



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Företagsekonomiska institutionen
Magisteruppsats

Noteringsplatsbyte

– en studie av svenska börsbolags värdeutveckling

Seminariearbete D-nivå i Industriell och
finansiell ekonomi

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Höstterminen 2005

Författare:

Henrik Leffler 801017
Daniel Pettersson 820319

Handledare:

Mattias Hamberg

Sammanfattning

Magisteruppsats i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, Industriell och Finansiell ekonomi, HT 2005.

Seminariedatum: 18 januari 2006

Författare: Henrik Leffler och Daniel Pettersson

Handledare: Mattias Hamberg

Uppsatsens titel: Noteringsplatsbyte – en studie av svenska börsbolags värdeutveckling

Bakgrund: Enligt hypotesen om en effektiv marknad skall all information om ett företag reflekteras i dess aktiekurs. Att byta noteringsplats borde enligt denna teori inte medföra någon förändring av värdet, eftersom noteringsplatsen inte innehåller någon ny information om företagets framtida utveckling. Ingen tidigare studie har gjorts för att undersöka sambandet mellan värde och noteringsplatsbyte för bolag i Sverige, ämnet är dock intressant både ur ett investerar- och ett teoretiskt perspektiv.

Syfte och problemformulering: Syftet med uppsatsen är att undersöka om värdet på ett företag ändras vid ett byte av noteringsplats. Därmed testas huruvida den svenska marknaden är effektiv. För att nyansera svaret och höja relevansen har huvudproblemet kompletterats: materialet ämnas sorteras och studeras utifrån vilka, om några, kategorier av företag som får ett förändrat värde av ett byte.

Metod: Uppsatsen bygger på en kvantitativ studie av Event Study-typ, ett övergripande mål har varit att uppnå så hög objektivitet som möjligt. Studien omfattar samtliga noteringsplatsbyten som ägt rum på svenska noteringsplatser mellan 1995 och 2004. Daglig kursutveckling för 79 företag under ett år före och ett år efter bytet har studerats efter rensning av makrofaktorer på marknaden och nominellt aktievärde. Dessa har sedan presenterats grafiskt och i tabellform.

Slutsatser: Det finns ingen entydig utveckling för de individuella företagen, men i genomsnitt sjunker värdet på bolag som byter lista med 7,5 procentenheter under tidsperioden 80 handelsdagar före och 100 handelsdagar efter bytet. Större företag som byter till en lista med lägre krav har ett i princip oförändrat värde, medan mindre bolag som byter till en lista med högre krav förändras negativt. Dharan och Ikenberrys opportunisthypotes ger en förklaring till detta, men vi anser den inte tillräcklig för att förklara hela förändringen, därmed är marknadseffektiviteten mindre för vissa företag på den svenska marknaden, främst mindre tillväxtföretag visar stor fluktuation. En förklaring skulle kunna vara att informationsasymmetrin är större för dessa bolag. Sambandet mellan byte av noteringsplats och företagsvärde på den svenska aktiemarknaden är tvetydigt. Generellt sjunker värdet på bolagen, utfallet varierar kraftigt och marknaden tycks inte vara alltigenom effektiv.

Förord

Vi vill främst framföra ett tack till vår handledare Mattias Hamberg som kommit med idéer och hjälpt oss med informationssökandet, han har uppmuntrat oss till att göra egna reflektioner genom att ge oss feedback men utan att förse oss med färdiga lösningar. Vi vill också tacka Hans Blixen på Aktietorget, Johan Isaksson på OMX Exchanges och Henrik Röhs på Six för trevligt bemötande och en hjälpande hand i informationssökandet.

Slutligen vill vi även tacka Vasastadens kaféer för att de anstränger sig att göra gott kaffe som hjälper upp motivationen i kniviga lägen.

Trevlig läsning!

Göteborg, den 8 januari 2006

Henrik Leffler

Daniel Pettersson

Innehållsförteckning

1	Introduktion.....	1
1.1	Problemdiskussion	1
1.2	Syfte	2
1.3	Avgränsningar.....	2
1.4	Disposition	3
2.	Teori.....	4
2.1	Noteringsplatser	4
2.1.1	Stockholmsbörsens listor	4
2.1.2	Nya Marknaden.....	5
2.1.3	Övriga noteringsplatser	6
2.2	Den effektiva marknadshypotesen.....	6
2.3	Noteringsplatsbyte	8
3.	Metodik.....	11
3.1	Forskningsansats	11
3.2	Beskrivning av materialet	11
3.3	Datainsamling	12
3.4	Användande av materialet.....	13
3.4.1	Beräkningar.....	13
3.4.2	Val av jämförande index.....	13
3.4.3	Hantering av outliers.....	14
4	Resultat	15
4.1	Deskriptiv statistik	15
4.2	Aktiernas utveckling	16
4.3	Genomsnittlig utveckling för samtliga aktier	17
4.4	Jämförelse av byten mellan listor med högre och lägre krav.....	18
4.5	Jämförelse av byten sorterat efter typ av listbyte.....	19
5.	Analys	21
5.1	Känslighetsanalys	21
5.1.1	Datamaterialet inklusive outliers	21
5.1.2	Effekter av utvecklingen kring år 2000	22
5.2	Analys av datamaterialet som helhet	23
5.3	Listbyten mellan noteringsplatser med olika krav	24
5.4	Analys av listbyten sorterat efter typ	25
6.	Slutsatser.....	27
6.1	Validitet och reliabilitet	27
6.2	Är marknaden olika effektiv för olika företag?	28
6.3	Implikationer för den effektiva marknadshypotesens.....	29
6.4	Rekommendationer för vidare forskning	30
	Källförteckning	
	Appendix	

Figurförteckning

<i>Diagram 1 - Samtliga aktier indexerade</i>	14
<i>Tabell 1 – Samtliga aktier.....</i>	14
<i>Diagram 2 – Antal byten och typ per år</i>	15
<i>Diagram 2 - Individuella aktiers utveckling</i>	16
<i>Tabell 2 – Alla aktier utan outliers</i>	17
<i>Diagram 3 – Genomsnittlig utveckling för samtliga aktier</i>	17
<i>Diagram 4 – Jämförelse av byten mellan listor med högre och lägre krav</i>	18
<i>Tabell 3 – Jämförelse av byten mellan listor med högre och lägre krav.....</i>	19
<i>Diagram 5 – Sorterat per typ av byte</i>	20
<i>Tabell 4 – Sorterat per typ av byte.....</i>	20
<i>Diagram 6 – Sorterat per typ av byte, inklusive outliers.....</i>	21
<i>Diagram 7 – Sorterat per typ av byte, exkluderat åren 1999-2001.....</i>	22

1 Introduktion

Introduktionen innehåller bakgrunden till uppsatsen och uppsatsens syfte. De avgränsningar som är mest centrala för studien presenteras också, liksom avslutningsvis uppsatsens disposition.

1.1 Problemdiskussion

På den aktiemarknad som gemene man i första hand associerar till i Sverige, Stockholmsbörsen, finns 277 företag vars totala värde den 31 december 2004 var cirka 2700 miljarder kronor.¹ Här sorteras aktierna in i A- och O-listan. Den största skillnaden mellan dessa är att kraven på ett företag är högre för att det skall få handlas på A-listan. Det finns i Sverige även ett antal andra mindre noteringsplatser för bolag som alla har en roll på den svenska aktiemarknaden, där kraven för notering är mindre än för Stockholmsbörsens noteringsplatser.

Det har ända sedan 60-talet diskuterats flitigt huruvida publika bolags aktievärde verkligen speglar företagets rätta värde, med andra ord om kapitalmarknaden är effektiv eller inte. För att en marknad skall vara effektiv krävs att information som är värdegrundande görs tillgänglig för investerare så att de via kapitalmarknaden ser till att bolaget får en rättvisande värdering. Marknadseffektivitet kan i sin tur undersökas på en rad olika sätt, där många undersökningar av marknadseffektivitet bygger på tiden runt en specifik händelse för det underliggande datamaterialet, en så kallad event study. Det kan exempelvis vara en Initial Public Offering (IPO), en splitt eller ett noteringsplatsbyte.

Enligt teorin om en effektiv marknad bör ett noteringsplatsbyte inte medföra några förändringar då informationstillgängligheten skall vara lika, oberoende av vilken lista bolaget är noterat på. Dock kan man lätt få intrycket av att bolag som är noterade på listor med högre krav är bättre investeringar än andra bolag enbart på grund av vilken

¹ www.stockholmsborsen.se

lista de är noterade på. Därmed kan man anta att företag som byter från noteringsplatser med lägre krav till noteringsplatser med högre krav kan erhålla en bättre värdeutveckling enbart på grund av bytet, vilket skulle kunna grundas på att det finns implicit information om att företag på noteringsplatser med högre krav är bättre investeringar än företag på noteringsplatser med lägre krav.

1.2 Syfte

Syftet med uppsatsen, och den underliggande studien, är att undersöka om värdet på ett företag ändras av ett byte av noteringsplats. För att undersöka detta kommer vi först att undersöka den genomsnittliga värdeförändringen, och därefter undersöka värdeutvecklingen för olika kategorier av företag.

1.3 Avgränsningar

Studiens omfattning begränsas till att endast gälla byten på de huvudsakliga listorna för publika bolag i Sverige, Stockholmsbörsens A-, O- och OTC-lista, NGM Equity (tidigare kallad SBI), Nya Marknaden samt Aktietorget. Avsikten är att urvalet skall omfatta hela populationen av byten under tioårsperioden från 1995 till 2004.

1.4 Disposition

1. Inledning
Inledningen innehåller bakgrund till ämnet, syfte, problemdiskussion, avgränsningar och uppsatsens disposition.
2. Teori
Detta kapitel berör relevant teori i ämnet samt tidigare forskning. Karakteristika för de svenska noteringsplatserna beskrivs ingående, liksom de mest centrala teoretiska begreppen: den effektiva marknadshypotesen och opportunisthypotesen, i samband med dessa härleder vi uppsatsens hypoteser.
3. Metod
Det tredje kapitlet berör den metod som använts i studien. Inhämtningsförfarandet av källmaterial och behandlingen av datan beskrivs, liksom andra preliminära aspekter på materialet, såsom hantering av extrema, jämförelsestörande data.
4. Resultat
Därefter följer resultaten som urskiljs ur datamaterialet, huvudsakligen presenterade i form av tidsseriediagram och tillhörande förklarande beskrivningar.
5. Analys
I detta kapitel analyseras resultaten, och förklaringar presenteras enligt den indelning som etablerades i tidigare kapitel.
6. Slutsatser
Avslutningsvis presenteras slutsatserna av studien, reliabilitet och validitet diskuteras, och uppsatsen avslutas med förslag på vidare forskning.

