

Den svenska aktiemarknadens likviditet: En internationell jämförelse

Björn Hagströmer

En likvid aktiemarknad ger låga kapitalkostnader för företag, effektiv prissättning på börsen och därmed en effektiv kapitalallokering samt låga förvaltningskostnader för sparare. Den här rapporten kartlägger hur likviditeten på den svenska aktiemarknaden har utvecklats 2010–2024 och sätter resultaten i relation till USA och övriga Europa.

Björn Hagströmer är professor i finansiell ekonomi vid Stockholms universitet och rådgivare på forskningsenheten på Sveriges Riksbank.

Rapporten är baserad på en större studie om Europas aktiemarknaders likviditet. Den studien, *The European Liquidity Gap*, är skriven av Jonathan Brogaard (University of Utah), Björn Hagströmer (Stockholms universitet) och Abalfazl Zareei (ESCP Madrid). Författaren är tacksam för kommentarer från Harry Flam, Louise Lorentzon, Sten Nyberg och Per Strömberg samt för forskningsfinansiering från Handelsbankens forskningsstiftelser (anslag P21-0140 och P24-0107).

De synpunkter som framförs i rapporten representerar författarens egna uppfattningar och kan inte tas som uttryck för Riksbankens syn i berörda frågor.

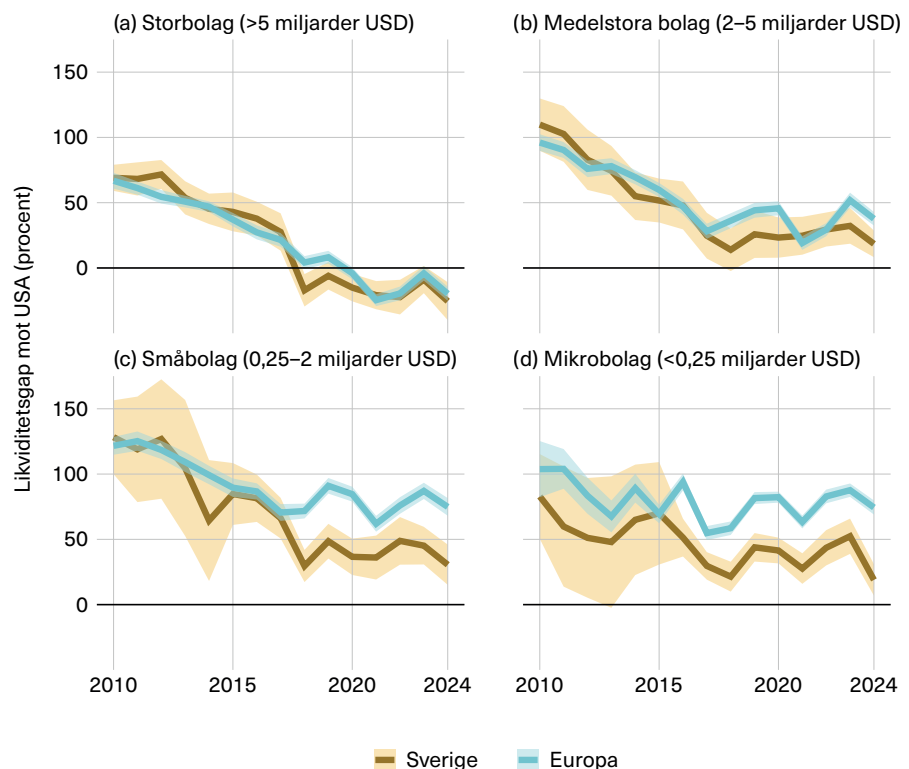
Sammanfattning

En likvid aktiemarknad ger låga kapitalkostnader för företag, effektiv prissättning på börsen och därmed en effektiv kapitalallokering samt låga förvaltningskostnader för sparare. Den här rapporten kartlägger hur likviditeten på den svenska aktiemarknaden har utvecklats 2010–2024 och sätter resultaten i relation till USA och övriga Europa.

RAPPORTENS RESULTAT

- › Likviditeten har generellt förbättrats i Sverige, särskilt fram till 2018, och står sig väl i internationell jämförelse.
- › Likviditetsgapet mot USA minskade avsevärt i både Sverige och Europa 2010–2018.
- › Likviditeten skiljer sig markant åt mellan storbolag, medelstora bolag, små bolag och mikrobolag. Aktier i de minsta bolagen på den svenska aktiemarknaden har fått sämre likviditet över tid.
- › Likviditeten för aktier i svenska storbolag är bättre än för jämförbara amerikanska bolag. Aktier i svenska små och medelstora bolag har däremot sämre likviditet än amerikanska bolag i samma storlek.
- › Omsättningen på den svenska aktiemarknaden är låg i förhållande till den amerikanska, vilket kan göra det dyrt för institutioner att handla med stora aktieposter.
- › Sverige har högre likviditet (lägre effektiva spreadar) än övriga Europa i alla segment utom storbolag där skillnaden är nära noll.
- › En fallstudie av pandemin indikerar att den svenska aktiemarknaden håller högre resiliens än aktiemarknaderna i USA och övriga Europa.

