothesis.....	9
2.1.3 Price Pressure Hypothesis.....	9
2.1.4 Information Signaling Hypothesis.....	10
2.1.5 Awareness Hypothesis.....	11
2.1.6 Information Cost Hypothesis och Liquidity Hypothesis.....	12
2.1.7 Sammanfattning av det teoretiska ramverket.....	13
2.2 Tidigare empiriska studier inom området.....	14
2.3 Tidigare svenska uppsatser inom området.....	16
2.4 Studiens hypoteser.....	17
2.4.1 Skillnad mellan teori och tidigare empiriska studier.....	17
2.4.2 Hypoteser för överavkastning.....	18
2.4.3 Hypoteser för aktielikviditet.....	18
3. Metod och tillvägagångssätt.....	19
3.1 Grundläggande metodval.....	19
3.2 Studiens urval.....	19
3.2.1 Urvalskriterier.....	20
3.2.2 Event- och estimeringsfönster.....	20
3.3 Val av index.....	21
3.4 Mått valda för att mäta överavkastning.....	21
3.4.1 BHAR.....	22
3.4.2 CAR.....	24
3.4.2.1 Genomsnittlig CAR.....	24
3.5 Mått valda för att mäta aktielikviditeten.....	25
3.5.1 Bid/ask-spread.....	25
3.5.2 Relativ spread.....	25
3.5.3 Omsättning som andel av börsvärdet.....	25

3.6 Test för statistisk signifikans	26
3.7 Metodkritik	27
3.7.1 Urvalskritik	27
3.7.2 Kritik av estimeringsfönster.....	27
3.7.3 Kritik av index	28
3.7.4 Källkritik	28
3.7.5 Källkritik av tidigare svenska uppsatser	28
3.7.6 Validitet.....	29
3.7.7 Reliabilitet.....	29
4. Resultat av statistiska undersökningar	30
4.1 Resultatens statistiska signifikans.....	30
4.2 Överavkastning.....	31
4.3 Aktielikviditet.....	34
4.3.1 Bid/ask-spread.....	35
4.3.2 Relativ spread.....	36
4.3.3 Omsättning som andel av börsvärdet.....	37
4.4 Sammanfattning av studiens hypoteser	38
5. Analys av studiens resultat	39
5.1 Överavkastning.....	39
5.1.1 Överavkastning för gruppen som genomgått segmentsbyte	39
5.1.2 Överavkastning för gruppen som genomfört listbyte	41
5.1.3 Jämförelse mellan grupperna avseende överavkastning	42
5.2 Aktielikviditet.....	43
5.2.1 Aktielikviditet för gruppen som genomgått segmentsbyte	43
5.2.2 Aktielikviditet för gruppen som genomfört listbyten	44
5.2.3 Jämförelse mellan grupperna avseende aktielikviditet	45
6. Slutsats och resultatdiskussion.....	47
6.1 Resultatdiskussion och slutsatser	47
6.2 Förslag på vidare forskning.....	49
Källförteckning.....	51

Appendix

Bilaga 1: Företag som bytt segment inom huvudlistan

Bilaga 2: Företag som bytt till huvudlistan

Bilaga 3: Artikel

1. Introduktion

I första kapitlet redogörs för studiens bakgrund. Vidare behandlas en problemformulering som senare mynnar ut i studiens syfte. Författarna behandlar senare studiens avgränsning samt vilken som är den tilltänkta målgruppen.

1.1 Bakgrund

I december 2015 meddelade spelbolaget Cherry att de hade för avsikt att genomföra ett listbyte från Aktietorget till Nasdaq OMX Stockholm (Stockholmsbörsen). Anledningen till att ett listbyte eftersträvades var enligt bolagets styrelseordförande att öka möjligheterna för institutionella investerare att investera i bolaget. Styrelsen ansåg dessutom att en börsnotering på Stockholmsbörsen skulle vara en väsentlig kvalitetsstämpel för bolaget. Beskedet togs emot positivt av marknaden och aktiekursen steg med tre procent som en reaktion på meddelandet (Avanza, 2015).

Att ett listbyte till en mer välkänd börs ses som positivt och att det kommer generera värde är en utbredd uppfattning (Van Horne, 1970). Det finns dock även fall där positiva förhoppningar har grusats när bytet blivit verklighet. Ett sådant exempel är när fastighetsbolaget D. Carnegie bytte handelsplats den 12 maj 2015 från Nasdaq OMX First North (First North) till huvudlistan (Small Cap, Mid Cap och Large Cap). Från årsskiftet fram till bytet hade aktien stigit med 46 procent, vilket får ses som en stark utveckling jämfört med börsens fastighetsindex som endast steg nio procent under samma period. En tid efter listbytet visade sig motsatsen och aktien sjönk med 16 procent, medan börsens fastighetsindex endast sjönk med fyra procent under samma tidsperiod (Avanza, 2015).

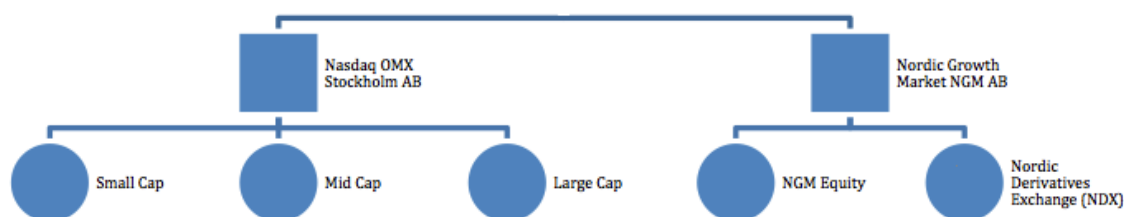
Att bolag byter till Stockholmsbörsen likt Cherry eller till huvudlistan likt D. Carnegie är vanligt förekommande. Totalt sett har 48 bolag bytt till huvudlistan mellan åren 2007 - 2015 och vanligtvis kommer bolagen från First North (Nasdaq OMX, 2015).

Ett listbyte är frivilligt, förutsatt att kraven för den nya listan uppfylls (Nasdaq OMX, 2015). I denna studie definieras ett listbyte som att ett företag byter börslista i uppåtgående riktning från någon av underlistorna First North, Aktietorget och Nordic Growth Market (NGM) till huvudlistan.

Ett segmentsbyte definieras i denna studie som att ett företag byter segment i uppåtgående riktning från antingen Small Cap till Mid Cap eller från Mid Cap till Large Cap på huvudlistan. Till skillnad från ett listbyte är ett segmentsbyte inte frivilligt, utan ett sådant byte sker när ett svenskt börslistat företag med marginal nått över ett specifikt börsvärde (Nasdaq OMX, 2015). Under undersökningstiden (2007 - 2015) för denna studie har 60 bolag bytt upp sig till ett högre segment inom huvudlistan (Nasdaq OMX, 2015).

1.1.1 Det svenska börslandskapets uppbyggnad

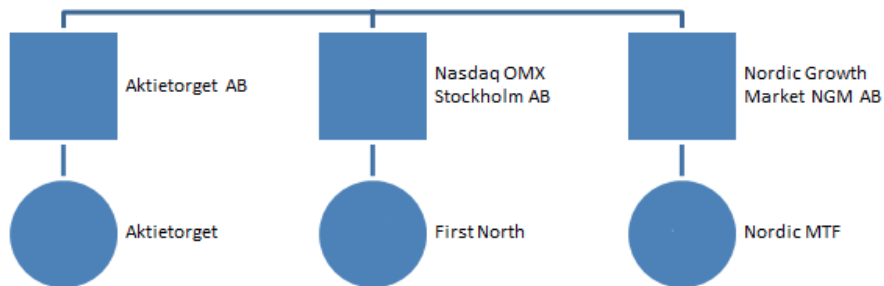
Idag är det enbart företagen Nasdaq OMX Stockholm AB och Nordic Growth Market NGM AB som får bedriva reglerade marknader (börser) i Sverige. De mest kända segmenten Small Cap, Mid Cap och Large Cap drivs av Nasdaq (Finansinspektionen, 2015). Nordic Growth Market NGM AB driver börserna NGM Equity och Nordic Derivatives Exchange (NDX) (NGM, 2016).



Figur 1.1: Företagen som får bedriva börser i Sverige

Utöver de mest kända marknaderna finns det även marknadsplattformer. En marknadsplattform är en enklare marknad och kan innehålla företag som redan handlas på en annan marknadsplats och företag som enbart handlas på marknadsplattformen. Företag som endast handlas på en marknadsplattform följer ett enklare regelverk. Exempelvis behöver inte företag som handlas på en marknadsplattform följa kraven för redovisning enligt IFRS (International Financial Reporting Standard) om inte marknadsplattformen kräver det. Det är idag tre olika företag som bedriver marknadsplattformerna Aktietorget (Aktietorget AB), First North (Nasdaq OMX Stockholm AB)

och Nordic MTF (Nordic Growth Market NGM AB) (Finansinspektionen, 2015).



Figur 1.2: Företagen som får bedriva marknadsplattformar i Sverige

1.1.2 Allmänt om den svenska börsmarknaden

Som tidigare nämnt är huvudlistan uppdelad i tre segment. Dessa segment är Small Cap, Mid Cap och Large Cap. Segmentsindelningen baseras på företagens marknadsvärde enligt tabellen nedan (Nasdaq OMX, 2015).

Segment	Marknadsvärde
Small Cap	<150 miljoner euro
Mid Cap	150-1000 miljoner euro
Large Cap	>1000 miljoner euro

Tabell 1.1: Segmentsindelning

Varje segment konstituerar också ett eget index, det vill säga att till exempel Small Cap utgör ett Small Cap-index som inkluderar alla aktier som befinner sig på det aktuella segmentet (Nasdaq OMX, 2015). Segmenten korrigerades två gånger årligen fram till 2009, då segmenten baserades

på det genomsnittliga börsvärdet i maj och november. Segmentsbyten offentliggjordes sedan i juni och december och effektiviserades första handelsdagen i juli och januari. Sedan 2009 korrigeras segmenten endast en gång per år, och baseras på det genomsnittliga marknadsvärdet i november. Byten offentliggörs fortfarande i december och effektiviseras första handelsdagen i januari (Nasdaq OMX Stockholm, 2015). Denna ändring av korrigeringsstillfällen är justerad på Nasdaqs hemsida för att kunna göra jämförelser över en period som innefattar denna regeländring (Nasdaq OMX Stockholm, 2008).

Segmenten, och indexen som baseras på segmenten, kan ses som att ha en väldigt ytlig innebörd då segmenten till stor del påverkar hur en aktie presenteras i nyheterna där mest prestige och säkerhet ges till aktier som handlas på Large Cap. Indexen kan också ses som en mätstock för hur aktier för olika företagsstorlekar presterar jämfört med marknaden som helhet. Dock är segmentsindexen inget som investerare direkt bryr sig om då dessa enligt Nasdaq OMX inte är placerbara index (Nasdaq OMX, 2015). Det är istället OMXS30, Stockholmsbörsens 30 mest omsatta aktier, som är det främsta investerarindexet. Segmentsindexen är därmed inte menade att vara placerbara index eftersom de endast baseras på marknadsvärde.

Företag som vill listas på Stockholmsbörsen från någon av de alternativa handelsplatserna måste få tillstånd för detta genom att uppfylla vissa särskilda krav som Stockholmsbörsen har utfärdat (Nasdaq OMX, 2016). Dessa krav är specificerade och allmänt kända vilket leder till endast de företag som vet att de uppfyller kraven kommer ansöka om tillstånd för att listas på Stockholmsbörsen, och få ansökningar blir därmed nekade. Utöver kraven sker processen i samförstånd mellan företagsledningen och börsen, vilket gör att företag som riskerar att inte få tillstånd med största sannolikhet inte kommer att ansöka om det. Processen för att noteras på Stockholmsbörsen är standardiserad även om tidsaspekten beror på det ansökande företaget. Generellt sett brukar företag kommunicera till sina intressenter att de har för avsikt att noteras inom en nära framtid som oftast är mindre än ett år. Ansökan görs ungefär två till tre månader innan det faktiska listbytet sker, vilket i regel då också kommuniceras ut av företaget (även om vissa företag väljer att inte kommunicera det till intressenterna). Godkännandet av ansökan samt första handelsdag publiceras av Stockholmsbörsen och företaget några veckor innan listbytet sker (Nasdaq OMX Stockholm, 2015).

1.2 Problemdiskussion

Det finns ett flertal tidigare studier som behandlar effekterna vid ett listbyte och inkludering/exkludering från ett index. Ule (1937) var så vitt författarna vet den förste som undersökte huruvida en större marknad påverkar en aktie och kunde redan då påvisa att aktier som börjar handlas på en mer likvid marknad underavkastar ett jämförelseindex. Sedan dess har den finansiella ekonomin varit ett väldigt populärt forskningsområde och numera finns det flera teorier och hypoteser som försöker förklara varför ett listbyte eller inkludering/exkludering från ett index har effekter på aktier.

Som Baker och Johnson (1990) nämner i deras undersökning brukar bolag som nyligen bytt lista underprestera jämfört med index. Till vår vetskap har endast Andersson och Lange (2014) undersökt huruvida ett företag påverkas av ett segmentsbyte eller inte. Den studien undersöker dock inte om det är någon skillnad mellan att byta lista och att byta segment. Då det som tidigare nämnt är mer eller mindre frivilligt att byta till en högre lista uppstår det funderingar kring om även bolag som byter listsegment uppåt påverkas på samma sätt gällande aktielikviditet och överavkastning (Nasdaq OMX, 2015).

Baker och Johnson (1990) tar även upp kostnaderna som uppstår för ett bolag som byter lista. Dessa kostnader kan till exempel vara noteringsavgifter eller att bolagen måste strukturera om sitt redovisningsarbete för att leva upp till den nya listans regelverk. Trots dessa merkostnader strävar många bolag efter att byta till en högre börslista. Baker och Johnson (1990) menar att det framförallt är ökad synlighet och aktielikviditet som lockar företagen att byta marknadsplats. Vidare menar Baker och Johnson att företagsledare uppfattar det som mer prestigefyllt att handlas på en "bättre" marknadsplats som exempelvis huvudlistan.

Att aktiepriset påverkas av ett listbyte råder det inga tvivel om bland forskare, dock visar teori och empiri på olika effekter. Teorierna påvisar att ett listbyte genererar ett ökat aktiepris men empiriska studier visar att aktiepriset tenderar att sjunka. Gällande listbytens påverkan på aktielikviditeten råder det delade meningar om. En del forskare har inte lagt någon vikt vid detta medan andra påvisar att den faktiskt ökar. En hög aktielikviditet är önskvärd för potentiella ägare som snabbt vill kunna handla med stora aktieposter. Dessa ägare tenderar att vara institutionella. Då institutionella investerare spelar en viktig roll på marknaden är det därför viktigt för ett bolags

ledning att attrahera dessa. Ett sätt att lyckas med det är att bolagets aktie har en hög likviditet.

1.3 Syfte och frågeställning

Uppsatsens syfte är att analysera överavkastning och aktielikviditet på den svenska börsmarknaden för företag som flyttar uppåt mellan segmenten på huvudlistan och företag som flyttar från underlistorna till huvudlistan.

Detta syfte kan också omformuleras till tre forskningsfrågor:

- 1. Hur påverkas aktielikviditet och överavkastning för de företag som genomgått segmentsbyten?*
- 2. Hur påverkas aktielikviditet och överavkastning för de företag som genomfört listbyten?*
- 3. Finns det någon skillnad mellan företagen som genomgått segmentsbyten och företagen som genomfört listbyten med avseende aktielikviditet och överavkastning?*

1.4 Avgränsningar

Denna studie omfattar två olika urvalsgrupper. Den första gruppen inkluderar de företag som genomgått ett segmentsbyte inom huvudlistan under åren 2007-2015. I den andra gruppen ingår bolag som bytt lista från en mindre noteringsplats till huvudlistan under samma tidsperiod. Denna tidsperiod har valts med syfte att vara tillräckligt lång för att få statistiskt tillförlitliga resultat över tid. Dessutom har avsikten varit att använda sig av en tidsperiod som infaller så nära dagens datum som möjligt, vilket har gjorts för att hålla studien aktuell. Anledningen till att 2007 är det första året som ingår i undersökningen är att Stockholmsbörsen köptes upp av Nasdaq året innan. Detta medförde en del ändringar i liststruktur och regelverk, vilket gör det olämpligt att undersöka tidigare år än 2007 i denna studie (Nasdaq OMX, 2015). Bolag som tagit steget in på huvudlistan för att sedan byta segment kan inte ingå i studien om dessa två eventfönster överlappar varandra. Detta för att de eventuella effekterna av bytena då kan påverka varandra och ge ett missvisande resultat.