2. Teori

I detta kapitel beskrivs teorier som kan appliceras vid ett noteringsplatsbyte. Vidare beskriver vi de olika noteringsplatser som ingår i undersökningen samt vad ett noteringsplatsbyte är för något. Avslutningsvis förs en diskussion om tidigare studier och dess relevans för vårt ämne.

2.1 Noteringsplatser

Det finns i Sverige idag ett antal olika noteringsplatser för aktier, så kallade listor, de största är A- samt O-listan där handel sker på Stockholmsbörsen. OTC-listan var en lista på Stockholmsbörsen för mindre tillväxtföretag, men som den 3e juli 2000 slogs ihop med O-listan². Nya marknaden är en inofficiell lista som nyttjar Stockholmsbörsens handelssystem och som på så vis får tillgång till alla Stockholmsbörsens kunder. Tillsammans med de auktoriserade handelsplatserna Nordic Growth Market Equity (NGM Equity) och Aktietorget omfattar dessa nästan alla i Sverige noterade bolag. För att bli ett noterat bolag på någon av dessa listor krävs att företagen uppfyller vissa krav, vi kommer kortfattat att gå igenom de huvudsakliga krav som krävs för att bli noterad på respektive lista samt skillnader listorna emellan.

2.1.1 Stockholmsbörsens listor

Det är på A- samt O-listan högst krav ställs på företagen gällande historik, ägarspridning samt kapitalstruktur. Till att börja med ska bolag på dessa listor genomgå en legal granskning därefter skall ett prospekt upprättas enligt kraven som framgår i aktiebolagslagen. För att bli noterad på A-listan krävs att detta prospekt skrivs som ett börsprospekt, medan det för bolag som ämnar notera sig på O-listan räcker med att prospektet i huvudsak uppfyller kraven för ett börsprospekt. Rutiner för hur informationsspridning skall ske på ett snabbt och effektivt sätt skall även ha

² Rosander D., *Dåligt drag på Attract 40*, Svenska Dagbladet Näringsliv, 2000-08-05

genomförts. Det är i slutändan Stockholmsbörsens bolagskommitté som beslutar om ett bolags notering.³

Specifika krav för notering på A-listan:

- Minst tre års verifierbar historia
- Dokumenterad vinstintjäningsförmåga
- Börsvärde på minst 300 miljoner kronor vid introduktionstillfället
- Minst 2000 aktieägare som vardera äger aktier värda minst 20 000 kr
- Minst 25 % av aktierna och minst 10 % av rösterna i allmän ägo, med allmän ägo menas någon som direkt eller indirekt äger mindre än 10 % av aktiekapitalet eller rösterna

Motsvarande krav för bolag som önskar bli noterade på O-listan:

- Bolag med ej dokumenterad vinstintjäningsförmåga skall i prospektet visa att tillräckliga finansiella resurser finns för att bedriva planerad verksamhet under det närmaste året efter första noteringsdag
- Minst 500 aktieägare som vardera äger aktier värda minst 10 000 kr
- Minst 10 % av aktierna samt minst 10 % av rösterna i allmän ägo

2.1.2 Nya Marknaden

På Nya Marknaden handlas mindre bolags aktier och kraven för ett bolag att bli introducerad på Nya Marknaden är mindre än för Stockholmsbörsens listor. Trots att bolagen som handlas på Nya Marknaden använder sig av Stockholmsbörsens handelssystem så ansvarar inte Stockholmsbörsen för övervakningen av bolagen. Istället har varje bolag en sponsor, någon av Stockholmsbörsens medlemmar, som ansvarar för att bolaget uppfyller kravet för att handlas på Nya Marknaden. Bolagen är därför formellt sett inte noterade, därmed omfattas de inte av de informationskrav till finansinspektionen som noterade bolag har. Dock avtalar bolagens sponsor om vissa informationskrav både gentemot Stockholmsbörsen och bolaget på Nya Marknaden bland annat om ägar- och informationsspridning. Jämfört med A- och O-

³ Noteringskrav 2005 med handlingskrav, www.omxgroup.com

listan krävs det på Nya Marknaden endast 300 aktieägare som vardera äger aktier till ett värde av minst 5 000 kr samt att minst 10 % av aktie kapitalet och minst 10 % av rösterna är i allmän ägo.⁴

2.1.3 Övriga noteringsplatser

De två marknadsplatserna NGM Equity samt Aktietorget skiljer sig från de övriga noteringsplatserna på så vis att aktierna på dessa listor inte kan handlas via Stockholmsbörsens handelssystem. På dessa listor huserar främst tillväxtföretag, således är inte kraven på bolagen lika stora som Stockholmsbörsens bolag. För notering på NGM Equity, tidigare SBI⁵, krävs minst 300 aktieägare samt att minst 10 % av både aktie kapitalet och rösterna är i allmän ägo, undantag från detta kan dock göras om det ändå finns förutsättningar för en ändamålsenlig handel.⁶ Motsvarande krav för notering på Aktietorget är minst 200 aktieägare och en ägarspridning där minst en tredjedel av kapitalet och en femtedel av rösterna finns hos ägare som vardera har mindre än 10 % av kapitalet.⁷

2.2 Den effektiva marknadshypotesen

För att en marknad skall klassas som effektiv skall all tillgänglig information reflekteras i aktiekursen⁸. Så snart som ny relevant information framkommer som bör ha en effekt på aktiepriset hos företaget i fråga så agerar investerare på denna information.⁹ Ett antal antaganden är centrala för att en kapitalmarknad skall kunna klassas som effektiv enligt Fama¹⁰. Det första antagandet är att inga transaktionskostnader förekommer, all tillgänglig information är kostnadsfritt åtkomlig för alla marknadsaktörer samt att alla aktörer accepterar innebörden av all tillgänglig information för prissättning av aktier nu och i framtiden. På en sådan marknad återspeglas aktiens pris tillfullo i all tillgänglig information. Men en sådan

⁴ www.nyamarknaden.se

⁵ NGM Holding AB, årsredovisning 2004

⁶ www.ngm.se

⁷ www.aktietorget.se

⁸ Fama E., 1970

⁹ Hamberg M., 2004

¹⁰ Fama E., 1970

friktionsfri marknad där all information är tillgänglig och där investerare accepterar innebörden av informationen är inte deskriptiv för marknader i realiteten.

Marknadseffektivitet kan i sin tur delas in i tre olika kategorier, effektivitet i svag form, effektivitet i halvstark form samt effektivitet i stark form. Effektivitet i svag form innebär att investerarna bara har tillgång till historiska priser och avkastningar i bolaget och att de med hjälp av denna information söker förutspå framtiden. Effektivitet i halvstark form innebär i sin tur att all publicerad information såsom årsredovisningar och artiklar i affärspressen återspeglas i aktiepriset. Slutligen innebär effektivitet i stark form att investerare har tillgång till all information, både officiell och inofficiell.¹¹ Således är investerares enda möjlighet att få högre avkastning än medelavkastningen på marknaden att inneha mer information än övriga aktörer. På en marknad med effektivitet i svag form kan investerare använda all tillgänglig officiell information för att få högre avkastning medan det på en marknad med effektivitet i halvstark form krävs inofficiell information för att erhålla en högre avkastning än marknaden. På en marknad med stark effektivitet kan investerare inte få högre avkastning i medel än marknaden då all information, officiell såväl som inofficiell redan är inkorporerat i aktiepriset.¹²

En mängd empiriska tester stödjer den halvstarka formen av effektivitet: att aktiemarknader anpassas relativt snabbt till ny information. Forskare är relativt överens om att när ny information släpps så gör investerare i allmänhet ett ganska bra arbete i utvärderingen av denna information och således stöds hypotesen om marknadseffektivitet i halvstark form.¹³ Det är även denna form av effektiv marknad som i de flesta fall testas när man skall undersöka hur en specifik händelse påverkar värdet på den underliggande aktien.¹⁴

Fama, Fischer, Jensen och Roll¹⁵ analyserade i sin artikel hur marknadseffektiviteten ter sig vid aktiesplittar. Uppsatsförfattarna finner detta jämförbart med det aktuella

¹¹ Fama E., 1991

¹² Hamberg M., 2004

¹³ *ibid.*

¹⁴ Saunders A, Cornett M. M., 2004

¹⁵ Fama E., Fischer L., Jensen M., Roll R., 1969

ämnet om byten av noteringsplats då det i båda fallen inte skall ske någon värdetförändring hos bolaget som kan härledas till splitten, liksom ett byte av noteringsplats, om den effektiva marknadshypotesen skall kunna bekräftas. Det framkommer i Fama et als artikel att en effektiv marknad existerar och att det vid en split således inte finns potential för ökad avkastning. Denna pionjärundersökning genomfördes för snart 40 år sedan, men frågeställningarna är lika aktuella idag. Frågan är om de i denna uppsats aktuella listbytena uppvisar ett liknande beteende.

Ett byte innebär inte att någon ny information blir tillgänglig om företagets förväntade framtida vinsttjäningsförmåga, därmed bör företagets värde inte heller förändras. Detta leder oss till en första hypotes:

Hypotes 1: Ett noteringsplatsbyte medför inte någon förändring av företagets marknadsvärde.

2.3 Noteringsplatsbyte

Med ett listbyte menas när ett bolag av den ena eller andra anledningen väljer att byta noteringsplats. Listbyten kan i sin tur delas upp i byten där bolagen flyttar till noteringsplatser med högre krav på företagen, bolag som flyttar till noteringsplatser med lägre krav på företagen, samt neutrala byten. Baker och Edelman¹⁶ gör gällande att listbyten annonseras upp till cirka 50 börsdagar innan bytet äger rum vilket skulle kunna medföra att effekterna av bytet redan reflekteras i bolagets aktiekurs redan vid annonseringen av detta.

Företag kan ha många anledningar till varför de väljer att byta noteringsplats, en av de mer frekventa anledningarna är en förhoppning att åtnjuta större prestige för företaget i och med bytet, vilket skulle kunna resultera i ökad försäljning och tillväxt för företaget.¹⁷ Andra anledningar kan vara att ägarna hoppas få ökad uppmärksamhet från analytiker och investerare som en följd av bytet. Genom att bli accepterad på en ny noteringsplats hoppas ägarna att det skall ge en signal om att de tror på en positiv

¹⁶ Baker K., Edelman R., 1992

¹⁷ Saunders A., Cornett M. M., 2004

utveckling av företaget i framtiden. En annan anledning som ofta tas upp men som inte stöds av all litteratur är att bytet kommer att medföra en ökad likviditet i handeln av aktien.¹⁸ Detta är förhoppningar som företaget har och som motiverar det till att byta lista, frågan är dock om dessa förhoppningar infrias eller ej.