Likviditetsgap mot USA



REKOMMENDATIONER

- › *Värna hushållens aktiesparande.* Det finns starkt stöd i forskningen för att privatpersoners deltagande på aktiemarknaden är bra för likviditeten.
- › *Stärk konkurrensen mellan börser.* Att svenska aktier numera handlas aktivt på en rad börser har gynnat likviditeten, men konkurrensen mellan europeiska börser är fortfarande betydligt lägre än konkurrensen mellan amerikanska börser.
- › *Verka för en paneuropeisk aktiemarknad.* Den europeiska börsmarknaden har i viss mån konsoliderats, men börsnoteringarna följer fortfarande i hög grad nationsgränserna. En paneuropeisk aktiemarknad, med harmoniserade listnings- och handelsregler, skulle kunna öka likviditeten och investerarbasen, vilket i sin tur kan leda till högre aktievärderingar.
- › *Eftersträva att en större del av bolagens aktier kan handlas fritt.* Att ha en låg andel av ett bolags aktier tillgänglig för handel (*free float*) kan vara en hämsko för likviditeten.

”Många har på senare år pekat på bristande likviditet på Europas aktiemarknader.”

Inledning

Likviditeten kan förstås som aktiemarknadens smörjmedel. Den beskriver kostnaden för aktiehandel utöver det courtage som debiteras av mäklaren. I en illikvid marknad kan skillnaden mellan de priser som erbjuds köpare och de priser som erbjuds säljare vara stor, och investerare som handlar större poster kan vänta sig att priset rör sig i respons till handeln. Det blir då viktigt för såväl professionella investerare (exempelvis pensionsfonder och aktiefonder) som hushåll att väga in likviditeten, både när de formerar sina portföljer och när de omsätter sina innehav.

Men likviditeten påverkar också företagen vars aktier handlas på börsen. Eftersom investerare värdesätter möjligheten att omsätta sina tillgångar prissätts illikvida aktier lägre. Detta har en direkt påverkan på kapitalkostnaden i samband med nyutgivning av aktier och därmed också på företagens intresse för börsnotering. Slutligen påverkar likviditeten i vilken grad relevant information speglas i aktiepriset: priseffektiviteten. Denna aspekt är viktig eftersom aktiepriset ofta används som måttstock när företag fattar investeringsbeslut, utvärderar sin ledning samt utformar aktie- och optionsbaserade ersättningar.

I ljuset av ovanstående är det ur europeiskt perspektiv bekymmersamt att många på senare år pekat på bristande likviditet på Europas aktiemarknader. *Financial Times* har haft rubriker som ”How Europe’s bourses failed to challenge the US” (25 april 2023) och ”Why European stock markets are in crisis” (2 maj 2024). Rapporter från Euronext (”Demystifying the liquidity gap between European and US equities”)¹ och New Financial (”The problem with European stock markets”)² pekar åt samma håll. Christine Lagarde, ordförande för Europeiska centralbanken, ser bredare problem för den europeiska kapitalmarknaden:

Despite two European Commission action plans, Europe’s capital market remains fragmented. Financial integration is lower than before the financial crisis. Bond markets are three times smaller

1. <https://www.euronext.com/en/news/demystifying-liquidity-gap-between-european-and-us-equities>.

2. <https://www.newfinancial.org/reports/the-problem-with-european-stock-markets>.

than in the United States. And EU venture capital lags significantly behind the United States, at just one-fifth of the size.³

Den så kallade Draghi-rapporten, som föreslår reformer för hur EU kan bli mer konkurrenskraftig, ägnar ett helt kapitel åt problem och lösningar för unionens kapitalmarknad.⁴ Bland annat framhålls välfinansierade pensions-system, mer enhetlig reglering och övervakning samt minskat beroende av banklån till tillväxtföretag som möjliga lösningar.

I debatten framförs ibland den svenska aktiemarknaden som ett positivt undantag och en möjlig förebild för reformer. Exempelvis rekommenderar EU-kommissionen alla medlemsländer att införa investeringssparkonton enligt svensk modell.⁵ Även OECD (2025) har publicerat en rapport om den svenska aktiemarknaden, som beskrivs som en av Europas mest dynamiska, i syfte att andra länder i Europa ska kunna lära sig av Sveriges exempel. Mot denna bakgrund är det intressant att noggrant undersöka hur likviditeten på Sveriges aktiemarknad faktiskt står sig i en internationell jämförelse.

Syftet med den här rapporten är att dokumentera hur likviditeten på den svenska aktiemarknaden har utvecklats över de senaste femton åren, 2010–2024, samt att sätta det i relation till motsvarande utveckling i USA och i övriga Europa. Först när den analysen är gjord är det rimligt att tänka på eventuella åtgärder. Rapporten avslutas med en översyn av hur olika reformförslag, baserat på forskningsläget, kan väntas påverka likviditeten.

HUR MÄTS LIKVIDITET?

I rapporten mäts likviditet huvudsakligen som effektiv spread, ett mått som kvantifierar marknadens täthet. Effektiv spread är det vanligaste måttet i akademiska studier om likviditet. Till skillnad från köp-sälj-spreaden (se faktarutan nedan) väger den effektiva spreaden in hur handeln är spridd över tid och när handel sker till priser som av olika anledningar inte syns i orderboken.

Som komplement tar rapporten också upp två mått på marknadens djup: prispåverkan och investeringshorisont. För att mäta marknadens motståndskraft för ekonomiska chocker, som av många ses som den viktigaste dimensionen av likviditet, analyseras också hur likviditeten utvecklades under 2020, när covid-19-pandemin orsakade stora svängningar på börsen.