Det finns tre huvudsakliga skäl till att det är den svenska aktiemarknaden som avses att undersökas. För det första har ingen liknande undersökning tidigare gjorts på den svenska aktiemarknaden. Det andra skälet är att en studie av denna marknad har högst relevans för författarna då det finns en grundläggande kunskap om det svenska börslandskapet som kan vara användbar. Det tredje och sista skälet är att författarnas möjligheter att samla in relevant data är större för svenska företag än för utländska företag.

Studien avser inte heller att undersöka effekterna som tillkännagivandet av ett listbyte kan ge upphov till. Detta eftersom dessa datum kan variera mycket från datumet för listbytet, men även för att formerna av tillkännagivandet kan se olika ut mellan bolagen. Därför fokuserar denna undersökning enbart på effekterna som eventuellt uppstår när ett bolag byter segment eller lista.

1.5 Målgrupp för studien

Denna studie riktar sig främst mot aktiva investerare och studenter med ett intresse för aktiemarknaden. Detta då resultatet eventuellt skulle kunna användas som beslutsunderlag vid köp eller försäljning av aktier för bolag som ska byta marknadsplats.

2. Teoretisk referensram

Detta kapitel redogör för den tidigare forskning som är mest framträdande på området för att skapa en djupare förståelse för ämnet, både teorier som finns men även empiriska studier. Därefter presenteras tidigare svenska uppsatser som skrivits om liknande ämnen. Kapitlet avslutas med en uppställning av uppsatsens hypoteser.

2.1 Teoretiskt ramverk

För att kunna förstå effekterna vid segmentsbyten och listbyten är det viktigt att se på det genom ett brett teoretiskt ramverk. *Efficient Market Hypothesis* är en teori som förklarar en del av hela den finansiella marknadens funktion. Nästa två teorier, *Imperfect Substitute Hypothesis* och *Price Pressure Hypothesis*, behandlar listeffekter i relation till utbud och efterfrågan på olika vis. Resterande teorier diskuterar hur information, uppmärksamhet och likviditet bör påverka överavkastning och aktielikviditet. Efter teorierna sammanfattas dessa med avseende på överavkastning och aktielikviditet, samt diskuteras huruvida de är aktuella även för företagen som genomgått segmentsbyte.

2.1.1 Efficient Market Hypothesis

Fama (1970) presenterade tidigt den vitt accepterade *Efficient Market Hypothesis*. Han menade att en marknadseffektivitet kan delas in i tre former: svag, halv-stark och stark effektivitet. Svag effektivitet karaktäriseras av att endast historisk information är inräknad i priset på en viss tillgång. Halv-stark effektivitet betyder att marknaden även räknar med information som är tillgänglig till allmänheten medan stark effektivitet är när all information, inklusive insider-information, är medräknat i priset på tillgången. Då de olika formerna av effektivitet prisar in varierande grader av information kommer jämviktspriset på marknaden skilja sig från varandra för samma tillgång beroende på effektivitetsgraden. Vidare bygger *Efficient Market Hypothesis* på tre grundläggande antaganden om marknaden: inga transaktionskostnader, all information finns gratis tillgänglig till alla som agerar på marknaden samt att marknaden har homogena förväntningar i relation till vilken information som finns tillgänglig. Om denna hypotes skulle

stämma bör en akties avkastning och likviditet inte förändras runt ett listbyte. Detta då det inte bidrar med någon ny information till marknaden överhuvudtaget.

2.1.2 Imperfect Substitute Hypothesis

Imperfect Substitute Hypothesis, som Kraus och Stoll (1972) samt Scholes (1972) presenterade, kränker *Efficient Market Hypothesis* genom påståendet att prisseffekter är permanenta. Priset på tillgångar som har perfekta substitut bör inte förändras i någon större utsträckning beroende på hur utbud och efterfrågan förändras. Detta innebär att efterfrågekurvan är i det närmaste helt elastisk. Teorin innebär dock att aktier inte är perfekta substitut då de underliggande tillgångarna är så pass skilda. Under teorins antaganden är den långsiktiga efterfrågekurvan nedåtsluttande, det vill säga att det finns någon grad av elasticitet. När det är större positiva/negativa förändringar i efterfrågan av en viss aktie kommer jämviktspriset justeras uppåt/nedåt.

I relation till listbyte och indexeffekter leder detta till ett antagande om en positiv och permanent förändring i jämviktspriset på aktien som inkluderas i ett index eller byter till en högre lista, och vice versa om aktien exkluderas eller byter till en lägre lista. Detta bör ske som en följd av att investerare väljer att se över sina aktieportföljer som svar på förändringarna.

Huruvida handelsvolymen och likviditeten förändras enligt denna hypotes är tvetydig då det beror på investerarna och uppmärksamheten aktien får genom att byta lista eller segment. Om investerare väljer att justera sina aktieinnehav beroende på byten och om uppmärksamheten av bytet är hög ska aktielikviditeten öka. Schleifer (1986) visade på en permanent ökning i priset på aktier som inkluderas i indexet S&P 500 i enlighet med *Imperfect Substitute Hypothesis*, men kunde inte visa på en tydlig förändring i handelsvolym.

2.1.3 Price Pressure Hypothesis

Scholes (1972) presenterade en artikel som handlar om både *Imperfect Substitute Hypothesis* och *Price Pressure Hypothesis*, som sedan Harris och Gurel (1986) vidareutvecklade och Jain tog upp 1987. Prispåverkan är relaterat till *Imperfect Substitute Hypothesis* på så sätt att förändringar i efterfrågan kan påverka prisnivån av aktier, dock på ett annat sätt än genom *Imperfect Substitute Hypothesis*. Enligt prispåverkan är långsiktig efterfrågan på aktier helt elastisk men kortsiktigt

är efterfrågan nedåtsluttande. Det vill säga att det långsiktiga jämviktspriset inte kommer att påverkas av en större försäljning. Handlad volym i aktien kommer även att förändras runt en stor försäljning men sedan återgå till sin långsiktiga jämviktsvolym.

Jain (1987) menar att i enlighet med prispåverkan bör en ökning/minskning av priset förväntas om en aktie blir inkluderad/exkluderad i S&P-500 då vissa fonder endast får investera i aktier som finns med i indexet då investerarbasen ökar markant i och med inkluderingen.

2.1.4 Information Signaling Hypothesis

En teori som kan förklara listbyteseffekten är *Information Signaling Hypothesis* som Mikkelson (1981) först presenterade i en kontext av konvertibler och som sedan har arbetats om av Harris och Raviv (1985). Hypotesen har sedan undersökts i sammanhanget av att bli inkluderad i ett index av Jain (1987) och Dhillon och Johnsson (1991). Hypotesen säger att bli inkluderad, eller exkluderad, i ett index faktiskt bidrar med värde genom att tillföra marknaden med ny information om aktien.

Jain (1987) menar att informationen kommer från kontrollen Standard & Poor's gör innan de bestämmer om ett nytt företag ska bli inkluderat i indexet S&P 500, och att Standard & Poor's har mer information än marknaden men som utvärderas genom beslutet av att inkludera eller inte inkludera företaget i indexet. Studien visar att inkluderingar i S&P 500 följs av en direkt ökning i aktiepriset och en exkludering leder till en minskning i aktiepriset.

Beroende på hur urvalsprocessen görs och hur kända kriterierna är för att bli inkluderad, blir olika typer och mängd information tillgänglig för marknaden. Att byta segment på huvudlistan är något som görs när ett företag uppfyller ett visst marknadsvärde, och inte genom en direkt urvalsprocess. Däremot sker ett byte till huvudlistan från någon av underlistorna genom en ansökan från företagen och godkännande från Nasdaq (Nasdaq OMX, 2015).

2.1.5 Awareness Hypothesis

Merton (1987) utvecklade en modell som bestämde jämviktspris på en marknad med ofullständig information. Modellen kallas *Awareness Hypothesis* och är relaterad till *Information Cost Hypothesis* och *Liquidity Hypothesis*. Merton menar att investerare inte har all tillgänglig information om alla aktier som finns på marknaden på grund av diverse informationskostnader, det vill säga marknaden är inte fullt effektiv i enlighet med *Efficient Market Hypothesis*. Modellen visar att den förväntade avkastningen för välkända företag är lägre än för okända företag om allt annat är konstant. Modellen bygger på att varje investerare endast känner till ett begränsat antal aktier. Företag som ägs av investerare som inte är helt diversifierade (då de helt enkelt inte är medvetna om alla aktier) bär en extra kostnad som kallas "shadow cost". Denna kostnad motsvarar den högre förväntade avkastningen som investerare kräver då de inte är helt diversifierade och därmed har systematisk risk i sin aktieportfölj. När ett företags investerarsbas utökas kommer de nya investerarnas diversifiering att öka, och därmed förvänta sig en lägre avkastning vilket leder till att shadow cost minskar. Ett företag kan välja att dela med sig av mer information till allmänheten, därigenom attrahera fler investerare och på så sätt sänka sin shadow cost och den totala kapitalkostnaden. Merton menar vidare att allmänheten kan få mer information om företaget om det nämns oftare i tidningar eller motsvarande som är populära hos allmänheten.

Polonchek och Kriehbiel (1995) applicerar denna hypotes på indexeffekten genom att undersöka Dow Jones Industrial Average (DJIA) och Dow Jones Transportation Average (DJTA). DJIA har en högre mediebevaktning än DJTA vilket ledde till att aktier som inkluderades i DJIA överavkastade marknaden men aktier som inkluderades i DJTA gjorde inte det, vilket är helt i enlighet med Merton (1987). Chen *et al.* (2004) studerade även indexeffekter för företag som inkluderas och exkluderas i S&P 500, och kunde påvisa positiva effekter av inkluderingar i index men inte för exkluderingarna. Enligt forskarna berodde detta på att företag som varit med i S&P 500 fått mediebevaktning. Därmed finns de med i allmänhetens kunskap om aktier vilken inte försvinner när ett företag exkluderas från indexet. De menar att investerarsbasen ökar permanent, med samma motivering som ovan, och att man därmed inte bör förvänta sig negativa effekter av exkluderingar från ett index.

2.1.6 Information Cost Hypothesis och Liquidity Hypothesis

Vidare är *Information Cost Hypothesis* och *Liquidity Hypothesis* relevanta teorier i detta sammanhang. De introducerades av Barry och Brown (1985) som sedan vidare applicerade hypoteserna på listbyte. De menar att bli exkluderad från ett index leder till lägre likviditet och Damodaran (2005) argumenterar för att illikviditet bär en premie då investerare värdesätter möjligheten att kunna sälja tillgången snabbt och utan förlust, och därmed förväntar sig en högre avkastning för illikvida tillgångar. Damodaran menar vidare att illikvida aktier har högre transaktionskostnader mätt som bid/ask-spread, samt att det finns mindre tillgänglig information angående illikvida aktier. Kostnaden för att skaffa denna information är relativt hög, vilket också leder till en högre förväntad avkastning. En aktie som å andra sidan blir inkluderad i ett index kommer få en större mediabevakning genom att fler finansiella analytiker och journalister följer företaget vilket leder till mer tillgänglig information till allmänheten. Aktien kommer också öka likviditeten vilket leder till lägre kostnader för investerare. Som tidigare nämnt menar Baker och Johnson (1990) att ett av de största skälen till att företagsledare vill att deras företag ska listas på en börs är för att öka likviditeten i aktien. Demsetz (1968) undersökte tidigt sambandet mellan ett företags bid/ask-spread och transaktionskostnader. Där kunde Demsetz påvisa att likviditeten förbättrades när konkurrensen ökade på marknaden genom fler aktieägare.

Ett företag kan öka sitt marknadsvärde genom att öka graden av likviditet i ett företags aktier som enligt Amihud och Mendelson (1986) samt Schleifer (1986) förklaras genom *Liquidity Hypothesis*. Som Damodaran (2005) också skriver så behöver investerare kompenseras för den extra risk de tar genom att äga illikvida tillgångar. Detta innebär att företag vill sänka sin kapitalkostnad genom att öka aktielikviditeten, som i sin tur leder till en högre aktiekurs. Bechman (2004) menar att *Liquidity Hypothesis* bör leda till en permanent prisförändring.

2.1.7 Sammanfattning av det teoretiska ramverket

Tabellen nedan sammanfattar hur de utvalda teorierna förutspår förändringar i överavkastning och aktielikviditet.

	Permanent överavkastning	Överavkastning	Aktielikviditet
Efficient Market Hypothesis och Information Signaling Hypothesis	Ja	Stiger	Ej studerat
Imperfect Substitute Hypothesis	Ja	Stiger	Ökar
Price Pressure Hypothesis	Nej	Stiger	Ökar
Awareness Hypothesis	Ja	Stiger	Ej Studerat
Information Cost Hypothesis och Liquidity Hypothesis	Ja	Stiger	Ökar

Tabell 2.1: Sammanfattning av det teoretiska ramverket

Då segmenten på huvudlistan inte är investerbara index och därmed inte följs av indexfonder finns det ingen anledning att anta att *Price Pressure Hypothesis* eller *Imperfect Substitute Hypothesis* ska påverka de segmentsbytande bolagen. Vidare är uppgraderingar av segment ett resultat av ett företags ökade marknadsvärde, vilket är publik information och det enda kriteriet för uppgradering. Därmed förmedlas ingen ny information till marknaden så *Information Signaling Hypothesis* bör inte vara relevant för segmentsbytande bolag.

En relevant teori är *Awareness Hypothesis* då ett företag som uppgraderas till ett högre segment generellt får en ökad mediabevakning i positiv benämning för investerare. *Information Cost Hypothesis* och *Liquidity Hypothesis* är applicerbara av samma anledning som ovan, då aktieomsättningen torde öka, samt att aktien kommer utvärderas av fler finansiella analytiker och journalister.

	Listbyte	Segmentsbyte
Efficient Market Hypothesis	X	X
Information Signaling Hypothesis	X	
Imperfect Substitute Hypothesis	X	
Price Pressure Hypothesis	X	
Information Cost Hypothesis och Liquidity Hypothesis	X	X
Awareness Hypothesis	X	X

Tabell 2.2: Teoriernas relevans för segments- och listbyte (X indikerar applicerbar teori)

2.2 Tidigare empiriska studier inom området

Merjos (1962) genomförde tidigt studier angående hur aktiepriset beter sig runt ett listbyte och fann i flera studier att aktierna signifikant underavkastade marknaden (Dow Jones Industrial Average). Hon mätte aktiepriset en månad innan, en dag innan, en dag efter respektive en månad efter listbytet.

Van Hornes (1970) studie menar att den allmänna uppfattningen om börslistning är att den är positiv både för företaget som listas och dess individuella aktieägare. Värdet av att listas ska vara att företaget handlas enklare, att det finns en prestige i att vara ett publikt bolag samt gratis publicitet. Hans studie ämnar till att undersöka om det finns något faktiskt värde som skapas runt en ny börslistning genom att jämföra aktieutvecklingen för företag som listas med marknaden (S&P Industry Index). Hans resultat är att det inte fanns någon statistisk signifikant skillnad när transaktionskostnader är inräknade. Därmed är hans slutsats att individuella investerare inte kan skapa personligt värde genom att handla med en aktie som börslistas på nytt från en “over the counter”-marknad (OTC-marknad).