Denna fråga tas upp i samband med de undersökningar kring förändringar av företags värde i samband med noteringsplatsbyten som gjorts av Dharan och Ikenberry¹⁹ samt Webb²⁰. Dessa har i sina artiklar undersökt hur priset på företags aktier utvecklas före och efter ett noteringsplatsbyte. Dessa undersökningar har genomförts på amerikanska börser, American Stock Exchange (AMEX), New York Stock Exchange (NYSE) samt National Association of Security Dealers Automated Quotation system (NASDAQ). Resultatet av båda dessa undersökningar har visat att mindre företag tenderar att byta lista strax före en nedgång. Detta fenomen valde forskarna att kalla för opportunisthypotesen, vilken gör gällande att mindre bolag byter noteringsplats vid en för dem gynnsam tidpunkt. För mindre företag kan kraven för att listas på en specifik lista vara ett stort hinder och de väljer således att ansöka om att byta noteringsplats medan de fortfarande har möjligheten, mer specifikt strax före ett förväntat fall i företagets värde. Då detta inträffar i mindre företag där ägandet i många fall är mer koncentrerat kan man anta att det förekommer asymmetrisk information, alltså att vissa aktörer har tillgång till mer information än andra. I detta fall har således ett fåtal storägare större insyn i företaget och kan möjligtvis ana en övervärdering och ser därför till att ansöka om listbyte innan fallet inträffar. Större företag där kraven för notering spelar mindre roll uppvisar, enligt opportunisthypotesen, ingen försämrad utveckling till följd av bytet. Detta beror på att det finns en större insyn i större företag, vilket leder till att problem med asymmetrisk information elimineras.²¹

Oavsett varför ett företag väljer att byta noteringsplats så försvaras bytet av att aktieägare kommer gynnas av detsamma på ett eller annat sätt. Tvärtemot vad företaget vill förmedla till aktieägarna, att bytet kommer att medföra en ökning av

¹⁸ Dharan B., Ikenberry D., 1995

¹⁹ *ibid.*

²⁰ Webb G., 1999

²¹ Dharan B., Ikenberry D., 1995

aktievärdet, så kommer det enligt Dharan och Ikenberry i många fall istället innebära en försämring av detsamma. Detta är framförallt synligt i mindre företag med mindre andel institutionella investerare.²² På basis av detta härleder vi en andra hypotes, som bygger på att det i huvudsak är mindre företag som byter till listor med högre krav.

Hypotes 2: Asymmetrisk information gör att mindre företag förlorar i värde vid ett listbyte.

Vår tredje hypotes bygger på idén att större, mognare företag är mindre utsatta för asymmetrisk information, och därmed inte får någon värddeförändring vid bytet.

Hypotes 3: Större företags värde är oförändrat i samband med ett listbyte.

²² Dharan B., Ikenberry D., 1995

3. Metodik

I detta kapitel beskrivs och motiveras de metodval som uppsatsförfattarna gjort, i syfte att läsaren skall kunna bilda sig en preliminär uppfattning om studiens reliabilitet och validitet. Datamaterialet beskrivs också ingående, särskilt anledningar till att bytestillfällena uteslutits ur studien.

3.1 Forskningsansats

Vi har valt att använda oss av en deduktiv forskningsansats, eftersom det finns teori som kan förutsäga vilket resultatet av studien borde bli. Ett deduktivt arbetssätt kännetecknas av att man ur befintliga teorier drar slutsatser som därefter formuleras till hypoteser. Dessa hypoteser prövas sedan empiriskt i det aktuella fallet. Genom att arbeta enligt detta arbetssätt kan objektiviteten höjas då utgångspunkten tas från redan befintlig teori, det är dock centralt att inte låsa sig vid den befintliga teorin eftersom det skulle kunna leda till att man förbiser nya förklaringsmodeller. Uppsatsen bygger på en kvantitativ studie, med målsättning att uppnå så god objektivitet som möjligt.²³

3.2 Beskrivning av materialet

Studien ämnar vara en så komplett undersökning som möjligt av värdeeffekten av listbyten på den svenska aktiemarknaden. Antalet listbyten är förhållandevis begränsat, och det är därför möjligt att använda ett totalt urval under den studerade tidsperioden. I syfte att se även långsiktiga effekter studeras en tidsperiod på ett år före och ett år efter varje individuellt byte, den närmre tidsgränsen blir därmed byten till och med december 2004 och med en period på 10 år, från januari 1995, blir populationen cirka 120 byten av noteringsplats.

²³ Patel R., Davidson B., 2003

3.3 Datainsamling

Källan till vilka företag som bytt lista är Delphi Economics/ Öhmans Börsguide²⁴, som bland annat sammanställer börshändelser, däribland vilka företag som noteras på de olika listorna, och då det inte rör sig om nyetableringar står också vilken lista företaget tidigare varit noterat på. Genom att gå igenom de senaste tio årens börsguider får man således en sekundär källa på vilka bytena är. Dock saknas information om Aktietorget i Börsguiden, där tog vi istället personlig kontakt för att få information om de byten som var aktuella där.

SixTrust-databasen²⁵ har använts till insamling av daglig kursinformation, därmed krävs en ticker för varje företag och denna skall dels motsvara det dominerande aktieslaget i företaget och ge komplett information för perioden kring listbytet. Majoriteten av de tickers som använts för denna studie har vi fått från vår handledare Mattias Hamberg, och resterande har vi funnit i senare års Börsguide (information om tickers saknas i de äldre börsguiderna), och företags hemsidor. Vi har använt det mest handlade aktieslaget för varje företag. Flera problem finns med användningen av databasen, dels kan det vara svårt att hitta tickern för vissa företag, dels kan kursinformation för den aktuella perioden vara ofullständig eller helt saknas. Dessutom justerar SixTrust bakåt för alla splittar och emissioner som företaget gjort, och likadeles justeras företag för sammangåenden. Detta kan leda till att kursinformationen i SixTrust inte speglar det företag som bytt lista. Ur SixTrust har också dagliga noteringar för Affärsvärldens generalindex (AFGX) hämtats.

Ur materialet har också eliminerats de företag som bytt fram och tillbaka mellan samma listor inom ett års tid, vilket gäller cirka tjugotalet byten under 1997, då ett antal stora företag med stor andel privata ägare bytte från A- till O-listan på grund av nya beskattningsregler. Dessa regler ändrades dock relativt snabbt, och majoriteten av dessa bolag bytte då tillbaka till A-listan. För en komplett lista över noteringsplatsbyten under den aktuella perioden, med information om vilka som exkluderats och varför, se appendix.

²⁴ Börsguide 1994-2004, Delphi Economics/ Öhman

²⁵ SixTrust-databasen innehåller både redovisningsinformation och kursinformation på alla i Sverige noterade företag sedan 1979.

3.4 Användande av materialet

3.4.1 Beräkningar

Metoden som använts i studien för att skapa jämförbarhet mellan bytestillfällen är vanlig vid den här typen av studier, och är en så kallad Event Study²⁶. Datorprogrammet som använts är Microsoft Excel. Notera att i följande text används konsekvent AFGX då Affärsvärldens generalindex åsyftas, och index syftar på det arbiträra index som varje aktie får. För varje bytestillfälle noteras vilken dag listbytet skedde, och aktiekursen och värdet på AFGX för varje handelsdag från ett år före till ett år efter bytet används. Man indexerar aktiekursen med index 1 på bytesdagen, och detsamma görs för AFGX, därefter divideras aktiekursens index med indexet för AFGX. Alla tomma celler i materialet rensas bort, dessa uppkommer om inga avslut sker en viss dag. En handelsdag utan kursinformation ersätts med föregående dags index. När värden saknas i början eller slutet av perioden har det första eller sista noterade värdet utvidgats till hela den saknade perioden, dock har företag som saknar allt för mycket kursinformation eliminerats.

Resultatet är för varje bytestillfälle en talserie på 500 tal (det är 250 handelsdagar på ett år), med index 1 på bytesdagen (dag 251), rensad för både nominellt aktievärde och generella marknadsrörelser under perioden.

3.4.2 Val av jämförande index

Användandet av AFGX i syfte att rensa bort generella marknadsrörelser bygger på att detta index är ett vägt index för samtliga aktier på Stockholmsbörsen²⁷ och visar därför på ett neutralt sätt hur marknaden utvecklats. Det vore tänkbart att vid en noggrannare studie använda branschindex eller index för exempelvis den lista som företaget lämnar, vilket skulle eliminera ytterligare makrofaktorer, men uppsatsförfattarna har i syfte att uppnå så god objektivitet som möjligt valt att endast använda AFGX.

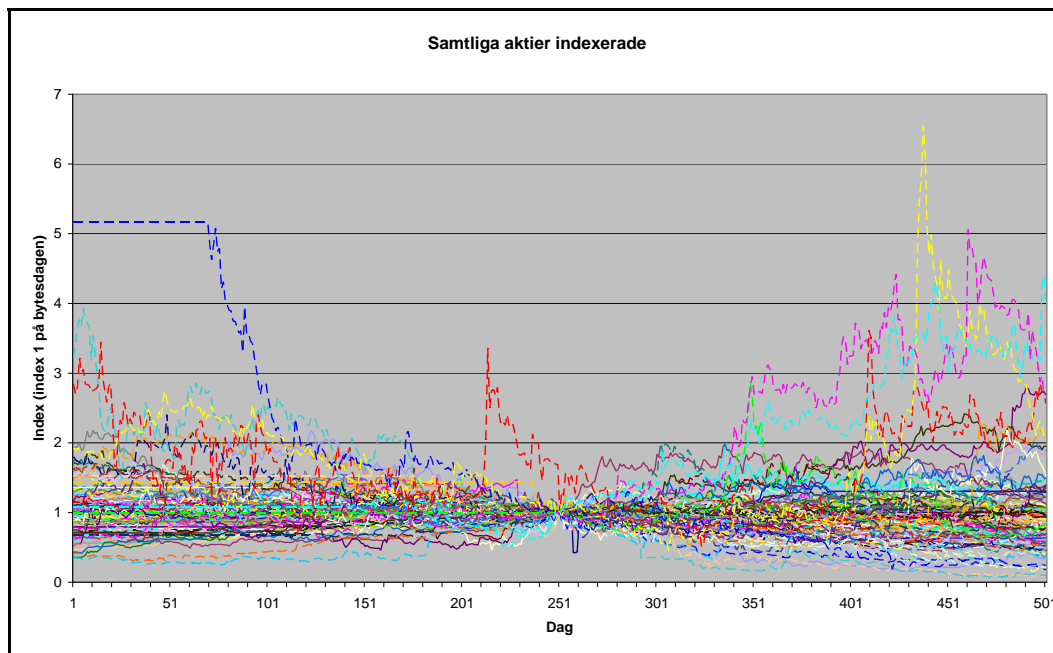
²⁶ McWilliams A, Siegel D, 1997

²⁷ För mer information om AFGX se <http://bors.affarsvarlden.se/afgx/aboutafgx.aspx?settings=afv>

3.4.3 Hantering av outliers

Då man presenterar samtliga 92 aktier i materialet syns ett tydligt problem med extrema outliers.