ÖKAD LIKVIDITET PÅ SVENSK AKTIEMARKNAD

Resultaten visar att likviditeten på den svenska aktiemarknaden ökar betydligt från 2010 till 2024. Storbolagens effektiva spread faller med 22 procent. En *fallande* spread indikerar en *ökande* likviditet. Minskningen sker fram till 2018, varefter spreadarna delvis ökar igen. Ett undantag från den positiva likviditetstrenden är de allra minsta bolagen, med en värdering lägre än motsvarande 250 miljoner USD. För dessa försämras likviditeten över de femton åren med 31 procent.

3. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp231117~88389f194b.en.html>.

4. European Commission (2024).

5. European Commission (2025).

LIKVIDITET

Marknadslikviditet är ett mångfacetterat begrepp som konceptuellt brukar delas in i tre dimensioner: täthet, djup och resiliens.*

Täthet

För en privatperson som investerar sina sparade pengar på börsen är den mest uppenbara omkostnaden den som explicit debiteras som mäklararvoden (courtage) och fondavgifter, men till det kommer indirekta kostnader för orderutförande på börsen. När man köper aktier via sin nätmäklare betalar man i typfallet det bästa tillgängliga säljpriset (det *lägsta* pris någon är villig att sälja för), vilket tenderar att vara lite högre än marknadens aktuella uppskattning av aktiens värde. På samma sätt tenderar det bästa tillgängliga köppriset (det *högsta* pris någon är villig att köpa för), som är det pris man får när man säljer aktier, att ligga lite under aktiens uppskattade värde. Skillnaden mellan bästa sälj- och köppris kallas för köp-sälj-spreaden och är ett mått på marknadens täthet. Ju lägre köp-sälj-spreaden är, desto högre är marknadens täthet. Detta är den dimension av likviditet som är mest relevant för småsparare.

Djup

För en stor aktör, till exempel en pensionsfond, domineras transaktionskostnaden av hur mycket en akties marknadspris ändras i respons till orderläggningen. Om pensionsfonden behöver sälja en miljon Volvoaktier under en dag kan det vara en betydande del av den dagens omsättning. Då kommer marknaden att försöka läsa in vad det är som orsakar den stora försäljningen och justera priset därefter. Om försäljningen behöver ske skyndsamt blir prispåverkan större, eftersom pensionsfonden då måste handla mer aggressivt. I en djup marknad kan man handla stora partier aktier utan att det påverkar priset avsevärt.

Resiliens

I tider av ekonomisk turbulens och vid tekniska missöden är det viktigt att marknaden fungerar som vanligt. Resiliensen fångar marknadens förmåga att hantera och återhämta sig från chocker. En resilient (eller motståndskraftig) marknad kommer snabbt tillbaka till normalläget efter oväntade nyheter, ovanligt stora ordrar eller tekniska problem.

* Kyle (1985).

Ett välkänt mönster som bekräftas i rapporten är att likviditeten har en stark samvariation med bolagens storlek. Aktier i större bolag är mer likvida. Det beror bland annat på att större bolag är bättre genomlysta tack vare ett bredare ägande och att fler analytiker följer dem, men kanske framför allt på att mer handel ger skalfördelar för de som tillhandahåller likviditet. Resultaten visar att storbolag har effektiva spreadar som är lägre än 5 baspunkter under 2024, medan medelstora bolag och småbolag ligger omkring 10 respektive 20 baspunkter.⁶

För att kunna göra en rättvis jämförelse med andra länders aktiemarknader är det viktigt att ta hänsyn till skillnader i bolagens storlek. När man ska jämföra Sverige och USA finns det exempelvis i Sverige inga motsvarigheter till amerikanska techjättar som Alphabet, Apple och Tesla. För att hantera detta matchas varje svenskt bolag med det amerikanska bolag som ligger närmast i marknadsvärdering. Metoden är vanlig för att få jämförbara urval för två grupper. Den procentuella differensen i likviditet mellan svenska och amerikanska aktier kallas för likviditetsgap.

6. En baspunkt är samma sak som en hundra delar procent.

Resultaten visar att den svenska aktiemarknadens likviditet står sig bra jämfört med den amerikanska. Storbolag i Sverige har till och med ett negativt likviditetsgap, med 25 procents lägre effektiv spread än jämförbara amerikanska bolag. För övriga svenska bolag är likviditetsgapet däremot positivt, med mellan 18 och 31 procents högre spreadar än i USA. Eftersom effektiv spread är ett likviditetsmått som är relevant framför allt för handel med mindre aktieposter, blir slutsatsen att kostnaden för aktiehandel för hushåll och småföretag är i ungefär samma storleksordning i Sverige som i USA.