Fursts (1970) utgångspunkt var densamma som Van Hornes (1970), att en aktie som listas bör öka i pris till följd av en mer likvid marknad och större uppmärksamhet från marknaden. Han kom fram till samma slutsats som Van Horne genom att använda en multipel regression av de

bestämmande faktorerna för aktiepriset innan och efter notering. Hans studie stödjer alltså inte den allmänna uppfattningen om att en listning leder till ett högre aktiepris. Även Goulet (1974) undersökte hur priset förändrades efter noteringen relativt till S&P-index och fann inte heller någon skillnad i aktieprisutvecklingen.

Baker och Johnson (1990) utförde en enkätundersökning riktad mot företagsledare vars företag hade blivit börslistade antingen på NYSE eller på AMEX, samt mot företag som valde att vara kvar på en OTC-marknad. De ville undersöka vad som gjorde att företagsledare ville lista sina företag på en börs trots att det fanns stora kostnader i samband med det, både genom faktiska kostnader av att börslistas men också i ökad kontroll, tillsyn och informationsspridning. Baker och Johnson upptäckte fyra motiv som företagsledare speciellt ansåg vara viktiga vid ett listbyte. Företagsledare bytte lista för att öka synligheten för företaget och för att öka likviditeten i aktien. Andra anledningar till att företagsledare gärna bytte lista var dels för att det upplevdes mer prestigefyllt att handlas på en mer ansedd börs samt att framtida finansieringsmöjligheter förbättrades. Anledningarna till att företagsledare inte ville listas var för att de ansåg att kostnaderna för att listas översteg nyttan av att vara listad och för att de hellre ville ha tillgång till flera handelssystem istället för ett enskilt.

Baker och Johnsons (1990) enkätundersökning styrks av Tang *et al.* (2013) då de påvisar att företag som genomgått listbyten upplever mer uppmärksamhet av media, ökad genomlysning och på så sätt även en rättvisare prisbild av företaget. Detta kan enligt Tang *et al.* (2013) leda till en ökad aktielikviditet. Vidare kommer de fram till i sin studie, vilken är gjord på den amerikanska marknaden, att företag som byter från ett undersegment (Nasdaq Small Cap) till ett högre segment (Nasdaq National Market) får en minskad bid/ask-spread.

Även Elyasiani, Hauser, Lauterbach (2000) påvisar även de i enlighet med Tang *et al.* (2013) att ett listbyte genererar en rättvisare prisbild av företaget, ökad omsättning av aktien och att bid/ask-spreaden minskar. Deras studie var även den gjord på den amerikanska marknaden.

2.3 Tidigare svenska uppsatser inom området

Blomstrand och Säfstrand (2010) undersöker huruvida överavkastning och ökad handelsvolym uppstår när ett företag blir inkluderat eller exkluderat från ett index. De menar att flera faktorer motsäger varandra, bland annat att mer effektiva marknader minskar indexeffekterna men att närvaron av indexfonder ska öka dessa. Resultaten visar att indexeffekter i termer av överavkastning och handelsvolym finns på kort sikt för båda indexen men endast permanent i OMXS30. Avsaknaden av permanenta effekter i EURO STOXX 50 tillskrivs att den marknaden är större med fler nära substitut och mer effektiv än den svenska.

Toll och Gustafsson (2011) undersöker hur marknadsvärdet och likviditeten förändras för företag som byter lista från någon av de alternativa handelsplatserna till huvudlistan mellan 2001 och 2010. Deras teoretiska utgångspunkt är att företag överavkastar ett marknadsindex innan listbytet och underavkastar marknadsindexet efteråt. Resultaten i denna uppsats gällande överavkastning är i linje med deras teoripunkt och visar även att aktielikviditeten ökar.

Persson och Wiström (2013) undersöker huruvida det finns indexeffekter vid upp- och nedgraderingar av företag mellan den nordiska börsens tre största segment (Small, Mid och Large Cap). De menar att vissa av teorierna (*Price Pressure Hypothesis* och *Information Signaling Hypothesis*) som används för att normalt studera indexeffekter inte är applicerbara på segmentsbyte, och ämnar till att studera de övriga. Deras resultat visar att positiva och permanenta priseffekter finns för uppgraderingar, tvetydiga priseffekter för nedgraderingar och att högre handelsvolym finns för både upp- och nedgraderingar. Persson och Wiström menar att *Awareness Hypothesis* är den bakomliggande teorin till dessa resultat.

Hage och Karlssons uppsats (2013) behandlar svenska indexfonder och jämför deras finansiella prestation mot ett jämförelseindex. Den behandlar även delvis hur indexfonderna väljer att placera sina pengar, och i vilka index, där de visar att OMXSB, SIXRX, OMXS30, SIX30RX och OMXETHICALSE mätt genom förvaltad kapital följs av indexfonder, men inte alls segmentsindex.

Andersson och Lange (2015) undersöker huruvida listförändringar har en effekt på riskjusterad avkastning, volym och likviditet samt försöker utröna vilka teoretiska hypoteser som i så fall kan förklara effekterna. De menar att deras resultat stöds av *Imperfect Substitute Hypothesis* och

Awareness Hypothesis då deras resultat visade på signifikanta förändringar i pris, volym och likviditet kring både annonseringstillfället och själva bytet.

Till författarnas vetskap finns ingen studie eller uppsats som jämför effekterna av segmentsbyten och listbyten som denna uppsats ämnar att göra, varken på den svenska marknaden eller internationellt. Individuellt har de tidigare uppsatserna undersökt pris- och aktielikviditetseffekter, men då de har använt sig av olika metoder är det svårt att dra pålitliga slutsatser och jämförelser mellan studierna.

2.4 Studiens hypoteser

Då uppsatsens syfte är att analysera överavkastning och aktielikviditet för de två urvalsgrupperna skapas studiens hypoteser för grupperna i enlighet med tidigare forskning och teorier som tidigare är förklarade.

2.4.1 Skillnad mellan teori och tidigare empiriska studier

Det finns en viss diskrepans mellan empiriska studier och teoretiska hypoteser inom detta område för överavkastningen efter ett listbyte. Majoriteten av de empiriska studierna visar på negativ avkastning jämfört med ett marknadsindex, medan det teoretiska ramverket menar att det finns en positiv, och enligt majoriteten av hypoteserna även en permanent, priseffekt efter listbytet i enlighet med *Tabell 2.1*. Det finns inga direkta teoretiska hypoteser angående avkastningen innan ett byte, vilket leder till att H1 nedan istället kommer att baseras på empiriska studier som visar att företag överavkastar marknaden innan ett byte (McConnell och Sanger, 1987).

Även om att författarna är medvetna om de tidigare studiers empiriska resultat så utgår hypoteserna från tidigare uppställda teorier.

2.4.2 Hypoteser för överavkastning

H1: Båda grupperna kommer att överavkasta index innan bytet.

H2_A: Företagen som genomgått ett segmentsbyte kommer att överavkasta index efter bytet.

H2_B: Företagen som genomfört ett listbyte kommer att överavkasta index efter bytet.

H3: Det ska finnas en signifikant skillnad mellan gruppernas utveckling, där gruppen som genomför ett listbyte presterar starkast.

2.4.3 Hypoteser för aktielikviditet

H4_A: Bid/ask-spreaden ska minska för företagen som genomgått ett segmentsbyte.

H4_B: Bid/ask-spreaden ska minska för företagen som genomfört ett listbyte.

H4_C: Det kommer vara en skillnad i bid/ask-spread mellan grupperna.

H5_A: Relativa bid/ask-spreaden ska minska för företagen som genomgått ett segmentsbyte.

H5_B: Relativa bid/ask-spreaden ska minska för företagen som genomfört ett listbyte.

H5_C: Det kommer vara en skillnad i relativ bid/ask-spread mellan grupperna.

H6_A: Aktieomsättningen ska öka i relation till marknadsvärdet för företagen som genomgått ett segmentsbyte.

H6_B: Aktieomsättningen ska öka i relation till marknadsvärdet för företagen som genomfört ett listbyte.

H6_C: Det kommer finnas en signifikant skillnad mellan grupperna, där gruppen som byter till huvudlistan upplever störst förändring.

3. Metod och tillvägagångssätt

Författarna förklarar i detta avsnitt studiens urvalsprocess och tillvägagångssätt för att det på ett så enkelt sätt som möjligt ska kunna gå att replikera studien. Med ett detaljerat metodkapitel bör även läsaren kunna identifiera brister och kritisera delar av studien på ett bättre sätt. I slutet av kapitlet diskuterar författarna kritik mot tillvägagångssättet och valda metoder.

3.1 Grundläggande metodval

Studien tar avstamp i en strikt kvantitativ ansats, vilket görs då avsikten är att mäta och analysera insamlad data (Bryman och Bell, 2011). Denna metod används främst för att kunna besvara valda frågeställningar på bästa möjliga sätt, vilket i detta fall är med en kvantitativ ansats. En kvalitativ ansats hade varit applicerbar på detta ämne om syftet med undersökningen varit annorlunda, men frågeställningar som besvaras bäst med en kvalitativ ansats kommer författarna inte att undersöka i denna studie. Därmed avser författarna inte att undersöka några kvalitativa aspekter inom området.

I studien används en deduktiv ansats för att testa hypoteser som baseras på tidigare teori (Bryman och Bell, 2011). Dessa hypoteser testas med hjälp av insamlad data. Studien har delats upp i två olika delstudier. Den ena omfattar bolag som har bytt segment inom huvudlistan och den andra undersöker bolaget som har genomfört ett byte från någon av underlistorna till huvudlistan.

3.2 Studiens urval

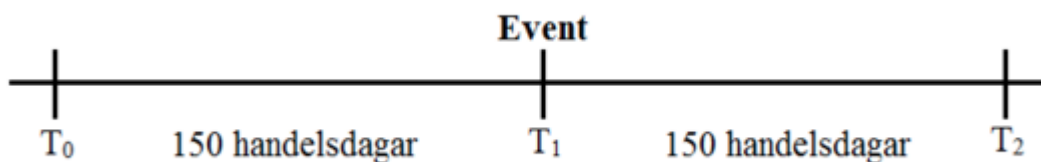
De bolag som har bytt lista i denna studie kommer från NGM, Aktietorget eller First North och bytt till huvudlistan. Information om vilka bolag som genomgått ett list- eller segmentsbyte har erhållits genom direkt mailkontakt med OMX Nasdaq. All nödvändig bolagsdata för undersökningen är inhämtad från Thomson Reuters Datastream. Datan är på daglig frekvens och innehåller den informationen som krävs för att beräkna valda mått för överavkastning och aktielikviditet. I studien ingår 40 bolag som genomfört ett listbyte till huvudlistan och 57 bolag som bytt segment inom huvudlistan.

3.2.1 Urvalskriterier

1. Bolagen ska ha varit noterade på den svenska börsmarknaden vid tidpunkten för eventet.
2. Bolagen får inte ha bytt segment eller lista vid ytterligare något tillfälle under eventfönstret.
3. Bolagen ska ha bytt från en svensk ursprungslista.
4. List- eller segmentsbytet ska ha ägt rum mellan 2007 och 2015.
5. Urvalsföretagen får ej ha genomgått en fusion.

3.2.2 Event- och estimeringsfönster

Eventet i denna studie är dagen då bolaget bytt segment eller börslista. Eventfönstret för undersökningen sträcker sig från 150 handelsdagar innan eventet till 150 handelsdagar efter dagen för eventet. Det finns flera skäl till att detta fönster valts. Risken med att välja ett fönster på över ett år innan och efter listbytet är att undersökningen kan påverkas av händelser som inte kan härledas till bytet. Samtidigt måste fönstret vara tillräckligt långt för att få med effekterna av listbytet. Dessutom meddelar en del företag deras ambition att byta lista en tid före tidpunkten för bytet, därmed bör fönstret vara tillräckligt stort för att inkludera denna effekt (MacKinlay, 1997). Anledningen till att just 150 handelsdagar har valts har sitt ursprung från tidigare studiers rekommendationer men också för att få ett så stort urval som möjligt utan att påverka studiens reliabilitet.



Figur 3.1: Illustration av estimeringsfönster

3.3 Val av index

För att kunna jämföra urvalsgrupperna har olika index valts. Varje index är noggrant anpassat för varje bolag och utvalt beroende på vilken lista eller segment bolaget ifråga kommer ifrån. Data för index är antingen inhämtad via direkt mailkontakt med Aktietorget och NGM eller via Nasdaqs hemsida. För att förtydliga hur varje index valts ut följer här ett exempel; ett av studiens företag *Africa Oil* har bytt lista från First North till segmentet Small Cap på huvudlistan. Därför jämförs detta bolaget med ett index för just First North. Bolaget jämförs inte mot ett nytt index efter bytet eftersom författarna vill undersöka om några skillnader kan säkerställas jämfört med bolagen som är kvar på ursprungslistan. Detta för att just skillnaden ska särskiljas mot perspektivet om de faktiskt stannat kvar på ursprungslistan. På samma sätt har index valts för samtliga bolag i studien beroende på vilken lista de olika företagen kommer ifrån. Användandet av specifika index för samma period som bolaget i fråga har även valts för att minimera att konjunktursvängningar ska påverka resultaten.

Då det finns både Gross Index (GI) och Price Index (PI) valde författarna att noggrant studera vilket som passade denna studien bäst. Ett GI-index är ett index där hänsyn tas till både aktieutvecklingen och utdelningar. Ett PI-index är således ett index som endast tar hänsyn till aktieutvecklingen (Aktiespararna, 2013). Författarna kom fram till att ett PI-index var att föredra och via direkt mailkontakt med Jens Forssbaeck, Universitetslektor vid Företagsekonomiska Institutionen i Lund, fick författarna stöd att välja PI-index.

3.4 Mått valda för att mäta överavkastning

För att mäta överavkastningen har Buy-and-Hold Abnormal Return (BHAR) och Cumulative Abnormal Return (CAR) använts i denna studie. Enligt Ritter (1991) är dessa två mått lämpliga att använda för att besvara samma frågor gällande överavkastning på olika sätt. Med andra ord menar Ritter att ingen av metoderna är komplett. Barber och Lyon (1997) föredrar BHAR av flera skäl. Det första är att periodiseringarna som görs inom CAR inte tar hänsyn till transaktionskostnaderna som uppstår. De menar också att CAR överdriver underavkastningen som kan uppstå. Det sista argumentet till BHARs favör är att den kompondering som BHAR-metoden använder sig av påvisar avkastningen som en investerare skulle kunna uppnå om denne

köper en aktie och håller den över en förutbestämd period. Dock finns det även en nackdel med att välja BHAR framför CAR, nämligen *the rebalancing bias*. Detta problem beror på att det referensindex som används balanserar om vikterna vid varje ny mätpunkt. Detta blir ett problem när undersökningen sträcker sig över en längre tid då det kan leda till ett snedvridet resultat. Som tidigare nämnt finns det problem med båda metoderna har författarna därför valt att använda både CAR och BHAR för att öka studiens reliabilitet och ge ett så rättvist resultat som möjligt.

När överavkastningen ska mätas krävs det att urvalsföretagen jämförs mot antingen matchande företag som måste vara utvalda efter specifika kriterier eller ett matchningsindex som även det måste vara noggrant utvalt. I denna studie har urvalsgrupperna jämförts mot noggrant utvalda index. Skillnaden som uppstår mellan matchande index och urvalsgrupperna förklaras som över-/underavkastningen (Barber *et al.* 1999).

För att kunna jämföra hur aktier påverkas av ett list- eller segmentsbyte krävs det att observationer görs både före och efter bytet. Antalet observationer i denna studie uppgår till 30 stycken innan eventet och 30 stycken efter eventet för varje företag och matchande index. Anledningen till att det blir 60 observationer är för att författarna valt data via veckofrekvens på ett eventfönster av 300 handelsdagar.