Diagram 1 - Samtliga aktier indexerade



Tabell 1 – Samtliga aktier

		Medelvärde	Std avv	median	Max	Min
-12	1	1,111449	0,62002	1	5,164326	0,350619
-9	63	1,125253	0,575175	1	5,164326	0,274233
-6	126	1,069241	0,298285	1,014795	2,268171	0,338721
-3	188	1,041192	0,193806	1,001977	1,751647	0,567683
0	251	1	0	1	1	1
3	313	0,95794	0,257805	0,943849	1,839378	0,328261
6	376	0,96373	0,39484	0,927524	2,870193	0,227607
9	438	1,067055	0,786949	0,930402	6,55688	0,155635
12	501	0,993019	0,617196	0,889207	3,97186	0,087049

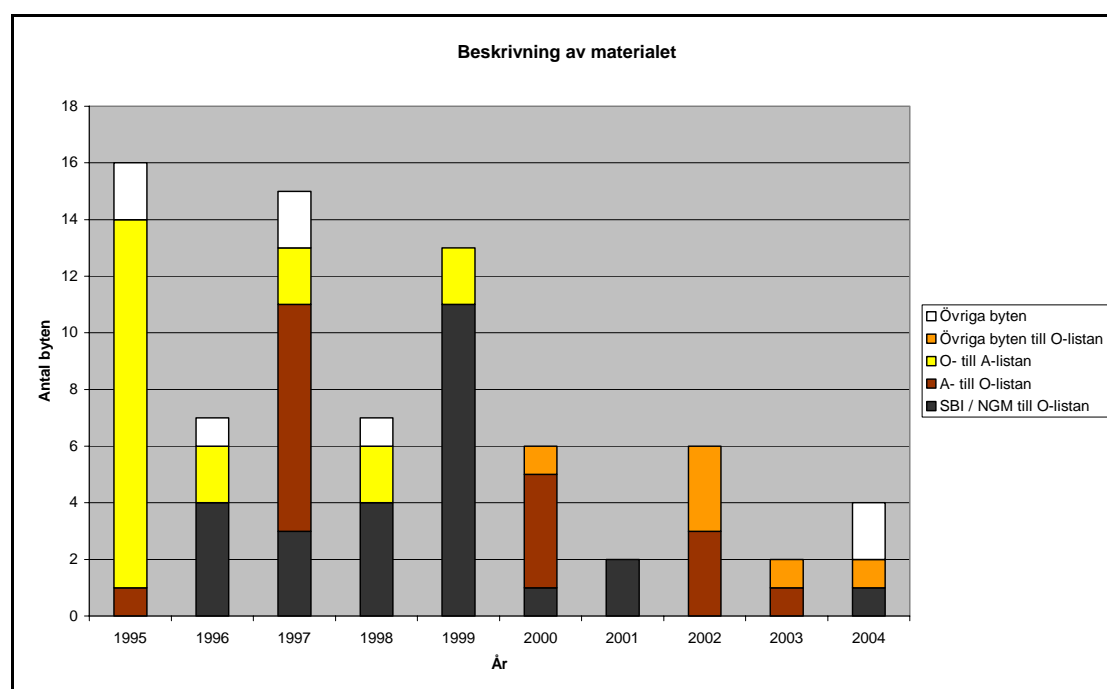
13 bytestillfällen ställer till problem då dessa företag under en del av perioden haft en extraordinär utveckling som inte är relaterad till bytet av noteringsplats. Vi har valt att exkludera de som haft en utveckling som innebär en kursminskning med minst 75 % eller en kurs som mer än fyrdubblats någon gång under den undersökta tidsperioden. Då utvecklingen varit så stor kan man se att den beror på extraordinära händelser som berör det individuella företaget, och därför är det motiverat att inte inkludera det i undersökningen.

4 Resultat

Detta avsnitt beskriver alla resultat som framkommit ur studien, huvudsakligen i form av diagram med förklaringar samt beskrivning av hur dessa tagits fram.

4.1 Deskriptiv statistik

Diagram 2 – Antal byten och typ per år



Knappt 40 % av det totala antalet noteringsplatsbyten är byten från *SBI/ NGM till O-listan*. Bytena till och från A- och O-listan är relativt jämnt fördelade med ungefär en fjärdedel vardera. *Övriga byten till O-listan* består av byten från Nya Marknaden, Aktietorget samt OTC-listan, dessa konstituerar i sin tur 10 % av urvalet. Den sista tiondelen utgörs slutligen av övriga byten mellan de olika noteringsplatserna. Vi konstaterar att det finns en kraftig övervikt av vissa typer av byten.

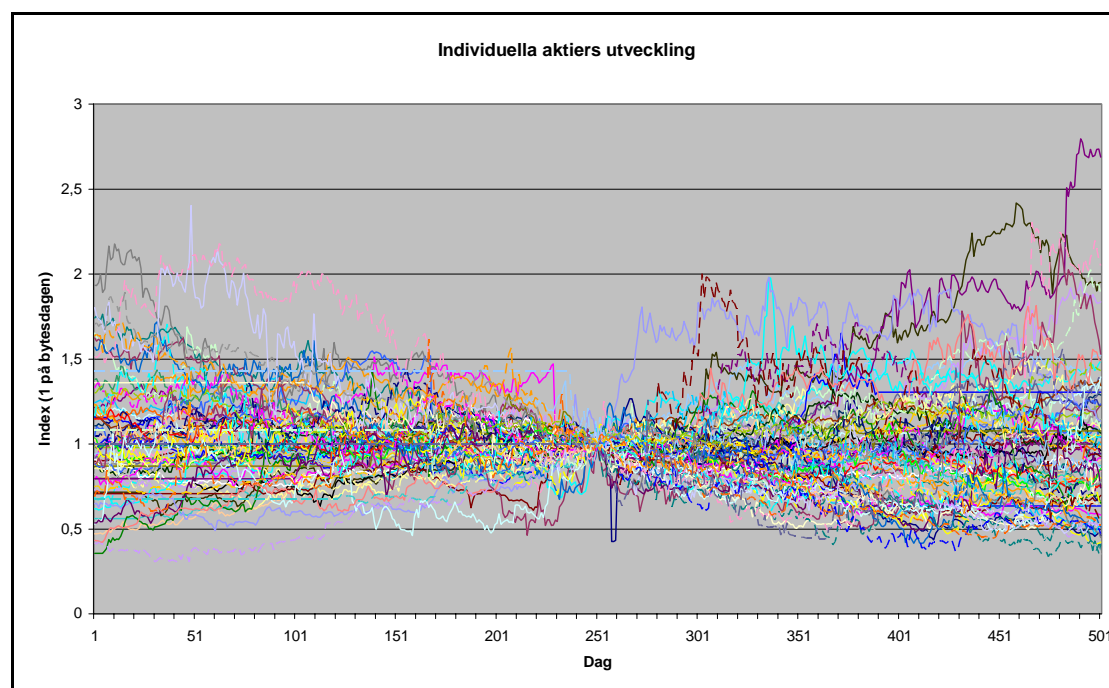
Diagram 2 visar hur dessa byten är fördelade i tiden, och man konstaterar att det återigen finns en kraftig obalans. Majoriteten av studiens byten skedde mellan 1995 och 1999, medan antalet byten varit blygsamt under 2000-talet. Därutöver är det en

kategori av byten i taget som görs, det sker 13 byten från O- till A-listan 1995, därefter sker två byten per år 1996 till 1999, och sedan har inget byte skett. Liknande toppar finns för SBI/ NGM till O-listan 1999.

Den kraftiga variationen av noteringsplatsbyten medför att undersökningens resultat skulle kunna vara något komprometterat på grund av att vissa makrofaktorer från speciella perioder därmed kan få genomslag i undersökningen. I syfte att få en blick av hur stor denna effekt är återfinns en känslighetsanalys i avsnitt 5.1.

4.2 Aktiernas utveckling

Diagram 2 - Individuella aktiers utveckling



I syfte att illustrera hur det totala materialet ser ut visar denna diagram 2 samtliga 79 indexerade aktiers utveckling inritade i ett diagram. Notera att bytesdagen är dag 251, och vi ser som tidigare nämnts den dagliga kursutvecklingen under ett år före och ett år efter bytet av noteringsplats, detta gäller också för de diagram av samma typ som följer i kapitlet. Syftet med diagrammet är att visa den stora spridningen i utveckling mellan olika bolag. I tabell 2 belyses detta ytterligare genom standardavvikelsen och

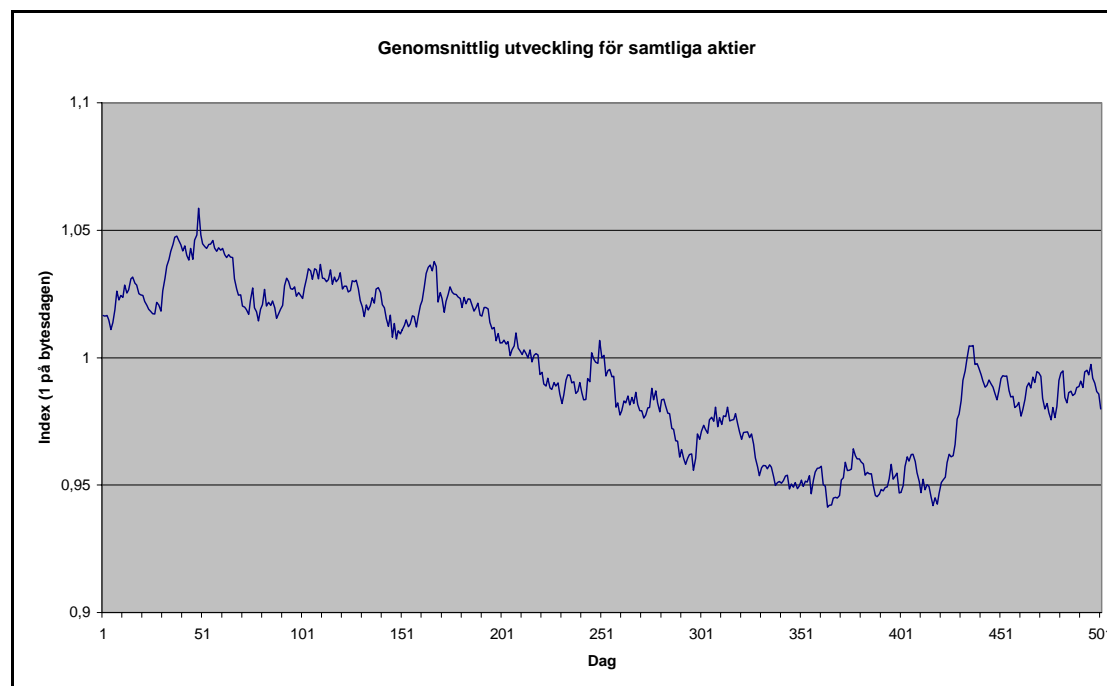
de extremaste ingående kursvärdena. Här ser vi också den genomsnittliga utvecklingen.