Ett problem på den svenska aktiemarknaden är att omsättningen är relativt låg. Omsättningen mäts med investeringshorisonten, det vill säga antalet fritt omsättningsbara aktier dividerat med antalet aktier som handlas under ett år. En lång investeringshorisont är synonym med låg omsättning och tyder på låg likviditet. För svenska storbolag är investeringshorisonten drygt 60 procent längre än för jämförbara amerikanska aktier. För mindre svenska bolag är den mer än dubbelt så lång som i USA. I tolkningen av det här resultatet är det viktigt att notera att omsättningsbaserade mått inte är lika precisa som exempelvis effektiv spread, eftersom handeln påverkas av många andra faktorer än likviditeten. Med det sagt är den relativt långa svenska investeringshorisonten ett tecken på att det är relativt svårt och potentiellt dyrt för institutioner att handla stora aktieposter på den svenska marknaden. Problemet med låg omsättning återfinns också i övriga Europa. Då det är välkänt att sämre likviditet leder till lägre aktiepris är detta en potentiell orsak till att europeiska bolag värderas lägre än amerikanska, vilket framhålls i nyhetsartiklar senaste åren.⁷

Skillnaden mellan svensk och amerikansk likviditet minskar över tid. Likviditetsgapet för effektiv spread i svenska storbolag faller exempelvis från +69 procent 2010 till -25 procent 2024. Minskningen i likviditetsgap är, precis som för likviditetsnivån, koncentrerad till perioden från 2010 till 2018. Samma utveckling ses för övriga Europa. Orsaken till minskningen kan inte fastställas empiriskt i rapporten, men potentiella orsaker är den ökade automatiseringen av aktiehandeln och den ökade konkurrensen mellan europeiska börser som präglar tidsperioden.

Jämförelserna med övriga Europa möjliggörs genom att proceduren med matchning till amerikanska bolag upprepas för ett stort urval av aktier från övriga Europa. Analysen visar att svenska aktier under 2024 har högre likviditet (det vill säga lägre effektiva spreadar) än jämförbara aktier i andra europeiska länder i alla segment, utom i storbolagen där skillnaden är nära noll. För bolag utanför storbolagssegmentet är den svenska aktiemarknaden en av de mest likvida i Europa.

Hur står sig då likviditeten i tider av finansiell turbulens? En fallstudie av hur den svenska aktiemarknadens likviditet reagerade på de kraftiga prissvängningarna på världens finansmarknader i samband med pandemiutbrottet 2020, visar att den effektiva spreaden i svenska storbolag tredubb-

7. Se exempelvis "How Europe's bourses failed to challenge the US", *Financial Times*, 25 april 2023, och "Why European stock markets are in crisis", *Financial Times*, 2 maj 2024. Teori och empiri kring relationen mellan likviditet och prissättning presenteras av Amihud och Mendelson (1986) och Acharya och Pedersen (2005).

lades. Dock var reaktionerna på aktiemarknaderna i både USA och övriga Europa ännu kraftigare. Den svenska marknaden återgick också relativt snabbt till mer normala (om än förhöjda) likviditetsnivåer. Reaktionerna kan förstås skilja sig åt i andra kriser, men resultaten tyder på att den svenska aktiemarknaden har en relativt god resiliens mot ekonomiska chocker.

Att likviditeten för svenska aktier är bättre än för aktier i andra europeiska länder, i synnerhet för de minsta bolagen, är i linje med vad *Financial Times* rapporterar i en artikel med rubriken ”How Sweden’s stock market became the envy of Europe” (17 april 2024). Där framhålls att Sveriges aktiemarknad har den högsta transaktionsvolymen relativt BNP i Europa samt att antalet börsintroduktioner i Sverige det senaste decenniet överstiger antalet för Frankrike, Tyskland, Nederländerna och Spanien tillsammans (nominellt, inte per capita).⁸ Bilden av Sverige som ett positivt undantag bekräftas också i en OECD-rapport om den svenska aktiemarknaden, som presenterades i april 2025.⁹

Orsakerna till den svenska framgången, enligt *Financial Times*, är landets investeringskultur, med högt deltagande i aktiemarknaden från hushållen, en hög andel aktier i försäkringsbolagens portföljer och en hög andel inhemska aktier i de svenska pensionsfonderna.¹⁰ OECD-rapporten kommenterar liknande faktorer och framhåller att Sverige har en välfungerande riskkapitalmarknad och att de svenska hushållen investerar i aktier i hög grad, både genom direkt aktieäggande och via fonder.¹¹ I slutet av den här rapporten diskuteras hur dylika faktorer (bland andra), i ljuset av forskningen, kan väntas påverka likviditeten.

RAPPORTENS BIDRAG OCH AVGRÄNSNINGAR

Rapporten bidrar till debatten genom att presentera detaljerade likviditetsmått för svenska bolag i en jämförelse med amerikanska och andra europeiska aktier, i såväl normala som turbulenta tider. Ett viktigt bidrag är att den genomgående tar hänsyn till de olika marknadernas sammansättning av företag av olika storlek, vilket spelar stor roll för likviditeten.

Närliggande analyser inkluderar den ovan nämnda OECD-rapporten som har ett bredare anslag och innehåller en lång rad variabler som belyser den svenska aktiemarknaden från många andra infallsvinklar än marknadslikviditeten.¹² Den analys i OECD-rapporten som ligger närmast likviditetsmått i föreliggande rapport är hur omsättningen i svenska aktier utvecklats jämfört med ett urval av europeiska länder. Dessutom finns en akademisk studie som analyserar hur omsättningen på europeiska aktiemarknader har utvecklats över de senaste femton åren.¹³ En rapport från Euronext (ett företag som äger många av Europas börser) visar att omsättningen i amerikanska aktier är mer än fyra gånger större än i europeiska aktier. Skillnaden beskrivs komma i första hand från de största bolagen, som

8. <https://www.ft.com/content/edc1bba0-25ca-4148-96f6-d67e30f11a2e>.