3.4.1 BHAR

För att räkna ut överavkastningen med hjälp av BHAR krävs först att Holding Period Return (HPR) beräknas för varje individuell aktie och index. HPR innebär att en aktie eller ett index köps ett visst datum (P_0) och säljs på ett redan förutbestämd datum (P_1) (Barber *et al.* 1999). I den här studien definieras P_0 som 150 handelsdagar innan list- eller segmentsbytet och P_1 definieras som resterande observationer. Detta medför att det i studien kommer att ingå 60 stycken HPR-beräkningar för varje enskilt företag och matchande index.

$$HPR = \frac{(P_1 - P_0)}{P_0} \quad (1)$$

Källa: Barber *et al.* (1999)

Som förklaras av ekvation 2 nedan visar BHAR sambandet mellan avkastningen R på aktien i för tidpunkten t jämfört med den förväntade avkastningen $E(R)$ för aktien under samma tidpunkt. Den förväntade avkastningen förklaras av ett index i denna studie (Barber och Lyon, 1997).

$$BHARit = \prod_{t=1}^T [1 + Rit] - \prod_{t=1}^T [1 + E(Rit)] \quad (2)$$

där

$$\prod_{t=1}^T = HPR \text{ aktie} = \frac{(P1 - P0)}{P0} \quad (3)$$

och

$$\prod_{t=1}^T [1 + E(Rit)] = HPR \text{ index} = \frac{(P1 - P0)}{P0} \quad (4)$$

Källa: Barber och Lyon (1997)

3.4.1.1 Genomsnittlig BHAR

Genomsnittlig överavkastning med måttet BHAR beräknas enligt formeln nedan. ABHAR beräknas genom att BHAR först beräknas för att sedan divideras med antalet bolag N .

$$ABHAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N BHARit \quad (5)$$

Källa: Campbell och Wasley (1993)

3.4.2 CAR

Första steget för att räkna CAR är att först räkna ut den onormala avkastningen för aktierna. Detta görs genom att subtrahera aktiens dagliga utveckling R_{it} med det valda indexets dagliga utveckling $E(R_{it})$ enligt formeln nedan.

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (6)$$

Källa: MacKinlay (1997)

Den onormala avkastningen, AR , för alla observationer summeras sedan. Detta gör att den kumulativa onormala avkastningen erhålls. Denna process upprepas sedan för alla aktier i undersökningen.

$$CAR_i = \sum_{t=1}^T AR_{it} \quad (7)$$

Källa: MacKinlay (1997)

3.4.2.1 Genomsnittlig CAR

Genomsnittlig överavkastning med måttet CAR beräknas enligt formeln nedan. För studier med flertalet observationer över ett eventfönster förespråkar Schimmer (2011) att CAAR används då det representerar medelvärdet för samma event för en urvalsgrupp.

$$CAAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_{it} \quad (8)$$

Källa: MacKinlay (1997)

3.5 Mått valda för att mäta aktielikviditeten

Likviditeten har mätts med måtten bid/ask-spread, relativ bid/ask-spread (relativ spread) och omsättningen av marknadsvärdet.

3.5.1 Bid/ask-spread

Måttet bid/ask-spread förklarar hur stor skillnaden är mellan bästa köppris och bästa säljpris. En hög spread innebär att få parter är villiga att köpa och sälja, vilket då indikerar att likviditeten är låg (Pham *et al.* 2003). I formeln nedan står a för aktiepris och t är den specifika handelsdagen. Således är Kat köpkursen för den specifika handelsdagen och Sat motsvarigheten för säljkursen.

$$Bid/ask - spread = \frac{(Sat - Kat)}{(Sat - Kat) * 0,5} \quad (9)$$

Källa: Pham *et al.* (2003)

3.5.2 Relativ spread

Den relativa spreaden ger en mer rättvis bild av bid/ask spreaden som en transaktionskostnad då den ofta är relativt sett en större kostnad för billiga aktier än för dyra aktier (Amihud & Mendelson, 1986).

$$Relativ bid/ask - spread = \frac{(Sat - Kat)}{\frac{(Sat - Kat) * 0,5}{Aktiekurs}} \quad (10)$$

Källa: Damodaran (2005)

3.5.3 Omsättning som andel av börsvärdet

För att mäta omsättningen divideras handelsvolymen, i monetära belopp, med marknadsvärdet. Både handelsvolymen och börsvärdet mäts med en daglig frekvens.

$$Omsättning som andel av börsvärdet = \frac{Handelsvolym \text{ i monetära belopp}}{Börsvärdet} \quad (11)$$

Källa: Pham *et al.* (2003)

3.6 Test för statistisk signifikans

För att undersöka om resultaten är statistiskt signifikanta har t-tester genomförts. När ett t-test genomförs krävs det att variansen först undersöks för urvalsgrupperna. Spridningen i respektive urvalsgrupp måste vara densamma för att det ska kunna gå att signifikant säkerställa eventuella skillnader mellan urvalsgrupperna. För att testa detta har Levene's test använts.

Efter att variansen i de båda urvalsgrupperna är kontrollerad har det konstruerats t-tester för att statistiskt kunna säkerställa studiens resultat. Varje mått har testats för respektive urvalsgrupp. Signifikansnivån är vald till fem procent för samtliga t-tester och om utfallet för t-testerna hamnar inom detta konfidensintervall kan författarna hävda med 95 procents sannolikhet att resultatet är statistiskt säkerställt.

De första t-tester har utförts för att se om urvalsgruppernas alla olika mått är skilda från noll. Sedan har t-tester utförts för att säkerställa att det är en statistisk säkerställd skillnad mellan observationerna före bytet och efter bytet för samtliga mått och urvalsgrupper. Detta har gjorts genom att med hjälp av ett parat t-test undersöka respektive företags observationer innan bytet med samma företags observationer efter bytet. Enklare förklarar har medelvärdet för observationerna innan bytet testats mot observationerna efter bytet. Efter att observationerna före och efter bytet testats mot varandra har differenserna mellan medelvärdena för de båda perioderna räknats ut. Dessa differenser har sedan testats mellan grupperna genom t-tester för att statistiskt säkerställa eventuella skillnader mellan urvalsgrupperna. Ovanstående beräkningar har gjorts för samtliga mått som studien ämnar att undersöka. Samtliga statistiska tester är utförda i Microsoft Excel.

Då studiens dataurval innehåller extremvärden har därför författarna valt att genomföra så kallad winsorizing, vilket innebär att dataurvalets extremvärden byts ut mot nästkommande värde vilket är mindre extremt (Ghosh och Vogt, 2012). Winsorizing har gjorts i denna studie på en 10 procentsnivå vilket innebär att alla värden ovanför den 95 percentilen byts ut mot den 95 percentilen och alla värden under den 5 percentilen byts ut mot den 5 percentilen. På sidan 30 kan de signifikanta resultaten utläsas i *Tabell 4.1*.

3.7 Metodkritik

I detta stycke kommer metodvalen diskuteras och kritiseras med avseende hur dessa val kan ha påverkat studiens resultat.

3.7.1 Urvalskritik

Då samtliga bolag som genomfört segments- och listbyten hämtats direkt via Nasdaq OMXs hemsida får de anses vara av hög tillförlitlighet. Under undersökningsperioden 2007 - 2015 har det totalt genomförts 60 byten inom huvudlistan och 51 byten till huvudlistan. Denna studies urval består av 57 bolag som bytt inom huvudlistan och 40 bolag som bytt till huvudlistan. Trots att det uppstått vissa bortfall är urvalspopulationen förklarande för samtliga list- och segmentsbyten på den svenska börsmarknaden då urvalspopulationen utgör 90 procent av den totala populationen. Bortfallen har uppkommit på grund av databortfall i Thomson Reuters Datastream eller på grund av att bolagen inte uppfyllt urvalskriterierna som återfinns på sidan 20.

Något kritiskt är att det inte skett något byte inom huvudlistan under åren 2009 och 2010. Detta blir något missvisande i resultaten då undersökningsperioden som ämnas att undersökas är mellan 2007 - 2015.

3.7.2 Kritik av estimeringsfönster

En nackdel med att ha ett estimeringsfönster på 150 handelsdagar före eventet och 150 handelsdagar efter eventet är att det kan finnas mer långsiktiga effekter som uppkommer av ett listbyte eller segmentsbyte efter det valda fönstret. Anledningen till att författarna, trots detta, valt att hålla sig till 150 handelsdagar är att bortfallet av bolag skulle bli för stort om fönstret utökades. Dessutom ökar risken för att andra händelser än eventet påverkar resultaten om estimeringsfönstret förlängs.

Ett estimeringsfönster på 250 handelsdagar före eventet och 250 dagar efter eventet likt det Toll och Gustafsson (2011) använde sig av i sin studie hade möjligtvis påverkat resultaten för denna studie. Toll och Gustafsson (2011) kom fram till att deras företag överavkastade OMX Stockholm PI perioden 250 handelsdagar före bytet och underavkastade samma index perioden 250 handelsdagar efter bytet. En liknande utveckling för företagen i denna studie hade kunnat

uppstå, dock har det valda indexet en stor påverkan.

3.7.3 Kritik av index

I somliga studier har matchningsföretag använts istället för diverse index för att jämföra effekter av olika event. Fördelen med att använda matchningsföretag är att en mer specifik och passande jämförelse kan göras. Författarna anser dock att eftersom specifika index har använts för varje ursprungslista så är jämförelserna högst tillförlitliga ändå.

En anledning till att författarna valt att inte använda sig av matchningsföretag är att urvalet inom de olika ursprungslistorna är relativt begränsat i vissa fall. Detta gör att det är svårt att hitta passande matchningsföretag för vissa av bolagen inom undersökningen.

3.7.4 Källkritik

Källorna som ligger till grund för det teoretiska ramverket och hypoteserna som är uppställda anses av författarna vara tillförlitliga och trovärdiga. Somliga studier är äldre, varav mycket material är från 1970- och 1980-talen, men anses fortfarande vara aktuella då de finansiella marknaderna fortfarande i grund och botten är de samma då som nu.

De flesta studierna har gjorts på de amerikanska marknadsplatserna men då liknande marknadssystem används i Sverige och USA bör studierna kunna generaliseras till den svenska marknaden utan direkta implikationer för uppsatsen reliabilitet.

3.7.5 Källkritik av tidigare svenska uppsatser

Författarna av denna uppsats har bland annat använt sig av tidigare svenska uppsatser inom ämnet för att, med hjälp av dessa, hitta relevanta tidigare studier. De tidigare uppsatserna har tagits med stor försiktighet då validiteten kan ifrågasättas. Uppsatserna har främst också använts för att få ytterligare inspiration och kunskap inom ämnet. För ändamålet anses de tidigare uppsatserna vara tillräckligt trovärdiga.

3.7.6 Validitet

Bryman och Bell (2011) förklarar att validitet handlar om att författarna ska bedöma huruvida de slutsatser som gjorts utifrån en undersökning hänger ihop eller inte. Enklare förklarat, att det som mäts är relevant för sammanhanget. Då denna studie ämnar att undersöka huruvida olika företag har överavkastat marknaden och hur dess aktielikviditet påverkats av ett segments- eller listbyte anser författarna att validiteten är hög eftersom studien tar avstamp från tidigare känd forskning på området som med samma mått beräknat överavkastning och aktielikviditet.

Studiens externa validitet anses också hög då författarna anser att studien är replikerbar då studien är utförd utifrån tidigare välbeprövade metoder och då studien är av en kvantitativ karaktär. Författarna kan dock inte med säkerhet säga att eventuella resultat endast är beroende av ett segments- eller listbyte då andra faktorer kan spela in.

3.7.7 Reliabilitet

Reliabilitet förklarar Bryman och Bell (2011) som tillförlitlighet, det vill säga om resultaten blir samma om studien görs om på nytt eller om resultaten är en ren tillfällighet. Reliabiliteten anser författarna vara god i detta fall. Detta då både urvalskriterierna och studiens metodik beskrivits utförligt. Vidare har insamlingen av data beskrivits på ett tydligt och lättbegripligt sätt och insamlingen har skett från den tillförlitliga databasen Thomson Reuters Datastream. Datan skulle med andra ord bli densamma om insamlingen skulle ske från ovan nämnd databas. Vad som dock skulle kunna påverka studiens reliabilitet är den mänskliga faktorn vilken är svår att undkomma. För att på ett så tillförlitligt och smidigt sätt som möjligt har författarna gjort diverse stickprover i urvalsdatan för att minimera den risken.

4. Resultat av statistiska undersökningar

Detta kapitel tar upp och behandlar den insamlade datan och de resultat som ska besvara de sen tidigare uppställda hypoteserna. Resultaten presenteras i såväl text, tabeller och diagram för underlätta förståelsen för alla mätsätt.

4.1 Resultatens statistiska signifikans

Tabell 4.1 nedan är en sammanfattning av uppsatsens statistiska signifikans på en 5 procentsnivå för alla mått som har undersökts. Den tredje kolumnen undersöker om det finns en skillnad i perioden före bytet jämfört med perioden efter bytet. Den fjärde kolumnen undersöker om det finns skillnader mellan gruppen som genomgått segmentsbyten och gruppen som genomfört listbyten efter respektive byte. Resultaten i den fjärde kolumnen har blivit winsorized, vilket tidigare är förklarat under kapitel 3.6 *Test för statistisk signifikans*.

Överavkastning	Grupp	Signifikant skillnad före/efter bytet	Signifikant skillnad
ABHAR	Segmentsbyte	Ja	
	Listbyte	Nej	
	Mellan grupperna		Ja*
CAAR	Segmentsbyte	Ja	
	Listbyte	Ja	
	Mellan grupperna		Nej*
Aktielikviditet	Grupp	Signifikant skillnad före/efter bytet	Signifikant skillnad
Bid/Ask - spread	Segmentsbyte	Ja	
	Listbyte	Ja	
	Mellan grupperna		Nej*
Relativ spread	Segmentsbyte	Ja	
	Listbyte	Ja	
	Mellan grupperna		Nej*
Omsättning	Segmentsbyte	Nej	
	Listbyte	Nej	
	Mellan grupperna		Nej*

Tabell 4.1: Signifikanstabell (* innebär att datan är winsorized)

4.2 Överavkastning

Överavkastningen har som tidigare nämnt undersökts som en akties prestation gentemot ett index som representerar handelsplatsen aktien handlades på innan segments- eller listbytet. Överavkastningen är därmed rensat för den generella marknadstrenden, oavsett upp- eller nedgång, för att visa på urvalsföretagens faktiska prestation. De statistiska testerna visar att båda grupperna var för sig signifikant överavkastar respektive index före eventet. Detta gäller oavsett om ABHAR eller CAAR används som mått. Företagen som genomgått segmentsbyten underavkastar index efter bytet medan företagen som genomfört listbyten fortsätter att överavkasta index efter bytet.

Med detta bekräftas studiens hypotes H1 om att båda urvalgrupperna överavkastar marknaden innan byten sker. Hypotesen H2_A, om att företagen som genomgått segmentsbyten ska fortsätta överavkasta marknaden, kan inte bekräftas då företagen efter bytet börjar underavkasta marknaden. Studiens hypotes H2_B, om att företagen som genomfört ett listbyte ska fortsätta överavkasta marknaden, kan dock bekräftas.

Grupp	Mått	Före bytet	Efter bytet	Total
Segmentsbyten	ABHAR	25,41%	-7,54%	17,87%
	CAAR	21,18%	-6,86%	14,32%
Listbyten	ABHAR	34,59%	34,29%	68,88%
	CAAR	25,63%	14,58%	40,21%

Tabell 4.2: Sammanställning av överavkastning

Tabell 4.2 visar hur grupperna har presterat jämfört med marknaden under hela mätfönstret, det vill säga över alla 300 handelsdagar runt segments- eller listbytet. Båda urvalsgrupperna överavkastar index perioden före bytet och har en liknande utveckling från mätfönstrets början fram till eventet. Väl efter eventet börjar urvalsgruppernas utveckling att skilja sig från varandra. Bolagen som har bytt segment underavkastade index med 7,54 procent med måttet ABHAR. Med mätsättet CAAR underavkastade samma bolag index med 6,86 procent efter eventet. Enligt mätsättet ABHAR överavkastade företagen som har bytt lista index med 34,29 procent efter

eventet. Samma grupp överavkastade index med 14,58 procent med mätsättet CAAR. Företagen som har bytt segment hade i genomsnitt en svagare överavkastning än företagen som har bytt lista, men hade i stort en hel del gemensamt under perioden innan bytet. Mätsätten ger en väldigt lik överavkastning och trend fram till runt 20 dagar innan segmentsbytet då de börjar divergera för att sedan stanna några procentenheter från varandra, där ABHAR återigen genererar den högsta avkastningen.