4.3 Genomsnittlig utveckling för samtliga aktier

Tabell 2 – Alla aktier utan outliers

Månader	Antal	Medelvärde	Std avv	median	Max	Min
-12	79	1,016551	0,333251	1	1,933392	0,355406
-9	79	1,039332	0,299411	1	2,178414	0,358457
-6	79	1,030179	0,21329	1,007855	1,876324	0,55939
-3	79	1,019744	0,160151	1,003953	1,431748	0,567683
0	79	1	0	1	1	1
3	79	0,977238	0,222097	0,959263	1,89064	0,661015
6	79	0,956234	0,281965	0,92826	1,834312	0,486515
9	79	0,997421	0,351266	0,938242	2,103645	0,458939
12	79	0,979897	0,428711	0,92608	2,68814	0,352204

Diagram 3 – Genomsnittlig utveckling för samtliga aktier



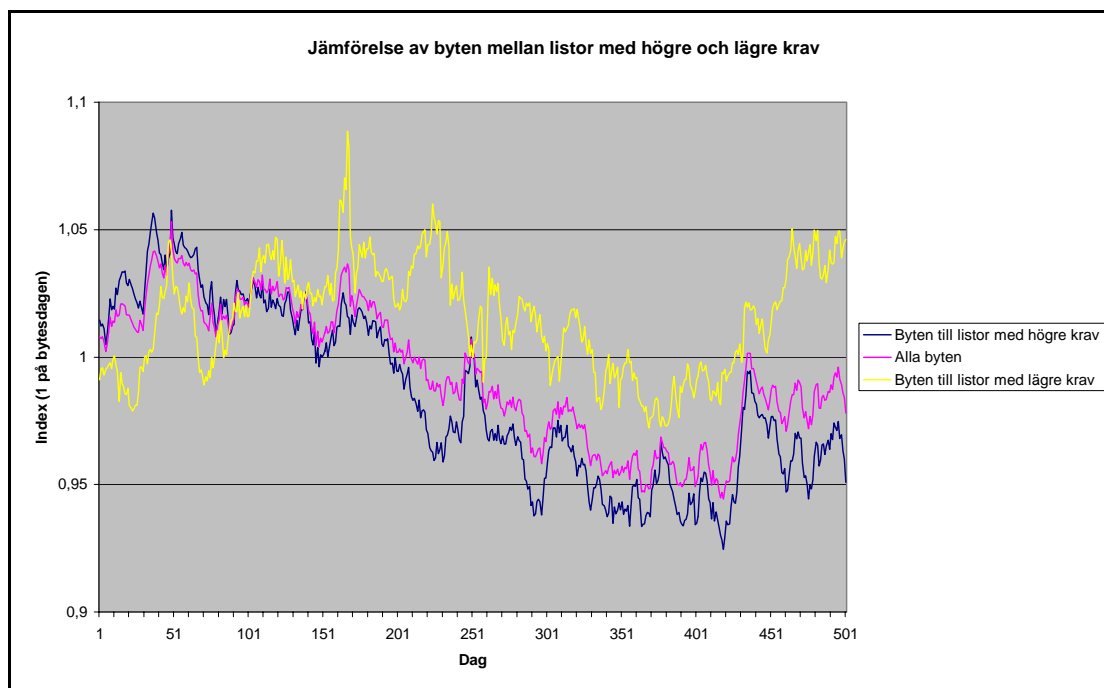
Ur datamaterialet kan utläsas en sjunkande trend från cirka 80 dagar före bytet till 100 dagar efter bytet. I genomsnitt sjunker en akties värde med 2,5 procentenheter före bytet, och med ytterligare knappt 5 procentenheter efter bytet. Medianvärdet är

konsekvent lägre än medelvärdet, vilket betyder att enskilda företag har haft större genomslag uppåt än nedåt.

4.4 Jämförelse av byten mellan listor med högre och lägre krav

Nästa steg är att separera de listbyten som är från listor med högre krav till listor med lägre krav (byten från A- till O-listan eller OTC-listan, O- till OTC-listan eller Nya Marknaden) från byten från listor med lägre krav till listor med högre krav (O- till A-listan, SBI/ NGM, OTC, Nya Marknaden eller Aktietorget till O-listan). Byten mellan NGM, OTC, Aktietorget och Nya Marknaden har ansetts som neutrala, dock ingår endast två sådana byten i studien och de har därför inte representerats med en kurva.

Diagram 4 – Jämförelse av byten mellan listor med högre och lägre krav



Tabell 3 – Jämförelse av byten mellan listor med högre och lägre krav.

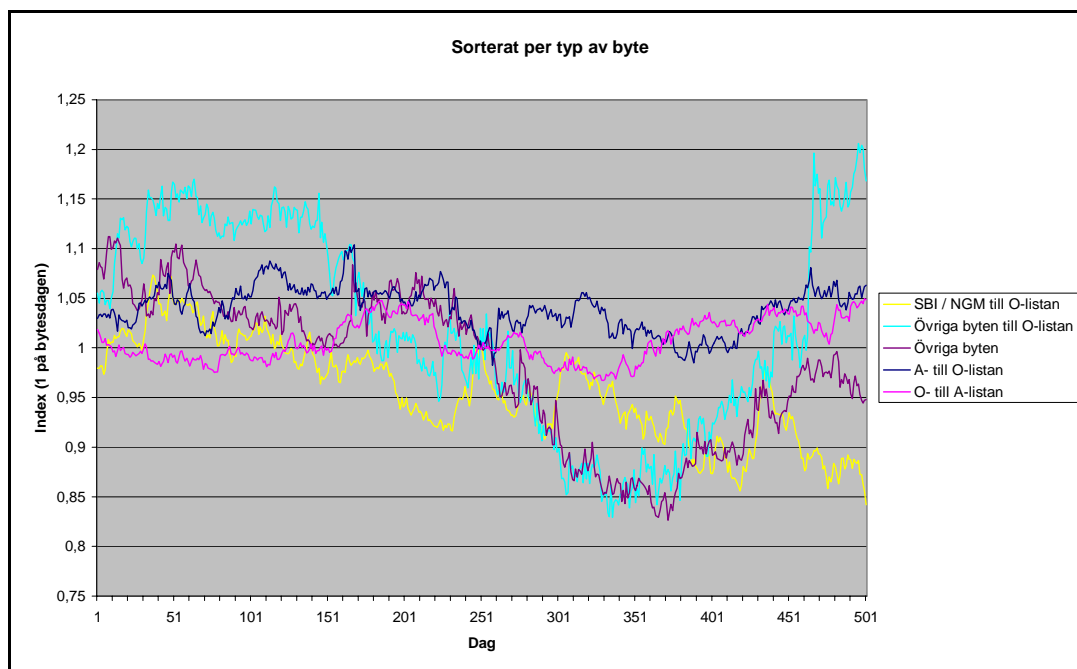
Antal	Alla byten exkl. neutrala byten		Byten till listor med högre krav		Byten till listor med lägre krav	
	77		55		22	
Månader	Medel	stdavv	Medel	stdavv	Medel	stdavv
-12	1,007834	0,328137	1,014548	0,334733	0,991048	0,318034
-9	1,033596	0,298174	1,039284	0,317944	1,019375	0,248038
-6	1,02722	0,213992	1,022362	0,223868	1,039364	0,19141
-3	1,01655	0,159307	1,010005	0,164176	1,032911	0,148813
0	1	0	1	0	1	0
3	0,980737	0,222443	0,96857	0,247816	1,00995	0,148284
6	0,960502	0,283097	0,954671	0,309191	1,018566	0,28186
9	0,995335	0,354755	0,986042	0,381995	0,977172	0,210777
12	0,978034	0,431929	0,950825	0,466001	1,046057	0,331648

Då det finns en kraftig övervikt av byten till listor med högre krav är det inte överraskande att kurvan för alla byten i huvudsak följer denna kategoris kurva. Trenden för alla kategorierna är sjunkande under perioden 80 dagar före till 100 dagar efter bytet, men företag som byter till listor med lägre krav har också en sjunkande utveckling under samma period på 180 dagar, men de har i genomsnitt över hela tvåårsperioden en något positiv trend gentemot index.

4.5 Jämförelse av byten sorterat efter typ av listbyte

I diagram 5 och tabell 4 nedan illustreras hur noteringsplatsbytena är fördelade mellan de olika listorna. I tabell 4 har endast de mest intressanta kategorierna inkluderats.

Diagram 5 – Sorterat per typ av byte



Tabell 4 – Sorterat per typ av byte

	SBI/ NGM till O		Övriga byten till O		Övriga byten	
	Medel	stdavv	Medel	stdavv	Medel	stdavv
-12	0,979498	0,376367	1,055145	0,399967	1,079047	0,416455
-9	1,035223	0,301957	1,166429	0,604782	1,068696	0,316732
-6	0,996052	0,187451	1,138244	0,470769	1,044036	0,210792
-3	0,982857	0,170235	1,002682	0,28167	1,045907	0,159517
0		1		1		1
3	0,986562	0,317107	0,865012	0,183742	0,869605	0,136199
6	0,935488	0,375903	0,873089	0,28051	0,847692	0,168011
9	0,968478	0,44242	0,960437	0,33967	0,930229	0,289338
12	0,841898	0,496689	1,168252	0,647953	0,947893	0,350357

Det illustreras tydligt i diagrammet hur bytena från de mindre noteringsplatserna uppvisar högre volatilitet än byten mellan Stockholmsbörsens noteringsplatser. Detta då bolagen som kommer från de mindre noteringsplatserna oftast är tillväxtbolag, dessa är oftast inte lika stora som företagen på Stockholmsbörsens listor och de blir därför i många fall känsligare för ny information; en nyhet kan få ett oproportionerligt stort genomslag på ett företags aktie. Företags byten från dessa noteringsplatser ser även ut att uppvisa en allmänt negativ trend efter noteringsplatsbytet, vilket illustreras bäst i fallen med *SBI/ NGM till O-listan* samt *övriga byten*. Innan bytet ligger de mycket stabilt runt 1 för att efter bytet dyka kraftigt, *övriga byten* återhämtar sig mot slutet av tidsperioden medan *SBI/ NGM till O-listan* fortsätter falla för att vid tidsperiodens slut ha fallit drygt 15 procentenheter jämfört med vid tiden för bytet.