9. OECD (2025).

10. <https://www.ft.com/content/edc1bba0-25ca-4148-96f6-d67e30f11a2e>.

11. OECD (2025).

12. OECD (2025).

13. Penalva och Tapia (2025).

är fler i USA än i Europa. Detta faktum bekräftar vikten av att ta hänsyn till marknadens sammansättning, vilket tidigare studier inte gör.

Med slutsatsen att Sveriges aktiemarknad har bättre likviditet än vad man ser i övriga Europa blir en naturlig följdfråga vad som kan göras för att förbättra Europas kapitalmarknader. I slutet av rapporten diskuteras utifrån befintlig forskning vilka faktorer som påverkar aktiemarknadens likviditet. Särskild vikt läggs vid empiriska resultat från den bredare analys av europeiska likviditetsskillnader som presenteras av Brogaard, Hagströmer och Zareei (2025), den studie som ligger till grund för den här rapporten. Diskussionen leder fram till rekommendationer om åtgärder som kan vidtas för att stärka likviditeten.

Det är viktigt att poängtera att även om rapporten diskuterar möjliga åtgärder tillförs här ingen ny empiri gällande de europeiska likviditetsproblemens orsaker eller potentiella lösningar. Varken problemen eller lösningarna är heller begränsade till aktiemarknadernas likviditet. En detaljerad empirisk genomgång av historik och nuläge för aktiemarknadens likviditet är inte desto mindre viktig för policyarbetet med Sveriges och Europas kapitalmarknader.

Data, urval och mått

För att mäta likviditet på aktiemarknaden på ett tillförlitligt sätt krävs data på såväl transaktioners priser och volymer som köp- och säljpriser från börsernas orderböcker. För aktivt handlade aktier uppdateras dessa variabler tusentals gånger per dag. Eftersom sådana data är både dyra och väldigt omfattande är studier med långa tidsserier och breda tvärsnitt ovanliga (se faktaruta om big data på s. 11). Den huvudsakliga datakällan för den här rapporten är Global Liquidity Panel (GLP). GLP är en databas med likviditetsmått från 2010 till 2024 för världens viktigaste aktiemarknader. Den har byggts upp av Jonathan Brogaard, Björn Hagströmer och Abalfazl Zareei. En annan källa är månadsdata för svenska och utländska aktier från S&P Global och Xyt.

År 2010, i början av den aktuella tidsperioden, omfattar GLP 80 av de mest omsatta svenska aktierna. Omkring 2015 ökar omfattningen till 122 svenska aktier, och 2016 till 211 aktier. Antalet aktier i databasen når sin topp 2020 (255 stycken), för att sedan minska något fram till 2024 (229 stycken). Medan den stegvisa ökningen 2010–2016 mestadels kan härledas till när olika aktier börjar inkluderas i dataunderlaget, drivs den gradvisa minskningen 2020–2025 av att aktier av olika anledningar avnoteras från börsen. Ett liknande mönster i antalet aktier ses för andra europeiska länder. Aktier noterade på börserna First North och Nordic Growth Market ingår inte i dataunderlaget.¹⁴ Metoden i analysen nedan är anpassad för att inte påverkas av antalet aktier i databasen.

Effektiv spread är den relativa skillnaden mellan transaktionspriset och aktiens aktuella värde. Värdet antas fångas av medelvärde av bästa köp- och

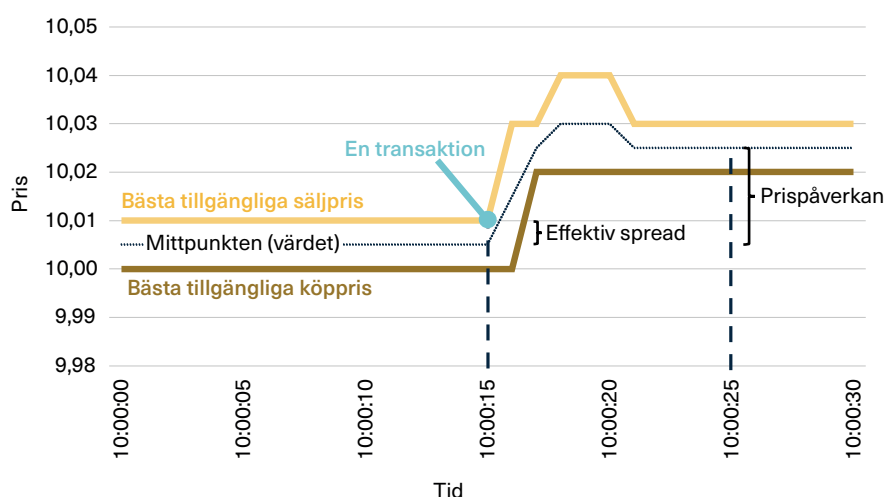
14. I gruppen med de minsta bolagen, som har värderingar lägre än 250 miljoner USD och som i rapporten kallas mikrobolag, ingår därmed inte de allra minsta börsnoterade bolagen i Sverige. Denna avgränsning beror på begränsningar i dataunderlaget.

säljpris, mittpunkten, vid tidpunkten för transaktionen.¹⁵ För att även fånga marknadens djup mäts prispåverkan, den relativa förändringen i aktiens värde från tidpunkten för transaktionen till tio sekunder framåt, det vill säga mittpunktens förändring.¹⁶

Figur 1 visar ett exempel på hur likviditet mäts för en enskild transaktion. En transaktion inträffar klockan 10:00:15 till priset 10,01 kronor, vilket inför transaktionen var bästa tillgängliga säljpris. Den effektiva spreaden för transaktionen blir ett halvt öre, 0,005 kronor, eftersom mittpunkten i ögonblicket före transaktionen var 10,005 kronor. I relativa termer motsvarar det ungefär 5 baspunkter. Transaktionen följs av att både bästa säljpris och bästa köppris stiger. Tio sekunder efter transaktionen har mittpunkten ökat från 10,005 kronor till 10,025 kronor. Differensen, 0,020 kronor, är transaktionens prispåverkan, vilket i relativa termer är ungefär 20 baspunkter.