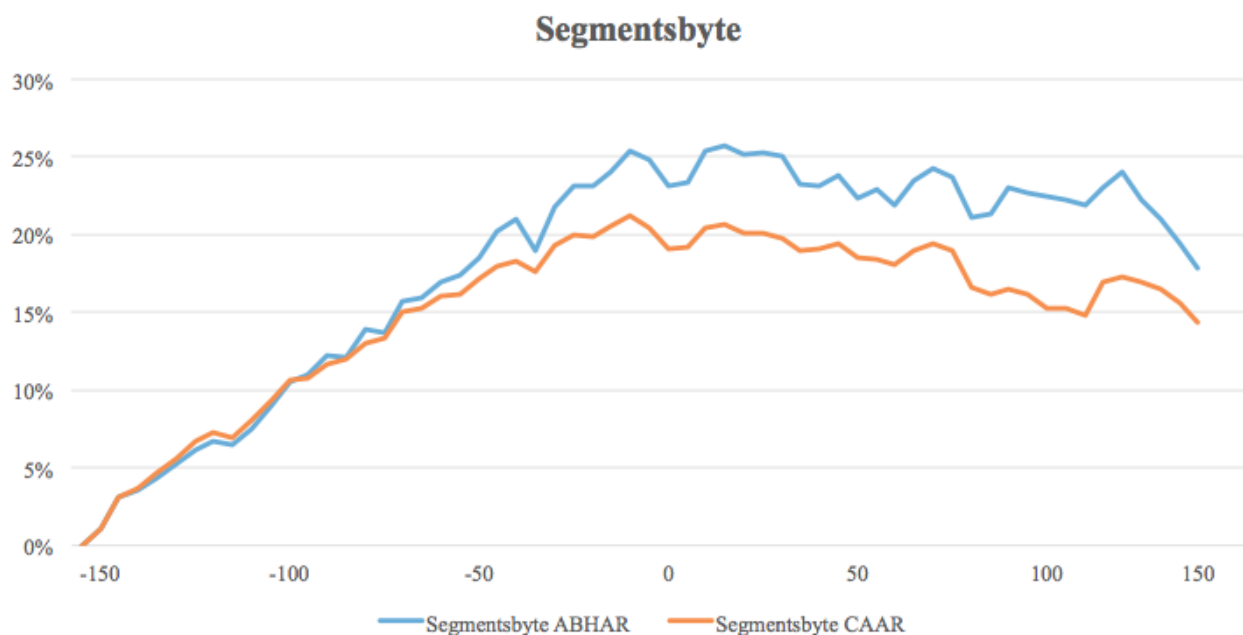


Diagram 4.1: Överavkastning för gruppen som genomgått segmentsbyte

I diagrammet nedan presenteras överavkastningen för företagen som har bytt från en underlista till huvudlistan grafiskt för båda mätsätten. Mätsätten ger en relativt jämn överavkastning fram till dagen då listbytet skedde. Strax innan bytet ökar överavkastningen markant vilket kan ses i diagrammet. Från den tiden ökar även skillnaden mellan mätsätten, och ABHAR genererar tydligt högst avkastning.

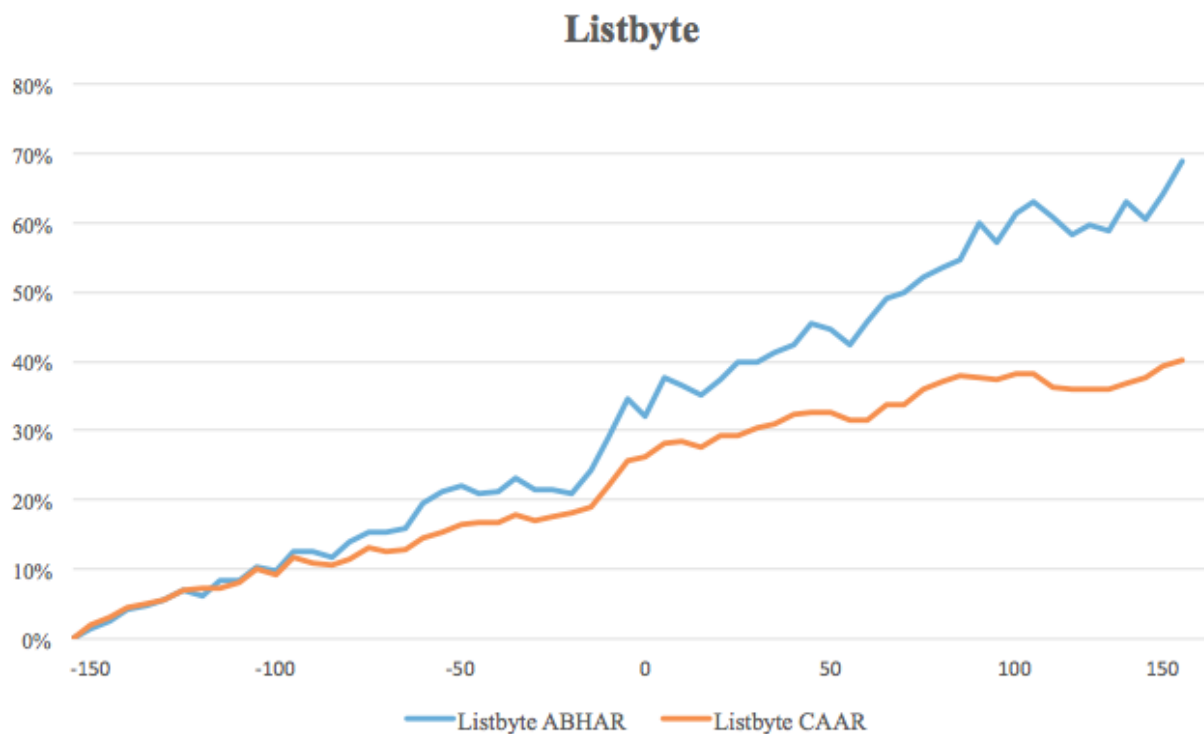


Diagram 4.2: Överavkastning för gruppen som genomfört listbyte

Resultaten för gruppen som har bytt segment uppvisar likheter med gruppen som har bytt lista men skiljer sig trots detta en del åt på många vis. Trenden mellan starten av mätfönstret och bytet är densamma mellan grupperna då båda överavkastar index starkt. ABHAR och CAAR visar en liknande trend under den perioden. Runt en månad innan segments- eller listbytet börjar de två grupperna uppvisa stora skillnader i överavkastningen vilket ses enkelt genom att alla genomsnitt (båda grupperna och båda mätsätten) ligger mellan 17,5 procent och 21,5 procent för att sedan ha en spridning på mellan 21,0 procent till 34,5 procent vid bytet.

Spridningen ökar under perioden efter bytet då företagen som genomfört listbyte överavkastar index medan företagen som genomgått segmentsbyte underavkastar index. Den slutliga spridningen ligger mellan 14,32 procent och 68,88 procent vilket visas i *Diagram 4.3*.

Överavkastningen blir lite mer volatil efter bytet då variationen ökar även om trenden är konstant, och den totala överavkastningen är ungefär lika stor i perioden innan bytet som efter.

Företagen som har genomgått ett segmentsbyte upplever dock en underavkastning i relation till index under perioden efter bytet. Vid bytet uppmättes i genomsnitt en överavkastning på 25,41 procent genom ABHAR och 21,18 procent genom CAAR, vilket i princip är där topparna har uppmätts. Efter bytet avtar den positiva överavkastningen för att stagnera under några veckor för att 25 handelsdagar efter bytet påbörja en tydlig negativ trend. Denna trend gör att överavkastningen sjunker från 25,41 procent och 21,18 procent till 17,87 procent och 14,32 procent för ABHAR och CAAR respektive.

Hypotesen H3 angående en signifikant skillnad mellan gruppernas utveckling samt att gruppen företag som har bytt lista presterar starkast kan bekräftas genom ABHAR men inte genom CAAR. Därmed bör resultaten kring denna hypotes tolkas försiktigt, men då ABHAR visar en signifikant skillnad tyder det på att datan stödjer hypotesen i viss utsträckning.

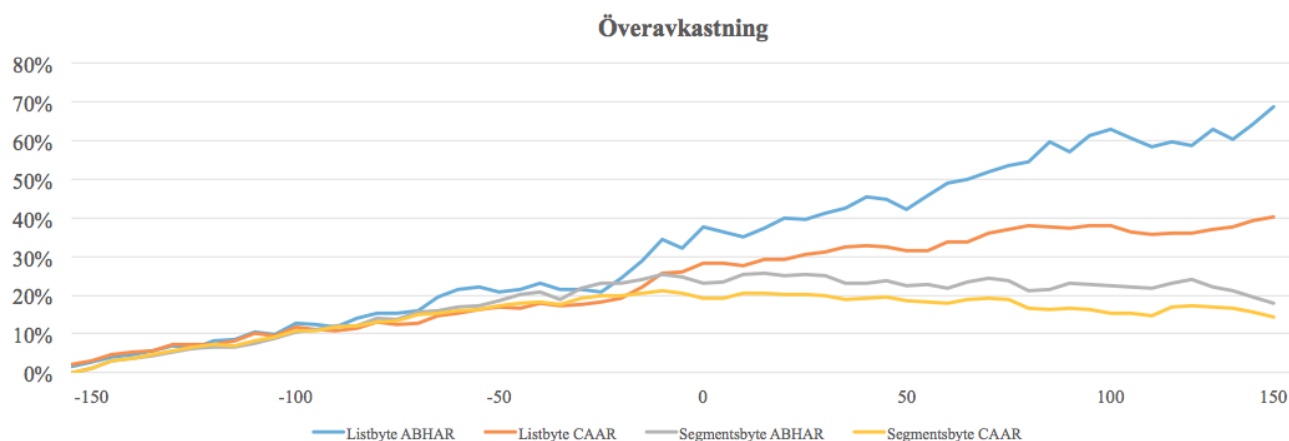


Diagram 4.3: Överavkastning för båda grupperna

4.3 Aktielikviditet

I avsnitten nedan presenteras resultaten avseende aktielikviditet för båda grupperna. Dessa mått är bid/ask-spread, relativ spread samt omsättning som andel av börsvärdet.

4.3.1 Bid/ask-spread

I grafen nedan syns tydligt skillnaden i bid/ask-spread för studiens två urvalsgrupper. Skillnaden i bid/ask-spread är statistiskt signifikant på en fem procents nivå. Vad som framgår av *Diagram 4.4* nedan så har bolagen som bytt inom huvudlistan en mindre spread än bolagen som bytt till huvudlistan. Den genomsnittliga bid/ask-spreaden för bolagen som bytt inom huvudlistan varierar mellan 1,33 procent och 0,56 procent medan bid/ask-spreaden för bolagen som bytt till huvudlistan varierar mellan 2,29 procent och 1,03 procent. Tydligt syns det i grafen nedan att det på dagen för segments- och listbyten uppstår en markant effekt. För bolagen som har bytt segment sjunker bid/ask-spreaden från 0,99 procent till 0,59 procent för att sedan öka. Motsatsen uppstår för bolagen som har bytt till huvudlistan. Bid/ask-spreaden för dessa företag ökar från 1,21 procent till 1,92 procent för att sedan sjunka.

Hypotesen H_{4A} om att bid/ask-spreaden ska minska för företagen som genomgått ett segmentsbyte kan bekräftas. Även hypotesen H_{4B} om att bid/ask-spreaden ska minska för företagen som genomfört ett listbyte kan bekräftas. Slutligen kan inte hypotesen H_{4C} bekräftas då det inte visade sig vara någon signifikant skillnad mellan de båda grupperna gällande bid/ask-spread.

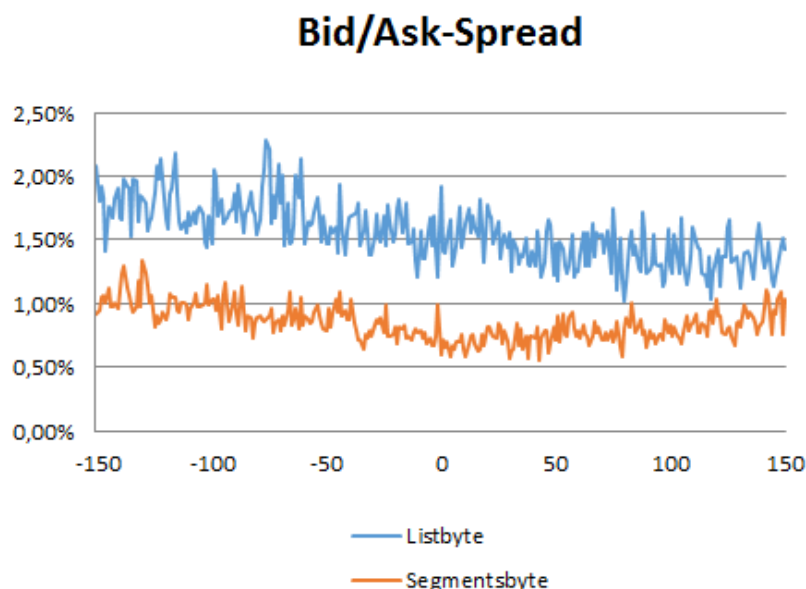


Diagram 4.4: Bid/ask-spread för båda grupperna

4.3.2 Relativ spread

Diagram 4.5 nedan presenterar skillnaden i den relativa spreaden mellan studiens två urvalsgrupper. Denna skillnad är statistiskt säkerställd på fem procents nivån. Diagrammet nedan visar indikationer på att den relativa spreaden bör vara högre för bolag som genomfört ett listbyte än för bolag som genomgått ett segmentsbyte, men det resultat kan inte statistiskt säkerställas. Den genomsnittliga relativa spreaden för bolagen som byter segment inom huvudlistan varierar mellan 0,56 procent och 1,33 procent. För företagen som byter till huvudlistan varierar den genomsnittliga relativa spreaden mellan 0,98 procent och 2,31 procent. Likt *Diagram 4.4* ovan uppstår det även en effekt vid eventet för segments- eller listbyten. För bolagen som byter segment inom huvudlistan sjunker den relativa spreaden från 0,99 procent till 0,59 procent för att sedan öka. Bolagen som genomfört ett listbyte uppvisar däremot motsatsen då den relativa spreaden ökar från 1,22 procent till 2,04 procent för att sedan sjunka.

Hypotesen $H5_A$ om att den relativa spreaden för företagen som genomgått ett segmentsbyte ska minska kan bekräftas. Även hypotesen $H5_B$ om att den relativa spreaden för företagen som genomfört ett listbyte ska minska kan bekräftas. Hypotesen $H5_C$ kan däremot inte bekräftas då våra statistiska undersökningar visade att det inte fanns någon signifikant skillnad mellan grupperna.

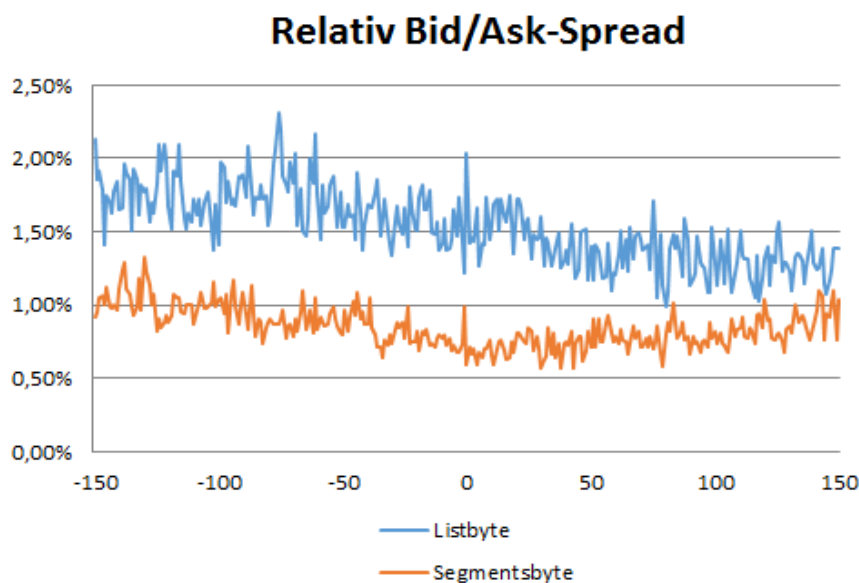


Diagram 4.5: Relativ spread för båda grupperna

4.3.3 Omsättning som andel av börsvärdet

För bolag som genomfört ett listbyte finns en signifikant skillnad för omsättningen före och efter bytet. Före listbytet omsattes dagligen i genomsnitt 0,29 procent av bolagens börsvärde och efter bytet sjönk omsättningen till 0,22 procent i genomsnitt per handelsdag. Däremot kunde inte någon säkerställd statistisk skillnad urskiljas för bolagen som bytt segment under samma period.