5. Analys

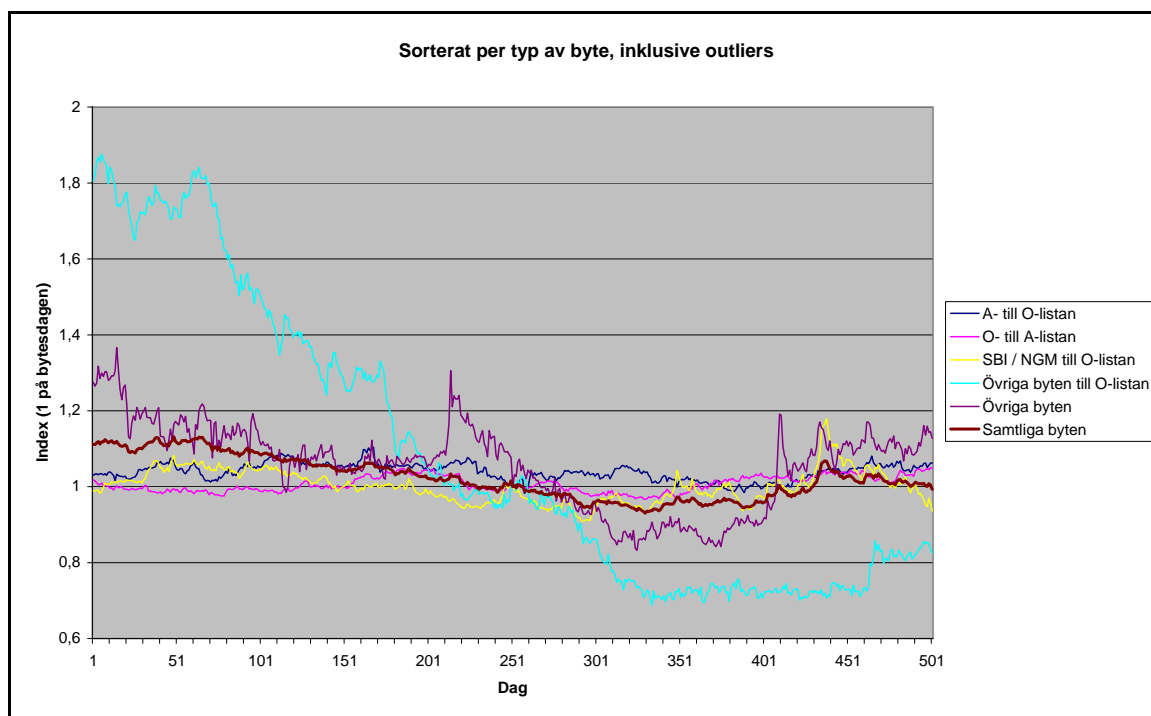
I detta kapitel analyseras de resultat som arbetats fram i föregående kapitel. Dessa resultat sätts därefter i relation till vad som beskrivits i teorikapitlet.

5.1 Känslighetsanalys

5.1.1 Datamaterialet inklusive outliers

För att belysa hur enskilda bolag kan slå igenom i datamaterialet väljer vi att i diagram 6 även inkludera de tidigare exkluderade företagen för att illustrera hur stort genomslag ett fåtal aktier kan få på hela datamaterialet.

Diagram 6 – Sorterat per typ av byte, inklusive outliers



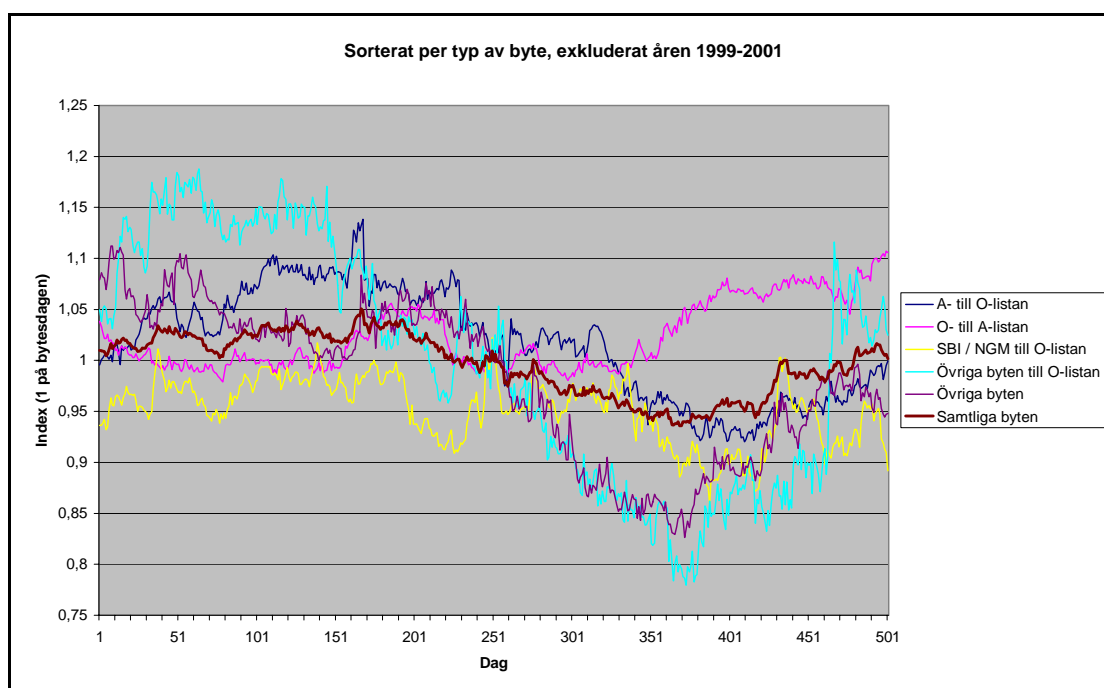
Observera de stora fluktuationer som sker under *övriga byten* runt dag 215 samt 410, dessa svängningar kan direkt härledas till inkluderingen av Array Printers AB.

Detsamma gäller för *Övriga byten till O-listan* där vi i diagram 6 kan se en än mer negativ utveckling än i diagram 5.

5.1.2 Effekter av utvecklingen kring år 2000

För att komma underfund med varför *övriga byten till O-listan* uppvisar så stora fluktuationer spekulerar vi om det kan ha något med IT-kraschen år 2000 att göra. Det var många företag på dessa mindre listor samt på O-listan som under denna tid blev haussade för att därefter minska drastiskt i värde. Något som exempelvis Framfab fick uppleva då de på blott 18 månader förlorade 99,7% av sitt värde²⁸, så för att undersöka om det i datamaterialet ingår en del företag i vår undersökning som antingen blivit drabbade av IT-kraschen eller av den extraordinära tillväxten åren innan, exkluderas åren 1999-2001 för att på så vis få ett "IT-krasch" rensat diagram.

Diagram 7 – Sorterat per typ av byte, exkluderat åren 1999-2001



För *övriga byten till O-listan* kan ingen större skillnad anses förrän i slutet av perioden då återhämtningen inte blir lika stark som i fallet då åren 1999-2001 är inkluderade.

²⁸ Ericsson E, Ericsson S, *All Time Freud – Börsens psykologi*, Moderna Tider, 2001-10-02

Det är istället på byten mellan *SBI/ NGM till O-listan* och *O- till A-listan* skillnader äger rum. I det förstnämnda fallet begränsas raset betänkligt för att vid periodens slut endast ha gått ner 10 procentenheter mer än index jämfört med vid tiden för bytet (drygt 15 procentenheter när åren 1999-2001 är inkluderade). Medan tillväxtökningen för byten från *O- till A-listan* ökar än mer för att i slutet av perioden ha presterat 10 procentenheter bättre än vid tiden för bytet. På samma sätt kan vi se att byten från *A- till O-listan* presterar något sämre då åren 1999-2001 är exkluderade. Då dessa förändringar är så pass små så konstaterar vi att de exceptionella marknadsrörelserna kring år 2000, som en del aktier upplevde, inte haft någon störande inverkan på vårt datamaterial.

5.2 Analys av datamaterialet som helhet

Efter att ha summerat alla aktier till ett index där samtliga aktier har lika vikt uppträder en mycket mer överskådlig bild av hur aktier reagerar på ett byte, detta illustreras i diagram 3. Den genomsnittliga utvecklingen för aktierna i vårt urval uppvisar här en nedåtgående trend. Denna trend framträder inom ett intervall från cirka 80 dagar före till cirka 100 dagar efter noteringsplatsbytet, dessförinnan och därefter är utvecklingen gentemot AFGX förhållandevis stabil. Under veckan för noteringsplatsbytet kan en uppgång på lite drygt en procent skönjas, huruvida denna uppgång beror på bytet eller på grund av slumpen är svårt att avgöra. Detta skulle kunna bero på den ökande medieuppmärksamhet ett byte medför, och då framförallt för byten till listor med högre krav. Denna uppmärksamhet försvinner dock snart i mediebruset vilket medför att aktiekursen återgår till en förlängning av den tidigare negativa trenden.

Dharan och Ikenberrys opportunisthypotes hävdar att företag med lågt institutionellt ägande tar tillfället i akt och agerar, byter lista, medan de ännu har möjlighet, med andra ord när de står på topp. Hypotesen säger även att dessa företag underpresterar gentemot index efter bytet och att bolagets förhoppning om ytterligare tillväxt då kommer på skam. Då ett noteringsplatsbyte i regel utannonseras inom 50 handelsdagar innan själva bytet, något som därmed skulle stödja opportunisthypotesen som säger att ett noteringsplatsbyte medför en negativ

utveckling och att marknadsaktörerna då agerar på annonserandet av bytet och inte själva bytesdagen. Det förklarar dock inte den observerade nedgången mellan dag 170 och 200, denna tillbakagång skulle istället kunna förklaras av att företaget redan har nått sitt kortsiktiga värdemaximum men att beslutet om ansökan till ny noteringsplats redan tagits eller att de väljer att gå vidare med bytesprocessen trots nedgången. I vår undersökning presterar de aktier som byter noteringsplats i nivå med index för de första 170 observerade handelsdagarna. Omkring kursdag 350, 100 handelsdagar efter bytet, stannar kursnedgången upp för att därefter ligga på en stabil nivå innan de i slutet av den observerade tidsperioden återhämtas något gentemot index.