Effektiv spread och prispåverkan mäts för varje enskild transaktion och aggregeras sedan för varje aktie och varje handelsdag med volymviktade

Figur 1. Exempel på likviditetsmått.



15. Formellt är definitionen av effektiv spread för ett avslut: $ES_t = d_t (P_t - v_t)$, där d_t anger om transaktion t initieras av köparen ($d_t = 1$) eller av säljaren ($d_t = -1$), P_t är transaktionspriset, och v_t är aktiens värde vid transaktionstillfället. Av dessa variabler är det bara P_t som är observerbar, d_t och v_t måste approximeras. För att approximera d_t används algoritmen från Lee och Ready (1991). I exemplet i figur 1 skulle den algoritmen ange att $d_t = 1$, eftersom transaktionspriset överstiger mittpunkten. Mittpunkten för den köp-sälj-spread som gäller precis innan transaktionen används för att approximera v_t . Både P_t och v_t uttrycks som naturliga logaritmer, vilket gör att $P_t - v_t$ anger den relativa skillnaden mellan aktiens pris och värde.

16. Prispåverkan definieras som $PP_{t,h} = d_t(v_{t+h} - v_t)$, där d_t och v_t är desamma som i föregående fotnot, och h anger för vilken tidshorisont som prispåverkan ska mätas över. Horisonten sätts till tio sekunder. Därmed approximeras v_{t+h} med mittpunkten av den spread som gäller tio sekunder efter transaktionen. Liknande resultat erhålls när en längre horisont, fem minuter, används.

medelvärden.¹⁷ Dessa aggregeras i sin tur till årsvisa volymviktade medelvärden. När likviditeten slutligen rapporteras för olika segment av aktier (storbolag, medelstora bolag, småbolag och mikrobolag) används medelvärden där alla aktier i aktuellt segment har samma vikt.

Likviditetsmått effektiv spread och prispåverkan baseras på en kombination av transaktionsdata och orderboksdata. Alternativt kan marknadens täthet och djup mätas med enbart orderboksdata. Det enklaste sättet att mäta spreaden är att ta ett medelvärde av differensen mellan bästa sälj- och köpkurs under loppet av handelsdagen. Men denna metod har svagheten att den bortser från *när* under dagen som handeln faktiskt äger rum. Om det är mer handel när spreaden är lägre, vilket ofta är fallet, leder det till att man överskattar handelskostnaden. Effektiv spread hanterar det problemet, och ett liknande resonemang gäller för prispåverkan. Dock är inget av måtten perfekt. Den största nackdelen med de valda måtten är att de fångar kostnaden för relativt små transaktioner. De är därmed inte direkt applicerbara för att mäta handelskostnader för stora investerare som exempelvis pensionsfonder.

För att även få en uppfattning om likviditeten för stora aktieposter inkluderas måttet investeringshorisont. Investeringshorisonten definieras som antalet fritt omsättningsbara aktier dividerat med antalet aktier som omsattes under året.¹⁸ Mått som baseras på omsättning har svagheten att de påverkas i ”fel” riktning av nyheter och prisvolatilitet (som i typfallet leder till ökad handel men lägre likviditet). De är likväl vedertagna bland marknadens aktörer och har fördelen att de kan ge en fingervisning om hur stora handelsvolymerna som marknaden kan absorbera.¹⁹

Även om alla svenska aktier i urvalet är listade på Nasdaq Stockholm är likviditetsmått inte begränsade till aktiviteten på den börsen. Börsmarknaden är konkurrensutsatt och en stor del av omsättningen i svenska aktier sker på börser i London som inte har egna listningar men som erbjuder handel i bland annat svenska aktier. Effektiv spread och prispåverkan väger in aktiviteten även på dessa börser, och de data som används för att beräkna investeringshorisonten är ännu bredare. De inkluderar även transaktioner som sker utanför börserna, så kallad mörk handel.

17. Även med intradagsdata förekommer mätfel, vilket i likviditetsmått ibland leder till stora outliers. Dessa hanteras genom att fördelningen av likviditetsobservationer inom varje handelsdag ”trimmas”. Observationer som är mindre än den första percentilen sätts lika med första percentilen, och observationer som överstiger den 99:e percentilen sätts lika med densamma. Handelsdagar när en aktie har mindre än 10 transaktioner och när börsen har avvikande öppettider utesluts. Utesluts gör även dagar då en akties medelvärde för effektiv spread eller prispåverkan är antingen negativ eller över 10 procent.