Hypoteserna H_{6A} , B , C angående de enskilda gruppernas aktieomsättning i relation till marknadsvärdet för företagen samt att det finns en signifikant skillnad mellan grupperna kan inte bekräftas. Därmed kan det genom urvalets data inte påvisas att det finns några skillnader runt ett segments- eller listbyte med avseende omsättning som andel av börsvärdet.

Omsättning som andel av börsvärdet

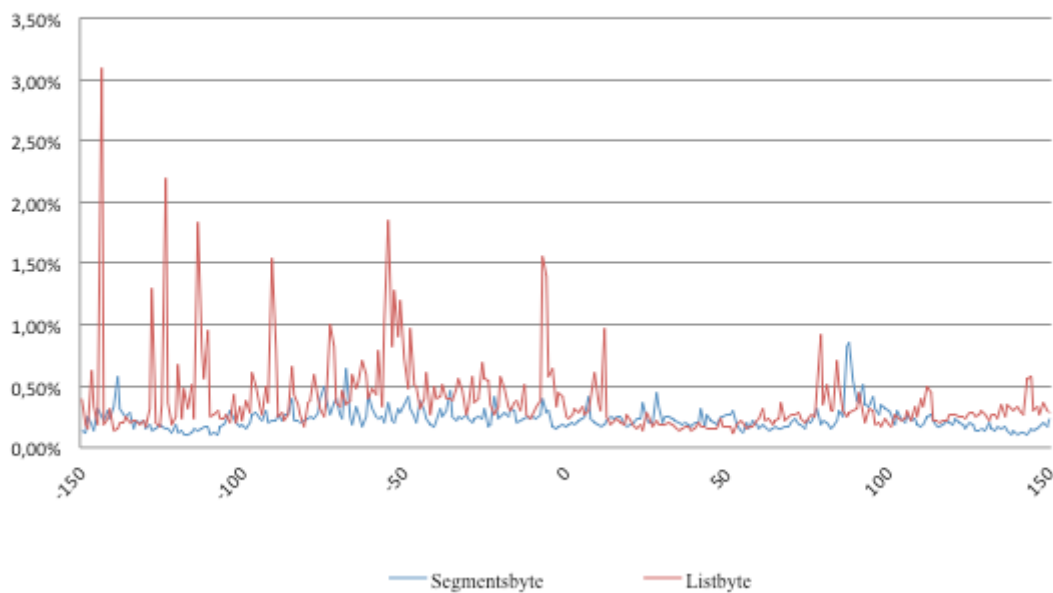


Diagram 4.6: Omsättning som andel av börsvärdet för båda grupperna

4.4 Sammanfattning av studiens hypoteser

I nedanstående tabell sammanställs vilka av studiens hypoteser som kan bekräftas eller ej. Som synes kan ungefär hälften bekräftas och hälften ej bekräftas. Med "Kan ej bekräftas" menas att det inte kan statistiskt säkerställas att rådande hypotes gäller. För hypotesen H3 ses ett streck vilket förklaras av att den hypotesen delvis kan bekräftas då hypotesen kan bekräftas med måttet ABHAR men inte med måttet CAAR.

Hypoteser för överavkastning	Bekräftas	Kan ej bekräftas
H1: Båda grupperna kommer att överavkasta index innan bytet	X	
H2 _A : Företagen som genomgått ett segmentsbyte kommer att överavkasta index efter bytet		X
H2 _B : Företagen som genomfört ett listbyte kommer att överavkasta index efter bytet	X	
H3: Det ska finnas en signifikant skillnad mellan gruppernas utveckling, där gruppen som genomför ett listbyte presterar starkast	-	
Hypoteser för aktielikviditet	Bekräftas	Kan ej bekräftas
H4 _A : Bid/ask-spreaden ska minska för företagen som genomgått ett segmentsbyte	X	
H4 _B : Bid/ask-spreaden ska minska för företagen som genomfört ett listbyte	X	
H4 _C : Det kommer vara en skillnad i bid/ask-spread mellan grupperna		X
H5 _A : Relativa bid/ask-spreaden ska minska för företagen som genomgått ett segmentsbyte	X	
H5 _B : Relativa bid/ask-spreaden ska minska för företagen som genomfört ett listbyte	X	
H5 _C : Det kommer vara en skillnad i relativ bid/ask-spread mellan grupperna		X
H6 _A : Aktieomsättningen ska öka i relation till marknadsvärdet för företagen som genomgått ett segmentsbyte		X
H6 _B : Aktieomsättningen ska öka i relation till marknadsvärdet för företagen som genomfört ett listbyte		X
H6 _C : Det kommer finnas en signifikant skillnad mellan grupperna, där gruppen som byter till huvudlistan upplever störst förändring		X

Tabell 4.3: Sammanfattning av studiens hypoteser

5. Analys av studiens resultat

I detta kapitel kommer det empiriska materialet analyseras mot bakgrund av det tidigare uppställda teoretiska ramverket. Det empiriska materialet analyseras även mot tidigare empiriska studier inom ämnet.

5.1 Överavkastning

I detta avsnitt analyseras måtten för överavkastning för båda urvalsgrupperna. Analysen utgörs av sammankopplingar med tidigare empiriska studier och teorier.

5.1.1 Överavkastning för gruppen som genomgått segmentsbyte

I enlighet med Merjos (1962) studie, vilken påvisade att företag som byter lista underavkastar marknaden, underavkastade gruppen som genomgått ett segmentsbyte marknaden efter bytet. Före bytet överavkastade de marknaden, med måttet ABHAR, med 25,41 procent för att sedan underavkasta marknaden med 7,54 procent efter bytet. De statistiska undersökningarna påvisade att det finns en signifikant skillnad i ABHAR för företagen som bytt segment mellan perioderna före och efter bytet. Denna grupp företag stödjer även de tidigare studierna gjorda av Furst (1970) och Goulet (1974), vilka också menade att ett listbyte inte ska generera ett högre aktiepris. Däremot motsäger denna urvalsgrupp Van Hornes (1970) studie om att ett listbyte ska generera ett ökat aktiepris efter ett listbyte.

En liknande avkastningstrend genererade även måttet CAAR för urvalsgruppen som genomgått ett segmentsbyte. Urvalsgruppen överavkastade först marknaden med 21,18 procent för att sedan underavkasta marknaden tiden efter bytet med 6,86 procent. Även detta överavkastningsmått är i enlighet med Merjos (1962) studie om att företag underavkastar marknaden efter ett listbyte. Likt ABHAR är även CAAR för gruppen som bytt segment i enlighet med studierna gjorda av Furst (1970) och Goulet (1974). De menar att aktiepriset inte ska öka vilket det heller inte gör för denna urvalsgrupp med måttet CAAR. Urvalsgruppen motsäger med måttet CAAR dock Van Hornes (1970) studie om ett ökat aktiepris till följd av ett listbyte.

Efficient Market Hypothesis, Information Cost Hypothesis, Liquidity Hypothesis och Awareness

Hypothesis är, som tidigare nämnt, alla applicerbara för företag som genomgått segmentsbyte. Dessa teorier menar att företagens överavkastning ska stiga och att överavkastningen är permanent efter ett listbyte.

Enligt *Efficient Market Hypothesis* tillkommer ingen ny information marknaden om marknaden karakteriseras av stark effektivitet, men om det istället antas att marknaden endast är halv-starkt effektiv kan listbytet ses som en sorts informationskälla. Beroende på vilken lista ett företag byter till utvärderas företag innan de beviljas en flytt.

Information Cost Hypothesis och *Liquidity Hypothesis* menar att överavkastningen skapas på liknande sätt då risk (låg information och låg aktieomsättning) associerad med att äga aktien minskar. Företag som byter lista uppåt ökar sin informationsdelning till marknaden vilket leder till minskade kostnader för investerare, och därmed blir aktien mer intressant att äga. Vidare leder ett byte till högre omsättning i aktien, som i sin tur minskar illikviditetsrabatten och ökar priset.

Awareness Hypothesis menar att företag som byter lista får en ökad mediebevakning och att fler investerare blir medvetna om aktiens existens. En större investerarbas leder till en större efterfråga som driver upp priser, och därmed även skapar överavkastning.

Efter denna studies statistiska undersökningar kan ingen av dessa teoriernas påverkan bekräftas då företagen som bytt segment varken får en permanent överavkastning eller en överavkastning som stiger efter bytet. En tänkbar anledning till att företagen som genomgått ett segmentsbyte inte följer teorierna är att den svenska börsmarknaden skiljer sig från den amerikanska börsmarknaden i form av börsernas marknadsvärde och börsernas uppbyggnad.

Trots att tidigare forskare gjort empiriska studier gällande listbyten på andra marknader än den svenska börsmarknaden kan merparten av deras studier bekräftas även på den svenska börsmarknaden för företagen som genomgått ett segmentsbyte.

5.1.2 Överavkastning för gruppen som genomfört listbyte

Företagen som bytt lista överavkastade marknaden starkt för båda perioderna. Mäts överavkastningen med ABHAR ger resultaten en nästan identisk utveckling runt 34,50 procent för både perioden innan och efter bytet. Skillnaden mellan perioderna är därmed inte signifikant för ABHAR. Används istället CAAR som måttstock så är överavkastningen 25,63 procent för perioden innan bytet och 14,68 procent för perioden efter bytet. Denna skillnad är signifikant på den valda fem procentsnivån. Utvecklingen mätt i CAAR efter bytet är i enlighet med det uppställda teoretiska ramverket som förutspår att företag som byter lista ska ha en överavkastning. Dessutom bekräftar urvalsgruppen flera empiriska studier som har gjorts på området då bland andra Merjos (1962), Furst (1970) och Van Horne (1974) visade resultat där det inte fanns någon positiv prisseffekt efter ett listbyte. Barber och Lyon (1997) hävdar att CAAR tenderar att underskatta överavkastningen jämfört med ABHAR, vilket kan vara en anledning till att överavkastningen är mindre för perioden efter när CAAR används istället för ABHAR.

Likt för gruppen som genomgått segmentsbyten är *Efficient Market Hypothesis*, *Information Cost Hypothesis*, *Liquidity Hypothesis* och *Awareness Hypothesis* applicerbara för gruppen som genomfört listbyten. För den sistnämnda gruppen är även *Information Signaling Hypothesis*, *Imperfect Substitute Hypothesis* och *Price Pressure Hypothesis* applicerbara.

Information Signaling Hypothesis menar att genomgå denna process är en sorts kvalitetsstämpel vilket marknaden tolkar positiv och därmed ökar intresset för att äga aktien som i sin tur leder till överavkastning.

Imperfect Substitute Hypothesis menar att aktier inte är perfekta substitut till varandra, och att förändringar i utbud eller efterfråga kommer påverka jämviktspriset i enlighet med mikroekonomisk teori. Ett listbyte kan leda till att investerare, både privata och institutionella, viktas om sina portföljer. Ett listbyte i uppåtgående led bör därmed leda till att efterfrågan ökar och utbudet bör vara oförändrat så att jämviktspriset ökar. Dessa företag upplever en onormal efterfrågan runt listbytet som gör att företagen bör överavkasta marknaden. *Price Pressure Hypothesis* är relaterad till *Imperfect Substitute Hypothesis* då förändringar i utbud och efterfrågan är drivande för överavkastningen, men på ett annat sätt. *Price Pressure Hypothesis* menar att större handel leder till ett ökat (minskat) pris då det endast finns ett begränsat antal

aktier att köpa vid varje prisnivå.

Det är svårt att veta vilken eller vilka av teorierna som är mest framträdande och skapar överavkastningen. Författarna har inget sätt att mäta de olika teoriernas påverkan, och därmed är det omöjligt att säga med säkerhet hur teorierna påverkar utfallet. Det är därmed också svårt att utröna om alla teorierna i praktiken påverkar resultaten som de teoretiskt ska göra, hur stora deras påverkan är i relation till varandra eller om någon teori saknar effekt i studien. Dock ligger resultaten i enlighet med de uppställda teorier, och är vad som kunde förväntas.

5.1.3 Jämförelse mellan grupperna avseende överavkastning

Gällande överavkastningen mätt i ABHAR så finns det en signifikant skillnad mellan grupperna för segmentsbyten och listbyten. Detta innebär att bolagen som genomgått ett segmentsbyte har en sämre utveckling efter eventet jämfört med bolagen som har bytt lista.

Utvecklingen innan bytet var relativt lik mellan grupperna mätt genom ABHAR, då den uppvisade en stark positiv trend med gruppen som bytte lista presterade starkast. Efter bytet visar grupperna stora skillnader då gruppen som byter lista fortsätter överprestera index och fortsätter den starka trenden sedan innan bytet. Gruppen som byter segment börjar dock underprestera index i perioden efter bytet som kan ses i *Diagram 4.1*.

Teorierna presenterade i det teoretiska ramverket är alla applicerbara på listbyten men som tidigare diskuteras är varken *Information Signaling Hypothesis*, *Imperfect Substitute Hypothesis* eller *Price Pressure Hypothesis* applicerbara på segmentsbyten. Segmenten på den svenska börsen är dock helt beroende på ett företags börsvärde, som vid alla givna tidpunkter är känt precis som gränserna för segmentsbyte. Detta gör att ett segmentsbyte inte bidrar med någon information till marknaden. Vidare är *Imperfect Substitute Hypothesis* eller *Price Pressure Hypothesis* teorier som förutspår ett högre aktiepris. Dock är ingen av dem relevanta i förhållande till segmentsbyte då segmenten inte är investerbara index och inte direkt följs av indexfonder.

Det är svårt att utröna vilken av teorierna som har en faktiskt effekt på resultatet men detta kan implicera att någon eller några av de tre teorierna *Information Signaling Hypothesis*, *Imperfect Substitute Hypothesis* eller *Price Pressure Hypothesis* har en påverkan på överavkastningen

eftersom när dessa teorier saknas finns ingen överavkastning. Gruppen som genomgått segmentsbyte saknar underlag för dessa tre teorier och underpresterar index, medan dessa är relevanta för gruppen som bytt lista och de visar på en signifikant överavkastning. Därmed kan detta ses som en indikation på att någon eller några av dessa teorier har en påverkan på resultatet.

Det är svårt att säga något om de övriga teorierna *Awareness Hypothesis*, *Information Cost Hypothesis* och *Liquidity Hypothesis*, då deras påverkan på resultatet är relevanta för båda grupperna. Det går dock att se när endast dessa är relevanta. För gruppen som bytt segment uppvisas ingen överavkastning och därmed finns en möjlighet att dessa inte har en påverkan för överavkastningen i praktiken.

5.2 Aktielikviditet

Nedan analyseras aktielikviditeten genom alla tre mått för likviditet för båda urvalsgrupperna. Analysen har gjorts med tidigare empiriska studier och teorier i åtanke.

5.2.1 Aktielikviditet för gruppen som genomgått segmentsbyte

I enlighet med Tang *et al.* (2011) studie så finns det en signifikant skillnad i måtten bid/ask-spread och relativ spread för företagen som genomgått ett segmentsbyte. Bid/ask-spreaden och den relativa spreaden för denna urvalsgrupp minskar efter bytet för att sedan återgå till ursprungsläget, vilket syns i *Diagram 4.4* och *Diagram 4.5*. Med andra ord ökar aktielikviditeten temporärt enligt dessa mått vilket på sätt och vis är i enlighet med vad studien gjord av Tang *et al.* (2011) påvisar. Även Elyasiani, Hauser och Lauterbachs (2000) studie om aktielikviditet kan på sätt och vis bekräftas med ovan nämnda mått. Deras studie visar att bid/ask-spreaden minskar vilket innebär att aktielikviditeten ökar. Även Demsetz (1968) tidiga undersökning om en ökad aktielikviditet bekräftas för denna urvalsgrupp temporärt.