Enligt den effektiva marknadshypotesen så borde någon förändring i värde före och efter noteringsplatsbytet inte föreligga. Utvecklingen för de aktier som genomför ett byte borde således ligga stabilt runt 1 under hela tidsperioden. Den effektiva marknadshypotesen tillåter dock viss varians, priset kan variera runt sitt sanna värde så länge som dessa variationer är slumpmässiga.²⁹ Diagram 3 uppvisar dock en tydligt nedåtgående trend från tiden strax innan noteringsplatsbytet till ett hundratal handelsdagar efter bytet. Både före och efter denna period är utvecklingen stabil med endast slumpmässiga variationer vilket skulle kunna bekräfta den effektiva marknadshypotesen, men vid perioden runt vår händelse uppkommer som tidigare nämnts en negativ trend. Utifrån denna genomsnittliga kurva verkar marknaden inte vara effektiv vid noteringsplatsbyten då vi ser ett tydligt trendbrott kring bytet. Dock kommer vi att titta mer nyanserat på det underliggande material som skulle kunna förklara detta för att se om detta stämmer för samtliga typer av noteringsplatsbyten.

5.3 Listbyten mellan noteringsplatser med olika krav

I diagram 4 kan en viss skillnad konstateras när det gäller värdeutvecklingen mellan företag som byter till listor med högre krav och företag som byter till listor med lägre krav. Företag som byter till listor med högre krav får ofta en negativ utveckling, medan företag som byter till listor med lägre krav i genomsnitt får en neutral utveckling. En förklaring står att finna i en genomgång av vilka företag som ingår i respektive grupp.

²⁹ Damodaran A., 2002

Företag som byter till en lista med högre krav är ofta mindre tillväxtföretag som ofta har en stor volatilitet. Kurvan styrker opportunisthypotesens antagande om att bolaget arbetar för ett listbyte då företagets utveckling kommer att stagnera, genom att byta lista hoppas man ge företaget lite kurstillväxt genom publicitet, en mer likvid handel och andra faktorer som nämnts i teorikapitlet, medan man i realiteten har ett företag som befinner sig i en mognadsprocess och därmed växer mindre snabbt vilket leder till sämre utsikter för framtida tillväxt samt en vikande aktiekurs.

Byten till en lista med lägre krav är huvudsakligen byten inom Stockholmsbörsen, endast ett av dessa 22 byten är inte inom Stockholmsbörsen, och därmed är skillnaden mellan marknaden inte så stor. Jämfört med tillväxtföretagen på de små listorna är dessa företag generellt mogna, och mycket mindre volatila. De är också mer kända av marknadsaktörerna vilket gör att de har mindre tendens att bli lika påverkade av marknadsförväntningar. Den troligaste anledningen till att dessa företag byter lista är troligtvis att de är tvungna att göra det vid större förändringar, då A-listan ställer höga krav på företagets storlek och ägarstruktur. Exempelvis skulle en förändring av ägarstrukturen kunna medföra ett byte, men detta påverkar inte nödvändigtvis marknadsförväntningar på bolaget och därmed priset på aktien.

5.4 Analys av listbyten sorterat efter typ

Vidare undersöks hur utvecklingen sett ut för noteringsplatsbyten uppdelat efter typ under den undersökta tidsperioden, vilket illustreras i diagram 6. Här stöds vår tidigare uppfattning om att det främst är de små bolagen som står för de stora förändringarna. Det är bytena från *övriga byten till O-listan* och *SBI/ NGM till O-listan* som står för de stora förändringarna samt även i viss mån *övriga byten*. Från dag 170 och 150 dagar framåt observerar vi i *övriga byten till O-listan* en mycket negativ utveckling av de underliggande aktierna, det är här opportunisthypotesen belyses tydligast. Denna tidiga nedgång skulle kunna härledas till att investerare agerar på annonseringen av bytet och inte på bytesdagen, vilket tidigare diskuterats. Men även *SBI/ NGM till O-listan* och *övriga byten* uppvisar en kraftig negativ trend efter bytet, värt att notera här är att det är först vid dagen för bytet, eller ett fåtal dagar

innan, som den negativa trenden tar sin början. Noteringsplatsbytena mellan Stockholmsbörsens listor uppvisar en relativt jämn utveckling över tiden, vilket styrker den effektiva marknadshypotesen. Om något så kan en svagt positiv trend urskönjas.

6. Slutsatser

Här presenteras slutsatserna som dras av resultat och analys i studien, utifrån uppsatsens syfte och hypoteser. Vi för även en diskussion om studiens validitet och reliabilitet. Som avslutning presenteras idéer för fortsatta studier inom ämnet.

6.1 Validitet och reliabilitet

Begreppet validitet syftar till att avgöra om studien mäter det den syftar till att mäta, reliabilitet syftar till att avgöra om studiens resultat är pålitliga; skulle resultaten bli desamma i en ny studie? Validiteten i vårt fall är beroende av frågan och definitionen av de ingående begreppen, exempelvis finns fler sätt att värdera ett företag. Vi har konsekvent använt marknadsvärdet i form av företagets köpkurs, vilket är okomplicerat att inhämta värden för och som inte är ambivalent.³⁰

De viktigaste reliabilitetsaspekterna rör dels valet att använda AFGX som jämförandeindex för samtliga bolag, och dels att om byten skett i kluster kan marknadsrörelser få genomslag trots tidsrensningen och utspädningseffekten av en stor population. Motiveringen till dessa val berör dels att en användning av fler jämförelseindex skulle ha medfört fler arbiträra beslut i materialet samt att tidsomfattningen för studien skulle ha utvidgats betydligt. En annan reliabilitetsfaktor är att den totala populationen ingått i studien, och denna har inte varit jämnt utspridd över tidsperioden. Vi kan inte utesluta att detta haft en viss inverkan på resultatet, men de känslighetsanalyser som gjorts i form av exkludering av outliers, exkludering av fram och återbyten samt analysen av materialet med och utan klustret av byten kring år 2000, har visat att resultatet inte visar signifikanta förändringar av dessa skäl. Ytterligare ett potentiellt problem är att vi inte haft möjlighet att kontrollera tickers för samgåenden, vilket skulle kunna betyda att enstaka tickers kan innehålla inte bara företaget som bytt lista, utan också det bolag som det gått fusionerat med. Detta skulle

³⁰ Patel R., Davidson B., 2003

för företaget ifråga kunna eliminera den variation på grund av bytet som eventuellt uppkom.

6.2 Är marknaden olika effektiv för olika företag?

Vi konstaterar i vår studie att företag som byter lista i genomsnitt upplever en värdedepressering kring tiden för noteringsplatsbytet. Vi konstaterar även att denna värdedepressering har en tydlig tidsmässig förankring, som ligger i intervallet från 80 dagar före bytet till 100 dagar efter bytet. Detta motsvarar 9 månader vilket visar att på kort sikt är ett byte av noteringsplats negativt för värdet, och på lång sikt går bolaget från en konstant nivå till en i genomsnitt 7,5 procentenheter lägre nivå. I genomsnitt är ett byte därmed negativt för värdet på både kort och lång sikt, i den mån det kan konstateras utifrån tidsfönstret på 2 år i den föreliggande studien. Vår första hypotes var att ett noteringsplatsbyte inte medför någon förändring av företagets marknadsvärde, och denna måste därmed refuseras då vi funnit en genomgående värdepåverkan i samband med bytet.

Vi konstaterar vidare i vår analys att det finns signifikanta skillnader i hur olika företags värde utvecklas kring ett byte av noteringsplats. De skillnader som synes mellan företag som byter mellan listor med högre och lägre krav beror på att dessa företag generellt har olika storlek och struktur. Företag som byter till listor med högre krav är i allmänhet mindre bolag som har genomgått en tillväxtperiod. Dessa har en klar tendens att underpresteras gentemot index i samband med ett listbyte. Vår andra hypotes var att asymmetrisk information gör att mindre företag förlorar i värde vid ett noteringsplatsbyte, och då vi funnit att mindre bolag konsekvent förlorar i värde vid ett byte ratificeras denna hypotes. Företag som byter till en noteringsplats med lägre krav är i regel större bolag med mindre tillväxt och därmed en mognare struktur. De större företagen har i genomsnitt en obefintlig värdedepressering kopplad till bytet, vilket är i linje med vår tredje hypotes: Större företags värde är oförändrat i samband med ett listbyte.

I synnerhet de bolag som byter från listor utanför Stockholmsbörsen till O-listan visar en negativ värdetrend, dock varierar tidpunkten när värdet börjar falla. Övriga byten

till O-listan börjar förlora värde tidigast, redan omkring 80 dagar innan bytet sker. Andra byten till O-listan förlorar värde strax före tiden för bytet. Att finna en konsekvent värdeförändring redan 80 dagar före bytet innebär att för dessa företag börjar värdet försämras redan innan bytet normalt annonserats till marknaden, i den genomsnittliga kurvan ser man att värdet för företag som byter lista i genomsnitt börjar påverkas redan cirka 80 dagar innan bytet. Denna värdeförändring kan normalt inte knytas till bytet, ändå är den tydlig i resultatet, om än i synnerhet för vissa kategorier av noteringsplatsbyten. En rimlig förklaring till detta står att finna i Dharan och Ikenberrys opportunisthypotes, som hävdar att mindre bolag med lågt institutionellt ägande försöker få ett byte till stånd i synnerhet när de upplever att företagets prestationsförmåga kommer att sjunka. Detta beror på att företaget tror att bytet av lista kommer att ge en extra värdeinjektion då företaget exponeras mer och får tillgång till en likvidare noteringsplats. Dessa förhoppningar kommer dock på skam. Resultaten kan ha betydelsen att det inte är bytet som ger en värdeförändring, utan att bytena är ett resultat av ett konsekvent beteende som i sin tur är en följd av en förändring av marknadsvärdet. Detta betyder att bytet är en del i ett större skeende, och att det inte är bytet i sig som ger den nämnda värdeförändringen. Därmed försvarar opportunisthypotesen den effektiva marknadshypotesen, enligt vilken bytet inte borde ge någon värdeförändring, men här är det istället ett konsekvent beteende i en viss situation extern till bytet som ger värdeförändringen. Tendensen är dock inte alls samma för större företag, helt i enlighet med opportunisthypotesen, vilket även det är i enlighet med vår andra hypotes om asymmetrisk information.