18. *Investeringshorisont = Fritt omsättningsbara aktier/Omsättning per år*
Inversen av detta mått kallas ofta för omsättningsgrad. Investeringshorisont används här eftersom det i likhet med de andra måtten minskar när likviditeten ökar, medan omsättningsgraden går i motsatt riktning. Handelsvolymdata, på månadsfrekvens, kommer från Xyt och omfattar handel på alla typer av handelsplatser. Den exkluderar handel som av olika anledningar inte påverkar prissättningen, se Brogaard, Hagströmer och Zareei (2025).

19. Hagströmer (2021) diskuterar mått på marknadslikviditet och marknadseffektivitet mer utförligt. För en diskussion specifikt om mått på institutioners transaktionskostnader, se Barardehi, Bernhardt, Da och Warachka (2025).

BIG DATA

Att mäta likviditet i intradagsdata är dataintensivt. En genomsnittlig handelsdag i december 2024 hade exempelvis B-aktien för Volvo omkring 8 400 transaktioner. Till det kommer att orderbokens bästa köp- och säljkurser uppdaterades i genomsnitt 91 000 gånger per dag. När man ska mäta likviditet för alla europeiska aktier under en femtonårsperiod innebär det att cirka 30 terabyte ska analyseras. Global Liquidity Panel (GLP), ett projekt finansierat av Handelsbankens forskningsstiftelser, är en databas som möjliggör analys av likviditet globalt med en detaljnivå som inte tidigare varit möjlig.

GLP mäter likviditeten globalt för den studerade perioden 2010–2024. Ursprungskällan för dessa intradagsdata är en databas som heter Tick History, som distribueras av London Stock Exchange Group.

Är då intradagsdata nödvändiga för att mäta likviditet? Eftersom forskare länge varit intresserade av långa tidsserier av likviditet (bland annat för att förstå aktiers prissättning) har det gjorts omfattande försök att mäta den med hjälp av dagsdata.* Dessvärre visar den senaste forskningen att användningen av likviditetsmått baserade på dagsdata kan leda till starkt underskattad likviditet och missvisande slutsatser i tillgångsprissättningsstudier.**

* Se exempelvis Corwin och Schultz (2012) och Hasbrouck (2009).

** Jahan-Parvar och Zikes (2023).

Den svenska aktiemarknadens likviditet 2010–2024

Likviditeten i svenska aktier ökar med bolagens storlek. Den ökar också över tid från 2010 till 2018, varefter den planar ut och i vissa fall ökar igen.

Figur 2 visar hur likviditeten på den svenska aktiemarknaden utvecklades från 1 januari 2010 till 31 december 2024. Panel (a) visar utvecklingen för storbolag, som har en marknadsvärdering som överstiger 5 miljarder USD. Panel (b) visar medelstora bolag (2–5 miljarder USD), panel (c) visar småbolag (0,25–2 miljarder USD) och panel (d) visar mikrobolag (mindre än 0,25 miljarder USD).

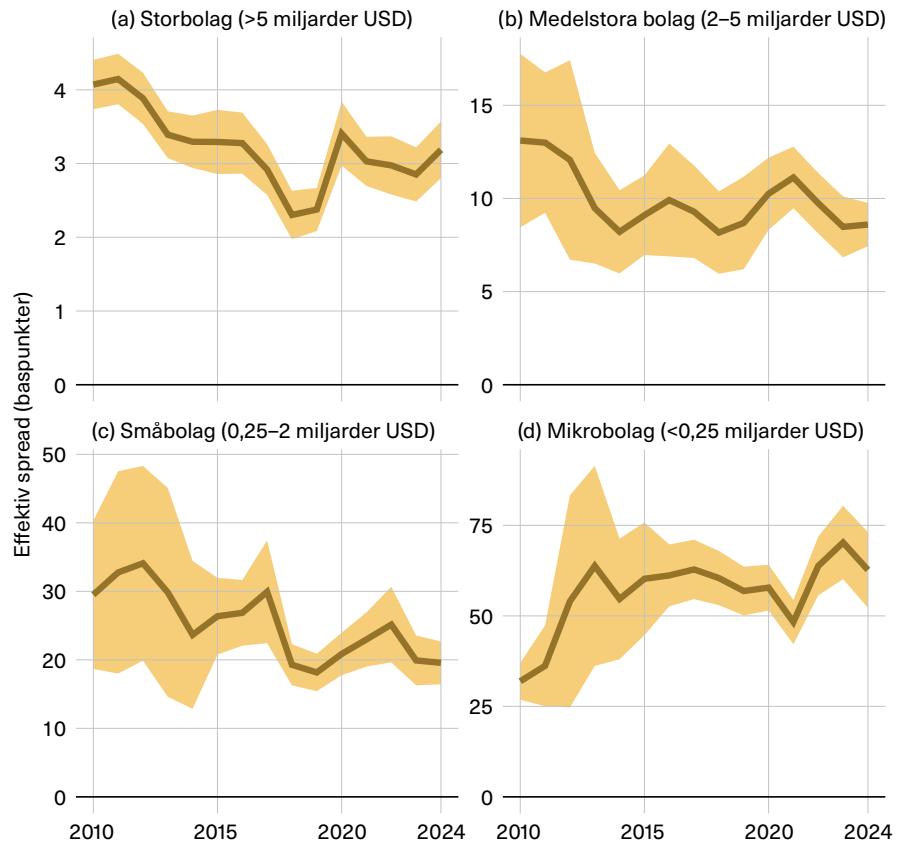
En första notering från figur 2 är att likviditetsnivån skiljer sig markant mellan bolagssegmenten. Storbolagens spreadar ligger under 5 baspunkter, medan de medelstora har spreadar i intervallet 5–15 baspunkter. Småbolagen ligger betydligt högre, 15–30 baspunkter, och mikrobolagen ytterligare högre, 25–75 baspunkter. Det är väl känt att den högre omsättningen i större bolag leder till att de har bättre likviditet, men det är inte självklart att skillnaden är så pass stor.