Däremot motsäger sig vår urvalsgrupp Elyasiani, Hauser och Lauterbachs (2000) studie om en ökad omsättning. Deras studie påvisar att omsättningen av en aktie som byter lista ska öka vilket det för urvalsgruppen som genomgått ett segmentsbyte inte kan sägas något om. Detta då det inte finns någon signifikant skillnad mellan perioderna före och efter segmentsbytet. På så vis kan

författarna varken bekräfta eller förkasta deras studie om en ökad omsättning för denna urvalsgrupp.

Information Cost Hypothesis och *Liquidity Hypothesis* är teorierna inom aktielikviditet som är applicerbara för företagen som genomgått segmentsbyten. Teorierna menar att en exkludering från ett index minskar likviditeten och inkludering till ett index ökar likviditeten. Vidare menar teorierna att ett listbyte ska öka aktielikviditeten. Då dessa teorierna även är applicerbara på företag som genomgått segmentsbyten ska även aktielikviditeten öka för dessa företag. Då det visade sig vara en signifikant skillnad mellan perioderna före och efter bytet för denna urvalsgrupp bekräftas att något har hänt. Bid/ask-spreaden och den relativa spreaden bekräftar att aktielikviditeten ökar temporärt för att sedan återgå till utgångsläget enligt *Diagram 4.4* och *Diagram 4.5*. Däremot kan författarna varken bekräfta eller förkasta dessa teorierna med måttet relativ omsättning som andel av börsvärdet då detta som tidigare nämnt inte visade någon signifikant skillnad mellan perioderna.

5.2.2 Aktielikviditet för gruppen som genomfört listbyten

Studien genomförd av Tang *et al.* (2011) kan även bekräftas för urvalsgruppen som genomfört listbyten. Företagen är i enlighet med studien på så sätt att aktielikviditeten ökar. Aktielikviditetsmåten bid/ask-spread och relativ spread bekräftar detta genom att båda spreadarna minskar efter listbytet. De statistiska undersökningarna visar att det finns en signifikant skillnad mellan perioderna före och efter bytet med dessa två aktielikviditetsmått. Likt gruppen som genomgått segmentsbyten bekräftar även gruppen som genomfört listbyten studien gjord av Elyasiani, Hauser och Lauterbach (2000). Dessa författare kom fram till en ökad aktielikviditet som följd av ett listbyte. Likt gruppen som genomgått segmentsbyte kan denna urvalsgrupp också bekräfta den tidigare undersökningen gjord av Demsetz (1968) om en ökad aktielikviditet efter ett listbyte.

Denna urvalsgrupp kan varken bekräfta eller förkasta Elyasiani, Hauser och Lauterbachs (2000) studie om en ökad omsättning som följd av ett listbyte. Detta då de studiens statistiska undersökningar inte visade någon signifikant skillnad mellan perioderna före och efter listbytet.

Teorierna *Information Cost Hypothesis* och *Liquidity Hypothesis* är också applicerbara för denna

urvalsgrupp. Då dessa teorier menar att aktielikviditeten ska öka efter ett listbyte kan de således bekräftas även för denna grupp. Vidare är även *Price Pressure Hypothesis* och *Imperfect Substitute Hypothesis* applicerbara för gruppen som genomfört ett listbyte. *Price Pressure Hypothesis* menar att ett listbyte genererar ökad aktielikviditet vilken i denna studies fall bekräftas genom måtten bid/ask-spread och relativ spread för denna urvalsgrupp.

Imperfect Substitute Hypothesis är lite tvetydig gällande huruvida aktielikviditeten påverkas av ett listbyte. Teorin menar att investerarnas agerande påverkar aktielikviditeten. Vidare menar teorin att om en aktie inkluderas i ett index så ökar populariteten och på så sätt även aktielikviditeten. Med det sistnämnda sagt är teorin i enlighet med *Price Pressure Hypothesis* vilken syftar till att aktielikviditeten ska öka efter ett genomfört listbyte. Den här studiens urvalsgrupp som genomfört listbyten bekräftar därmed *Imperfect Substitute Hypothesis* med hjälp av måtten bid/ask-spread och relativ spread om en ökad aktielikviditet.

Däremot kan ingen av teorierna varken bekräftas eller förkastas med måttet omsättning som andel av börsvärdet, då det inte visade sig vara någon signifikant skillnad mellan perioderna före och efter bytet med det måttet.

5.2.3 Jämförelse mellan grupperna avseende aktielikviditet

För de tre olika måtten gällande aktielikviditet kunde ingen signifikant skillnad påvisas mellan grupperna. Gällande bid/ask-spread och relativ spread så har bolagen som bytt lista en större spread än de som bytt segment genom hela undersökningsperioden, vilket dock inte kan styrkas med signifikant säkerhet. Detta innebär att det inte kan dras några slutsatser angående de resultat som erhållits med de olika måtten för aktielikviditet. Det enda författarna kan fastslå är att det inte finns någon säkerställd skillnad mellan bolagen som bytt lista och bolagen som bytt segment.

Resultaten angående bid/ask-spreaden och den relativa spreaden för gruppen som har bytt lista är i enlighet med det teoretiska ramverket. *Price Pressure Hypothesis*, *Imperfect Substitute Hypothesis* och *Information Cost Hypothesis/Liquidity Hypothesis* är relevanta teorier för listbyten och de teorier som förutspår att aktielikviditeten ska öka genom en minskad bid/ask-spread och relativ spread.

För gruppen som har bytt segment har liknande resultat funnits, dock är endast *Information Cost*

Hypothesis/Liquidity Hypothesis relevant för denna grupp, vilket kan betyda att denna teori ger utfall i verkligheten. Det är även möjligt att *Awareness Hypothesis*, som är relevant för både segments- och listbyten, bör leda till en ökad aktielikviditet då investerarbaser ökar. Detta trots att det inte förutspås i de uppställda teorierna.

6. Slutsats och resultatdiskussion

Kapitlet innehåller studiens resultat och författarnas reflektioner kring både studien och dess resultat. Vidare diskuteras generella tankar om studien i helhet. Slutligen ger författarna förslag på vidare forskning inom ämnet.

6.1 Resultatdiskussion och slutsatser

Syftet med denna studie var att undersöka huruvida studiens urvalsgruppers respektive byten påverkar överavkastning och aktielikviditet. Den första gruppen bestod av bolag som flyttat till ett högre segment inom huvudlistan och den andra gruppen bestod av bolag som flyttat från en underlista till huvudlistan. En intressant faktor gällande denna jämförelse är enligt författarna att det inte är frivilligt att byta segment på huvudlistan, då segmentsplaceringen endast baseras på bolagets börsvärde. Detta innebär att denna studie främst är intressant ur ett aktieägarperspektiv, eftersom resultaten kan ge en fingervisning om hur kursen påverkas efter bytet. Dessutom bör aktieägarna som studien riktar sig mot vara aktiva på marknaden för att kunna dra nytta av de kortsiktiga effekter som observerats med hjälp av den insamlade datan. Om vi enbart tar hänsyn till faktorn gällande byte av marknadsplats bör investerare köpa andelar i bolag som planerar ett listbyte och sälja andelar i bolag som ska genomgå ett segmentsbyte. Det sistnämnda eftersom dessa bolag underavkastar sina respektive jämförelseindex från dagen för segmentsbytet till slutet av mätperioden. Ur ett traderperspektiv ger denna studie ytterligare beslutsunderlag, då båda företagsgrupperna signifikant ökat sin aktielikviditet, vilket är önskvärt för en trader. Det blir med en ökad aktielikviditet lättare för en investerare att köpa och sälja sitt innehav på kort sikt. Dock finns det många andra faktorer som bör vägas in vid investeringar för en aktieägare, men enligt denna studie bör byte av marknadsplats vara en viktig del av beslutsunderlaget.

Resultaten som erhöles ur den insamlade datan stämde i drygt hälften av fallen överens med de uppställda hypoteserna, men övriga hypoteser kunde inte bekräftas. För jämförelserna mellan grupperna kunde endast måttet ABHAR för överavkastning säkerställa en statistisk skillnad mellan grupperna. För det andra överavkastningsmättet, CAAR, kan liknande tendenser urskiljas men dessa kan inte statistiskt säkerställas. Resultaten visar således att bolagen som bytt lista överavkastar index starkt efter bytet, medan de som bytt segment underavkastar index efter bytet.

Detta innebär att det kan finnas skäl att investera i bolag som planerar att byta från en underlista till huvudlistan.

En anledning till att bolagen som bytt lista presterar bättre gällande överavkastning kan vara att den positiva uppmärksamheten av att byta till huvudlistan kan vara större än den blir av att byta segment på huvudlistan. Detta då bytet kan vara ett tecken på att bolaget har en stark positiv utveckling. En annan faktor till att bolagen som bytt till huvudlistan har en bättre aktieutveckling kan vara att dessa bolag ofta är mindre och har större tillväxtpotential. Detta innebär att tillväxtbolag tenderar att uppleva större kurssvängningar än etablerade bolag, men eftersom bolagen som byter till huvudlistan ofta befinner sig i en framgångsrik period består urvalet troligen till större del av bolag som upplever uppsidan av kurssvängningarna än de som upplever nedsidan. Då företagen som genomgått segmentsbyten underavkastar index tiden efter bytet uppstår tankar om att segmentsgränserna möjligtvis bör justeras eller att antalet segment bör öka. Exempelvis är spannet för Mid Cap-segmentet väldigt stort och en möjlig förklaring till varför företagen som genomgått segmentsbyten underavkastar index är att deras uppmärksamhet minskar sett till de större bolagen inom det nya segmentet. På så sätt kanske de företagen som genomgått ett segmentsbyte hamnar i skuggan av de större företagen inom segmentet.

Det har inte varit uppsatsens syfte att fastställa vilka av teorierna som faktiskt påverkar resultatet av överavkastningen vid ett segments- eller listbyte, men från datan kan vissa slutsatser dras, även om det bör göras med försiktighet. *Information Signaling Hypothesis*, *Imperfect Substitute Hypothesis* eller *Price Pressure Hypothesis* bör ha en faktiskt positiv påverkan på överavkastningen då det inte fanns någon överavkastning när dessa saknades. Vilken eller vilka, samt i vilken utsträckning, är dock omöjligt att veta baserat på denna uppsats. Det är även möjligt att de andra teorierna, *Awareness Hypothesis*, *Information Cost Hypothesis* och *Liquidity Hypothesis*, inte skapar en överavkastning i vårt urval då när endast dessa var relevanta fanns ingen överavkastning.

En möjlig förklaring till båda gruppernas starka överavkastning innan bytet jämfört med sina respektive index kan eventuellt tillskrivas en momentumeffekt eller marknadstajming. Gruppen som genomgått ett segmentsbyte måste för att uppnå tillräcklig storlek för att byta segment öka sitt marknadsvärde, vilket sker genom en högre aktiekurs. Företagen måste däremot inte

överprestera index för att byta segment, men sannolikheten av att byta segment ökar om aktieutvecklingen, och därmed marknadsvärdet, är stark. Vidare finns det en utbredd teori om att företag som listar sig försöker göra detta i en så fördelaktig tidsperiod som möjligt, både sett till företagets potential och till makroekonomiska aspekter. Detta leder till att de företagen som byter antingen lista eller segment kan antas att ha positiv aktieutveckling en tid innan bytet.

För att slutligen sammanfatta kan författarna bekräfta att det finns en skillnad för båda grupperna jämfört med deras index när det gäller aktielikviditet och överavkastning. När bolagen som bytt lista jämförs med bolagen som bytt segment kan däremot en statistisk skillnad enbart säkerställas för måttet ABHAR gällande överavkastning.

6.2 Förslag på vidare forskning

En faktor som skulle kunna vara intressant att undersöka för vidare forskning är om annonseringen av ett kommande segments- eller listbyte har någon påverkan på aktielikviditeten och överavkastningen. Detta är dock mer komplicerat att genomföra då det i somliga fall är oklart vilken dag som gäller som annonseringsdatum. Dessutom kan annonseringsdatumet ibland ha föregåtts av intensiva rykten om att ett byte av marknadsplats planeras, vilket skulle kunna mildra effekten av en annonsering.

En annan tidsperiod än den valda för denna studien hade också varit intressant för vidare forskning. En längre period hade möjligt förklarat hur det går för företag som genomfört segments- eller listbyten på lång sikt. Detta hade varit intressant att undersöka just för att se hur väl företagen presterar på lång sikt.

För denna studie hade det också varit intressant att med hjälp av exempelvis en regressionsanalys se vilka möjliga faktorer som faktiskt påverkar eller förklarar aktielikviditeten och överavkastningen. På så sätt hade det gått att faktiskt förklara till vilken förklaringsgrad de valda faktorerna faktiskt förklarar det eventuella utfallet. Även andra statistiska tester hade varit intressanta att använda sig av för att se eventuella samband mellan grupperna.

Vidare tycker författarna att det vore intressant att djupare undersöka varför företagen som genomgått segmentsbyten underpresterar sina respektive index då teorierna inte ger något stöd

för denna utveckling.

Då denna studie har fokuserat på byten i uppåtgående riktning så har inte någon vikt lagts vid bolag som blivit nedflyttande till ett lägre segment. Det vore intressant att i vidare forskning fokusera på vad en nedflyttning kan få för effekter gällande överavkastning och aktielikviditet, dessutom finns det säkerligen andra mått som också skulle kunna användas för att tillföra kunskap på området. När det gäller byten från de olika underlistorna till huvudlistan vore det intressant att undersöka om det finns några skillnader för valda effekter beroende på om bolaget kommer från First North, NGM eller Aktietorget. Detta skulle dock kunna kompliceras av att urvalet i vissa fall är ytterst begränsat.

Ett annat intressant perspektiv på denna studie hade varit att göra en kvalitativ studie istället för en kvantitativ. Med en kvalitativ studie hade det varit lättare att få en inblick i varför företag väljer att byta listor och vad företagsledare för företag på huvudlistan tycker om ett segmentsbyte.

Källförteckning

Aktiespararna. (2013). *Dålig på index? Här är din guide!*. [Elektronisk]. Tillgänglig: <http://www.aktiespararna.se/artiklar/Reportage/Dalig-pa-index-Har-ar-din-guide/> [2016-03-09]

Amihud, Yakov, and Haim Mendelson. "Asset pricing and the bid-ask spread." *Journal of financial Economics* 17.2 (1986): 223-249.

Amihud, Yakov, and Haim Mendelson. "Asset pricing and the bid-ask spread." *Journal of financial Economics* 17.2 (1986): 223-249.

Andersson, L. & Lange, T., (2014): "Effekter i samband med listförändringar: En undersökning på Stockholmsbörsen mellan år 2007-2014", Ekonomihögskolan vid Linnéuniversitetet, Linnéuniversitetet.

Avanza. (2015). *Cherry stiger på listbyte*. [Elektronisk]. Tillgänglig: <https://www.avanza.se/placera/redaktionellt/2015/12/14/cherry-stiger-pa-listbyte.html> [2016-03-09]

Avanza. (2015). *Listbytet gick snett*. [Elektronisk]. Tillgänglig: <https://www.avanza.se/placera/redaktionellt/2015/06/12/listbytet-gick-snett.html> [2016-02-26]

Baker, H. Kent, and Martha Johnson. "A survey of management views on exchange listing." *Quarterly Journal of Business and Economics* (1990): 3-20.

Barber, B. & Lyon, J. (1997). Detecting Long-run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics. *Journal of Financial Economics*, vol. 43, ss. 341-372.

Barber, B., Lyon, J. & Tsai, C., (1999): "Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns", *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 1, s. 165 - 172

Barry, Christopher B., and Stephen J. Brown. "Differential information and security market equilibrium." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20.04 (1985): 407-422.