6.3 Implikationer för den effektiva marknadshypotesens

Den effektiva marknadshypotesen stipulerar att all tillgänglig information reflekteras i aktiekursen. Studiens resultat är endera av två; antingen finns det ett negativt informationsvärde i ett byte av lista, alternativt är marknaden inte effektiv för vissa typer av företag, om marknaden reagerar på information som inte i sig har med företagets värde att göra. Denna kausalitetsfråga kan dock inte besvaras utifrån en kvantitativ undersökning. Utöver detta visar studien att marknaden normalt har negativa förväntningar på ett företag som byter lista, detta är paradoxalt då det faktum

att ett företag uppfyller högre krav (och byter lista) torde vara något som tyder på lägre risk och därmed borde motivera ett högre värde.

Studien visar således ett tvetydigt samband mellan byte av noteringsplats på den svenska aktiemarknaden och värde. Generellt sjunker värdet på bolagen, utfallet varierar kraftigt och marknaden tycks inte vara alltigenom effektiv.

6.4 Rekommendationer för vidare forskning

En första typ av studie som kan förtydliga och utveckla resultaten i vår uppsats vore att rensa bort ytterligare makrofaktorer genom att använda noggrannare index, genom att exempelvis gå ned på branschnivå. Man kan också förlänga tidsperspektivet för studien för att få större urval. Det första alternativet innebär att man minskar risken att kluster av byten med gemensamma makrofaktorer, som dock inte får genomslag i AFGX, inverkar menligt på studiens resultat. Att öka studiens urval får en liknande effekt, genom att minimera tidseffekten.

Ett annat alternativ vore att komplettera undersökningen med en kvalitativ sådan, där man intervjuar företagsledare om anledningen till listbytet och marknadssituationen vid tidpunkten för bytet och hur dessa inverkat på beslutet. Vilka var förväntningarna inför bytet? Vilken blev effekten, blev det en önskvärd effekt? Skulle de tagit samma beslut om de vetat effekterna i förväg?

Källförteckning

Litteraturöversikt

Baker K., Edelman R., *AMEX-to-NYSE transfers, market microstructure, and shareholder wealth*, Financial Management, Vol. 21 nr 4, 1992

Damodaran A., *Investment Valuation*, John Wiley & Sons, New York, 2002

Dharan B., Ikenberry D., *The Long-Run Negative Drift of Post-Listing Stock Returns*, The Journal of Finance, Vol. L nr 5, 1995

Ericsson E, Ericsson S, *All Time Freud – Börsens psykologi*, Moderna Tider, 2001-10-02

Fama E., Fischer L., Jensen M., Roll R, *The Adjustment of Stock Prices to New Information*, International Economic Review, Vol 10 nr 1, 1969

Fama E., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, The Journal of Finance, Blackwell Publishing Limited, 1970

Fama E., *Efficient Capital Markets: II*, The Journal of Finance, Vol. XLVI nr 5, 1991

Hamberg M., *Strategic Financial Decisions*, Liber, Malmö, 2004

McWilliams A., Siegel D., *Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues*, Academy of Management Journal 1997

Patel R., Davidson B, *Forskningsmetodikens grunder*, Studentlitteratur, Lund, 2003

Rosander D, *Dåligt drag på Attract 40*, Svenska Dagbladet Näringsliv, 2000-08-05

Saunders A., Cornett M. M., *Financial Markets and Institutions, A Modern Perspective*, McGraw-Hill/Irwin, New York, USA, 2004

Webb G, *Evidence of Managerial Timing: The Case of Exchange Listings*, The Journal of Financial Research, Vol XXII, nr 3, s247 – 263, 1999

Elektronisk databas

Sixtrust, www.six.se

Årliga publikationer

Börsguide, 1994 – 2004, Delphi Economics / Öhman, Stockholm

Årsredovisningar

NGM Holding AB, 2004

Internet

www.affarsvarlden.se

www.aktietorget.se

www.ngm.se

www.nyamarknaden.se

www.omxgroup.com

www.stockholmsborsen.se

Appendix: En förteckning över samtliga listbyten på den svenska marknaden mellan 1995 och 2004.

Datum	Bolag	Från	Till
1995-04-20	Atlantica	A	O
1995-05-02	AssiDomän	O	A
1995-05-03	Autoliv	O	A
1995-05-04	Stadshypotek	O	A
1995-05-05	Stancia	O	A
1995-05-06	TV-4	O	A
1995-05-22	Finnveden	O	A
1995-06-08	Getinge Industrier	O	A
1995-06-08	Kalmar Industrier	O	A
1995-06-26	Bure	O	A
1995-07-03	Consilium	O	A
1995-07-03	Scribona	O	A
1995-10-02	Assa Abloy	O	A
1995-10-02	Alte	O	A
1995-10-02	Wihlborg & Son	O	OTC
1995-11-22	Sparbanken	O	A
1995-12-04	Nea	A	OTC
1995-12-27	Meda	O	OTC
1995-12-28	PriFast	O	A
1996-03-13	Gunnebo	O	A
1996-04-03	Föreningssparbanken	O	A
1996-09-16	BT-Industries	O	A
1996-10-08	Pricer	SBI	O
1996-10-16	Eldon	A	OTC
1996-10-17	M2	OTC	A
1996-11-14	Medivir	SBI	O
1996-11-19	Oxigene	SBI	O
1996-12-03	Biacore	SBI	O
1996-12-05	Wihlborg	OTC	A
1997-02-20	Norrporten	O	A
1997-02-24	Svolder	O	OTC
1997-03-25	Gotic	SBI	O
1997-04-16	Borås Wäfveri	SBI	OTC
1997-05-09	Swedish Match	O	A
1997-05-21	Modul1	SBI	O
1997-05-29	Latour	A	O
1997-06-06	Lundbergs	A	O
1997-06-09	H&M	A	O
1997-06-13	Marieberg	A	O
1997-06-18	Custos	A	O
1997-06-25	Öresund	A	O
1997-07-02	OM Gruppen	A	O

Färgkoder:

Röd: ofullständig ticker

Rosa: sammanslagen ticker

Orange: Byte fram och tillbaka mellan samma listor inom ett år

Blå: ticker saknas

Grön: eliminerad outlier

Aktietorget är förkortat AT

Nya Marknaden är förkortat NM

1997-07-02	Ratos	A	O
1997-07-21	Assa Abloy	A	O
1997-07-23	Securitas	A	O
1997-08-15	Bergman & Beving	A	O
1997-08-22	Lindab	A	O
1997-09-04	Perstorp	A	O
1997-09-05	WM-Data	A	O
1997-09-05	Allgon	A	O
1997-09-09	Jacobsson & Widmark	A	O
1997-09-10	Atle	A	O
1997-09-12	Argonaut	A	O
1997-09-12	Nordström & Thulin	A	O
1997-09-22	Invik	SBI	O
1997-10-08	Gylling Optima Batteries	SBI	O
1997-11-26	Columna Fastigheter	SBI	O
1997-12-11	Bylock & Nordsjöfrakt	A	O
1998-02-10	Custos AB	O	A
1998-02-11	Lindab AB	O	A
1998-02-16	Securitas	O	A
1998-02-16	Assa Abloy	O	A
1998-02-19	Investmentab. Öresund AB	O	A
1998-02-27	Allgon AB	O	A
1998-03-04	WM-Data	O	A
1998-03-06	Diligentia AB	O	A
1998-03-11	Bergman & Beving	O	A
1998-03-25	OM Gruppen	O	A
1998-03-25	Biophausia	SBI	O
1998-04-14	Vostok Nafta Inv. Ltd	SBI	O
1998-04-16	Näckebro	O	A
1998-04-21	TurnIT	SBI	O
1998-04-29	N & T Argonaut	O	A
1998-05-07	Hoist International AB	SBI	O
1998-11-18	Icon Medialab	SBI	O
1998-11-27	Atle	O	A
1998-12-07	Gotland, Rederiab	OTC	A
1998-12-14	Trio AB	SBI	O
1998-12-21	Johnson Pump International	SBI	O
1998-12-22	Technology Nexus AB	SBI	O
1999-03-01	CTT Systems AB	SBI	O
1999-03-11	Know IT	SBI	O
1999-04-12	Linné Group AB	SBI	O
1999-04-13	Perstorp	O	A
1999-04-30	Independent Media Group Swe.	SBI	O
1999-05-03	Modern Times Group MTG AB	SBI	O
1999-05-04	Artema Medical AB	SBI	O
1999-06-03	Scandinavian Mining AB	SBI	O
1999-06-15	Arete AB	SBI	O
1999-06-16	All Cards Service Center -ACSC	SBI	O

1999-06-30	Ticket Travel Group AB	O	A
1999-07-01	Project IT Group AB	SBI	O
1999-07-02	Duroc AB	SBI	O
1999-07-02	Pronyx AB	SBI	O
1999-07-02	Gränges AB	O	A
1999-09-02	Société Européenne de C.S.A	SBI	O
1999-09-08	Array Printers AB	SBI	O
1999-12-06	Switchcore AB	SBI	O
1999-12-07	MultiQ International AB	SBI	O
2000-02-25	AB Geveko	A	O
2000-04-19	Fingerprint Cards	NGM	O
2000-06-08	Vision Park Entertainment AB	NGM	O
2000-06-22	Cherryföretagen	NGM	O
2000-09-01	Mogul.com	NM	O
2000-10-02	Friluftsbolaget Ekelund & Sagner	NM	O
2000-10-03	Precise Biometrics AB	NGM	O
2000-10-09	Trustor	O	AT
2000-10-31	Midway Holding	A	O
2000-11-07	Custos AB	A	O
2000-12-06	Dial NXT Group	NM	O
2000-12-15	Öresund	A	O
2001-02-08	Metro International	NGM	O
2001-06-06	Aspiro AB	NM	O
2001-06-28	Academedial AB	NGM	O
2001-11-19	Diffchamb AB	NGM	O
2001-12-14	Wihlborgs Fastigheter	A	O
2002-06-25	HQ Fonder AB	NM	O
2002-06-27	Sign On	NM	O
2002-11-05	Active Capital	NM	O
2002-11-18	NCC	A	O
2002-11-25	Salusansvar	A	O
2002-11-29	Axfood	A	O
2003-01-24	Array	O	NM
2003-04-17	Consilium	A	O
2003-08-13	Human Care	AT	O
2003-10-29	Bilia	A	O
2004-03-12	Labs2Group	O	NM
2004-03-26	SkyCom	NGM	AT
2004-05-25	Netonnet	NM	O
2004-12-02	Probi	NGM	O
2004-12-01	Ainax	NM	O
2004-12-03	Lundin Mining Corp.	NM	O
2004-12-03	Lundin Mining Corp.	NM	O