Bechmann, Ken L. "Price and volume effects associated with changes in the Danish blue-chip index: the KFX index." *Multinational Finance Journal* 8.1/2 (2004): 3-34.

Bryman, Alan och Bell, Anna. 2011. *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. 3. uppl. Oxford: Oxford University Press. 718

Campbell, Cynthia J., and Charles E. Wesley. "Measuring security price performance using daily NASDAQ returns." *Journal of Financial Economics* 33.1 (1993): 73-92.

Chen, Honghui, Gregory Noronha, and Vijay Singal. "The price response to S&P 500 index additions and deletions: Evidence of asymmetry and a new explanation." *The Journal of Finance* 59.4 (2004): 1901-1930.

Damodaran, Aswath. "Marketability and value: Measuring the illiquidity discount." *Available at SSRN 841484* (2005).

Datastream, Thomson Reuters (Tillgängligt på Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet)

Demsetz, Harold. "The cost of transacting." *The quarterly journal of economics* (1968): 33-53.

Dhillon, Upinder, and Herb Johnson. "Changes in the Standard and Poor's 500 List." *Journal of Business* (1991): 75-85.

Elyasiani, Elyas, Shmuel Hauser, and Beni Lauterbach. "Market response to liquidity improvements: Evidence from exchange listings." *Financial Review* 35.1 (2000): 1-14.

Finansinspektionen. (2016). *Frågor och Svar - Börser och Aktiehandel*. [Elektronisk]. Tillgänglig: <http://www.fi.se/Folder-SE/Konsument/Fragor-och-svar/Spara/Borser-och-aktiehandel1/#N> [2016-03-09]

Forssbæck, Jens. "Fråga Angående Uppsats Och Val Av Index (PI/GI)." Meddelande till Jens Forssbæck. 1 Mars 2016. E-mail.

Furst, Richard W. "Does listing increase the market price of common stocks?." *The Journal of business* 43.2 (1970): 174-180.

Ghosh, Dhiren, and Andrew Vogt. "Outliers: An evaluation of methodologies." *Joint Statistical Meetings*. San Diego, CA: American Statistical Association, 2012.

Goulet, Waldemar M. "Price changes, managerial actions and insider trading at the time of listing." *Financial Management* (1974): 30-36.

Harris, Lawrence, and Eitan Gurel. "Price and volume effects associated with changes in the S&P 500 list: New evidence for the existence of price pressures." *The Journal of Finance* 41.4 (1986): 815-829.

Harris, Milton, and Artur Raviv. "A sequential signalling model of convertible debt call policy." *The Journal of Finance* 40.5 (1985): 1263-1281

Jain, Prem C. "The effect on stock price of inclusion in or exclusion from the S&P 500." *Financial Analysts Journal* 43.1 (1987): 58-65.

Kraus, Alan, and Hans R. Stoll. "Price impacts of block trading on the New York Stock Exchange." *The Journal of Finance* 27.3 (1972): 569-588.

Lin, Ji-Chai, Gary C. Sanger, and G. Geoffrey Booth. "Trade size and components of the bid-ask spread." *Review of financial studies* 8.4 (1995): 1153-1183.

MacKinlay, Craig A., (1997), Event Studies in Economics and Finance, *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 1, 1997, 13-39.

Malkiel, Burton G., and Eugene F. Fama. "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work." *The journal of Finance* 25.2 (1970): 383-417.

Merjos, Anna. "Going on the big board: Stocks act better before listing than right afterward." *Barron's* (Januari 29, 1962), p. 5ff (1962).

Merton, Robert C. "A simple model of capital market equilibrium with incomplete information." *The journal of finance* 42.3 (1987): 483-510.

Mikkelson, Wayne H. "Convertible calls and security returns." *Journal of Financial Economics* 9.3 (1981): 237-264.

Nasdaq OMX Group. (2008). *Press releases*. [Elektronisk]. Tillgänglig: <http://www.nasdaqomx.com/newsroom/pressreleases#page=1&markets=usMarket:nordicMarket> [2016-04-21]

Nasdaq OMX Group. (2012). *Rules for the Construction and Maintenance of the NASDAQ OMX All-Share, List, Tradable and Sector Indexes*. Rapport. [Elektronisk]. Tillgänglig: https://indexes.nasdaqomx.com/docs/Methodology_OMXNORDIC.pdf [2016-02-10]

Nasdaq OMX Group. (2015). *Regelverk för emittenter*. Rapport. [Elektronisk]. Tillgänglig: http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/96/96154_nasdaq-stockholms-regelverk-f-r-emittenter---2015-01-01.pdf [2016-02-16]

Nasdaq OMX Group. (2016). *Corporate Actions Stockholm - Changes to the list*. [Elektronisk]. Tillgänglig: <http://www.nasdaqomx.com/transactions/markets/nordic/corporate-actions/stockholm/changes-to-the-list> [2016-01-27]

Nasdaq OMX Group. (2016). *NASDAQ OMX Index Research and Resources*. [Elektronisk]. Tillgänglig: <https://indexes.nasdaqomx.com/Resource/Index/Methodology> [2016-02-10]

Nasdaq OMX Group. (2016). *Press releases*. [Elektronisk]. Tillgänglig: <http://www.nasdaqomx.com/newsroom/pressreleases#page=1&markets=usMarket:nordicMarket> [2016-01-30]

Nasdaq OMX Group. (2016). *Regelverk för emittenter (1 januari 2015)*. [Elektronisk]. Tillgänglig: http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/96/96154_nasdaq-stockholms-regelverk-f-r-emittenter---2015-01-01.pdf [2016-03-29]

Nasdaq OMX Group. (2016). *Var handlar man aktier?*. [Elektronisk]. Tillgänglig: <http://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/aktier/varhandlarmanaktier/?languageId=3> [2016-02-28]

NGM. (2016). *NDX - Nordic Derivatives Exchange*. [Elektronisk]. Tillgänglig: <http://www.ngm.se/ndx-2/> [2016-03-27]

NGM. (2016). *NGM Equity*. [Elektronisk]. Tillgänglig: http://www.ngm.se/ngm_equity/noteringsprocessen-ngm-equity-2/ [2016-03-27]

Pham, Peter K., Kalev, Petko S., Steen, Adam B., (2003), Underpricing, stock allocation, ownership structure and post-listing liquidity of newly listed firms, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 27, 2003, 919–947

Polonchek, John, and Tim Krehbiel. "Price and volume effects associated with changes in the Dow Jones averages." *The quarterly review of economics and finance* 34.4 (1995): 305-316.

Ritter, Jay R. "The long-run performance of initial public offerings." *The journal of finance* 46.1 (1991): 3-27.

Schimmer, Markus. *Essays on Competitive Dynamics: Strategic Groups, Competitive Moves, and Performance Within the Global Insurance Industry*. Diss. University of St. Gallen, 2011.

Scholes, Myron S. "The market for securities: Substitution versus price pressure and the effects of information on share prices." *The Journal of Business* 45.2 (1972): 179-211.

Shleifer, Andrei. "Do demand curves for stocks slope down?." *The Journal of Finance* 41.3 (1986): 579-590.

Tang, Wenbin, Hoang H. Nguyen, and Van T. Nguyen. "The effects of listing changes between NASDAQ market segments." *Journal of Economics and Finance* 37.4 (2013): 584-605.

Toll, G., & Gustafsson, P., (2011): "Steget in i börsens ”finrum”: Så påverkas marknadsvärdet och likviditeten för bolag som väljer att byta noteringsplatsplats från alternativa handelsplatser till Stockholmsbörsen”, Kungliga Tekniska Högskolan.

Ule, M. G., (1937), Price Movements of Newly listed Common Stocks, *Journal of Business*, Vol. 10 1937, 346-369.

Van Horne, James C. "New listings and their price behavior." *The Journal of finance* 25.4 (1970): 783-79.

Appendix

Bilaga 1: Företag som bytt segment inom huvudlistan

År	Företag	Från	Till	
2007	Gunnebo Industrier AB	Small	Mid	
	Hakon Invest AB	Mid	Large	
	Midway Holding AB (ser. A & B)	Small	Mid	
	Nefab AB (ser. B)	Small	Mid	
	Orc Software AB	Small	Mid	
	Q-Med AB	Mid	Large	
	Svedbergs i Dalstorp AB (ser. B)	Small	Mid	
	Öresund Investment AB	Mid	Large	
2008	Semcon AB	Small	Mid	
	Tricorona AB	Small	Mid	
2010	Net Entertainment NE AB (ser. B)	Small	Mid	Borttaget
2011	Bilia AB	Small	Mid	
	Corem Property Group AB	Small	Mid	
	Diamyd Medical AB	Small	Mid	
	Fastighets AB Balder	Small	Mid	
	Fenix Outdoor International	Small	Mid	
	Medivir AB	Small	Mid	
	Nolato AB	Small	Mid	
	Proffice Ab	Small	Mid	
	Sagax AB	Small	Mid	
	Peab AB	Mid	Large	
2012	Atrium Ljungberg AB (Ser. B)	Mid	Large	
	BioGaia AB (Ser. B)	Small	Mid	
	Diös Fastigheter AB	Small	Mid	
	Nordic Mines AB	Small	Mid	
	Swedol AB (Ser. B)	Small	Mid	
	Wallenstam AB (Ser. B)	Mid	Large	
2013	Aerocrine AB (Ser. B)	Small	Mid	
	Axis AB	Mid	Large	
	BillerudKorsnäs AB	Mid	Large	

	Nibe Industrier AB	Mid	Large	
	Sectra AB (Ser. B)	Small	Mid	
2014	AarhusKarlshamn AB	Mid	Large	
	Arcam AB	Small	Mid	
	Catena AB	Small	Mid	
	Cavotec SA	Small	Mid	
	EnQuest PLC	Mid	Large	
	Fingerprint Cards AB (Ser. B)	Small	Mid	
	Hexpol AB (Ser. B)	Mid	Large	
	Intrum Justia AB	Mid	Large	
	ITAB Shop Concept AB (Ser. B)	Small	Mid	
	JM AB	Mid	Large	
	Lagercrantz Group AB (Ser.B)	Small	Mid	
	Nederman Holding AB	Small	Mid	
	OEM International AB (Ser. B)	Small	Mid	
	Opus Group AB	Small	Mid	
	Orexo AB	Small	Mid	
	Swedish Orphan Biovitrium AB	Mid	Large	
2015	Betsson AB (Ser. B)	Mid	Large	
	Fastighets AB Balder	Mid	Large	
	HMS Networks AB	Small	Mid	
	Indutrade AB	Mid	Large	
	Lifco AB (Ser. B)	Mid	Large	
	Loomis AB (Ser. B)	Mid	Large	
	Mycronic AB	Small	Mid	
	Nobia AB	Mid	Large	
	Oasmia Pharmaceutical AB	Small	Mid	
	Transcom WorldWide AB	Small	Mid	Borttaget
	VBG Group AB (Ser. B)	Small	Mid	Borttaget
	Vitrolife AB	Small	Mid	

Totalt antal segmentsbyten: 60

Från Small Cap: 36

Från Mid Cap: 21

Bortfall: 3

Bilaga 2: Företag som bytt till huvudlistan

År	Företag	Datum för byte	Ursprungslista	
2007	Tanganyika Oil Company Ltd	14-feb	Från First North	
	NovaCast Technologies AB	11-apr	Från NGM	Borttaget
	Björn Borg AB	07-maj	Från First North	
	West Siberian Resources Ltd	23-maj	Från First North	
	Sagax AB	08-okt	Från First North	
2008	Nordic Service Partners Holding AB	15-jan	Från First North	
	Morphic Technologies AB	03-apr	Från First North	Borttaget
	Swedol AB	12-jun	Från First North	
	Carl Lamm Holding AB	26-jun	Från First North	Borttaget
	ITAB Shop Concept AB	08-jul	Från First North	
2009	Net Entertainment NE AB	13-jan	Från NGM	
	Cloetta AB	16-feb	Från First North	Borttaget
	Electra Gruppen AB	01-jun	Från First North	
	Alltele Allmäna Svenska Telefon AB	15-jun	Från First North	
	Black Earth Farming Ltd	22-jun	Från First North	
	Corem Property Group AB	24-jun	Från NGM	
2010	Formpipe Software AB	19-jan	Från First North	
	eWork Scandinavia AB	18-feb	Från First North	
	CellaVision AB	31-maj	Från First North	
	NAXS Nordic Access Buyout Fund AB	07-jun	Från First North	
	Odd Molly International AB	21-jun	Från First North	
	Oasmia Pharmaceutical AB	24-jun	Från NGM	Borttaget
	Trigon Agri A/S	08-dec	Från First North	
	Avega Group AB	16-dec	Från First North	
2011	Vitec Software Group AB	04-jul	Från Aktietorget	
	Micro Systemation AB	27-dec	Från NGM	
2012	Seamless Distribution AB	13-jun	Från First North	
	Arcam AB	18-jun	Från NGM	
	Endomines AB	07-nov	Från First North	
	Shelton Petroleum	19-nov	Från NGM	
2013	Neurovive Pharmaceutical AB	10-apr	Från Aktietorget	
	Tethys Oil AB	02-maj	Från First North	

	Opus Group AB	02-jul	Från First North	
	Creades AB	06-dec	Från First North	
	Victoria Park AB	09-dec	Från First North	
2014	Lucara Diamond Corp.	23-maj	Från First North	
	G5 Entertainment AB	10-jun	Från Aktietorget	
	Episurf Medical AB	11-jun	Från First North	
	Africa Oil Corp.	01-jul	Från First North	
	C-RAD AB	16-dec	Från First North	
2015	Eolus Vind AB	02-feb	Från First North	
	Oscar Properties Holding AB	26-mar	Från First North	
	D. Carnegie & Co AB	12-maj	Från First North	
	Sportamore AB	18-maj	Från First North	
	Invisio Communications AB	29-maj	Från First North	
	Hansa Medical AB	02-nov	Från First North	Borttaget
	Wise Group AB	16-dec	Från First North	Borttaget
	Hextatronic Group AB	18-dec	Från First North	Borttaget

Totalt antal listbyten: 48

Från Aktietorget: 3

Från NGM: 7

Från First North: 38

Bortfall: 8

Bilaga 3: Artikel



Vinnarna på börsen

Publicerad 2016-05-03 13:25



Foto: avanza.se

Vilka företag ska du investera i för att maximera dina kapitalvinster? Tre studenter från Lunds Universitet har undersökt en lite ovanligare aspekt till hur man kan skapa sin aktieportfölj för att bli en vinnare på börsen.

När en aktieportfölj skapas är det flera aspekter som vanligtvis brukar tas i beaktning för att den ska bli så optimal som möjligt för den enskilda individen. Risk och avkastning är den generella avvägningen som görs, men det finns mer specifika val att göra. Det kan skapas en oändlig mängd kombinationer beroende på storlek, bransch, historisk utveckling, företagsledning, rykte, framtidsutsikter och så vidare.

En sak som får väldigt liten uppmärksamhet är beroende på vilken handelsplats företag handlas på, och huruvida det finns planer på byte. Enligt forskare finns det flera teorier som kan påverka en aktiekurs runt ett byte av handelsplats. Till exempel får företag som byter börslista eller börssegment mer uppmärksamhet av marknaden vilket i sin tur leder till en överavkastning enligt *Awareness Hypothesis*.

Trots att det finns flera teorier som menar att aktieavkastningen ska öka efter ett list- eller segmentsbyte motsägs detta av ett flertal empiriska studier på den amerikanska marknaden. De tre studenterna har dock visat att företag som byter från någon av Stockholmsbörsens underlistor till huvudlistan signifikant överavkastar marknaden. De undersökte även om företag som byter börssegment överavkastade marknaden men fann istället motsatsen. Detta betyder att investerare som köper aktier i företag om som byter från en underlista till huvudlistan bör överprestera marknaden. Motsatsen gäller då för investerare som väljer att köpa aktier i företag som byter börssegment, vilket betyder att aktieköp i dessa företag bör undvikas.

Gustaf Derving
gustaf.derving@di.se

Viktor Gårdemyr
viktor.gardemyr@di.se

August Lander
august.lander@di.se

DELA ARTIKEL

f Facebook t Twitter
in Linked In e Email