Spreadarna kan jämföras med courtagenivåerna som debiteras av nät-mäklarna Avanza och Nordnet. I april 2025 låg courtaget för en aktieaffär i Norden om 10 000 kronor på 25 baspunkter.²⁰ När sådana affärer görs i småbolag är alltså spreaden i nivå med courtaget. För större affärer är courtaget lägre, ner till 6,9 baspunkter för en affär på 100 000 kronor. Det är jämförbart med spreaden för handel i ett medelstort bolag.

Ett annat mönster som framträder i figur 2 är att likviditeten under den femtonårsperiod som studeras ökar för alla segment utom mikrobolagen. För medelstora och små bolag minskar den genomsnittliga spreaden från

20. Courtagenivåer för Avanza och Nordnet är tillgängliga på följande länkar: <https://www.avanza.se/konton-lan-prislista/prislista/courtageklasser.html> och <https://www.nordnet.se/se/kundservice/prislista>.

Figur 2. Likviditet på den svenska aktiemarknaden 2010–2024.



Not: Figuren visar likviditet för svenska aktier mätt årsvis under perioden 2010–2024. Panel (a)–(d) visar resultat för olika storlekssegment: storbolag, medelstora bolag, småbolag respektive mikrobolag. Likviditet mäts med effektiv spread och rapporteras i baspunkter (hundra delar procentenheter). Effektiv spread är den absoluta procentuella skillnaden mellan transaktionspriset och aktiens aktuella värde. Värdet approximeras med mittpunkten mellan bästa köp- och säljkurs vid tidpunkten för transaktionen. Den skuggade arean kring varje linje indikerar ett 95-procentigt konfidensintervall.

2010 till 2024 med omkring en tredjedel, men förändringen är inte statistiskt signifikant.²¹ För storbolagen däremot, där spreaden minskar med 22 procent, är likviditetsökningen statistiskt säkerställd. Den fallande trenden är tydlig fram till införandet av MiFID II i januari 2018.²² Efter det vidgas spreadarna åter något, vilket kan bero på den ökade osäkerhet som kom med pandemin 2020–2021 och den ryska invasionen av Ukraina 2022, samt de högre räntor som följde. För mikrobolagen skiljer sig utvecklingen

21. De skuggade fälten kring varje linje i figur 2 anger ett 95-procentigt konfidensintervall. När konfidensintervallen för de olika segmenten inte överlappar varandra är skillnaderna i likviditet statistiskt signifikanta. Från figuren kan man dra slutsatsen att storbolagens spread är signifikant lägre än för de medelstora bolagen, vilka i sin tur har signifikant lägre spread än småbolagen. För småbolag och mikrobolag är konfidensintervallen breda i början av tidsperioden, men från 2015 är skillnaden även där statistiskt säkerställd.

22. MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive II) är ett EU-direktiv som omfattar en rad reformer av EU:s värdepappersmarknader, exempelvis nya regler för pristransparens före och efter att transaktioner sker, utökade rapporteringskrav och ändrade regler för olika typer av marknadsplatser.

markant mot övriga segment. Spreaden dubblas nästan, från 32 baspunkter 2010 till 63 baspunkter 2024.²³ Ökningen är statistiskt säkerställd.

JÄMFÖRELSE MED DEN AMERIKANSKA AKTIEMARKNADEN

Likviditeten i svenska storbolag är bättre än i jämförbara amerikanska bolag. För små och medelstora bolag är däremot förhållandet det omvända, med högre likviditet i USA både för tätheten och för djupet i marknaden.

Den amerikanska aktiemarknaden beskrivs ofta som den mest likvida i världen. Den utgör därför ett naturligt riktmärke när man ska sätta den svenska marknaden i en internationell kontext, även om man måste ta hänsyn till skillnader i marknadens sammansättning av aktier. En viktig skillnad är att det på den svenska marknaden inte finns några megabolag som Alphabet, Apple och Tesla. Så stora bolag är extremt likvida, och det vore missvisande att ha med dem i jämförelsen med den svenska marknaden.

För att göra en rättvis jämförelse tillämpas här ett matchat urval av amerikanska aktier. I början av varje månad matchas varje svensk aktie till den amerikanska aktie som ligger närmast i marknadsvärdering (enligt gällande växelkurs). Sedan mäts likviditeten i den svenska och i den amerikanska aktien. Den procentuella skillnaden aktierna emellan kallas för likviditetsgap.²⁴

Ett exempel är Volvos B-aktie som i början av december 2024 hade ett marknadsvärde på 38,55 miljarder USD. Den matchas till den amerikanska aktien Electronic Arts, som handlas på Nasdaqbörsen med ticker EA och som vid tidpunkten värderades till 38,37 miljarder USD. Volvos effektiva spread i december 2024 var i genomsnitt 4,0 baspunkter, medan motsvarande mått för EA var 5,2 baspunkter. Likviditetsgapet blir då -26 procent ($\ln 4,0 - \ln 5,2 = -0,26$).

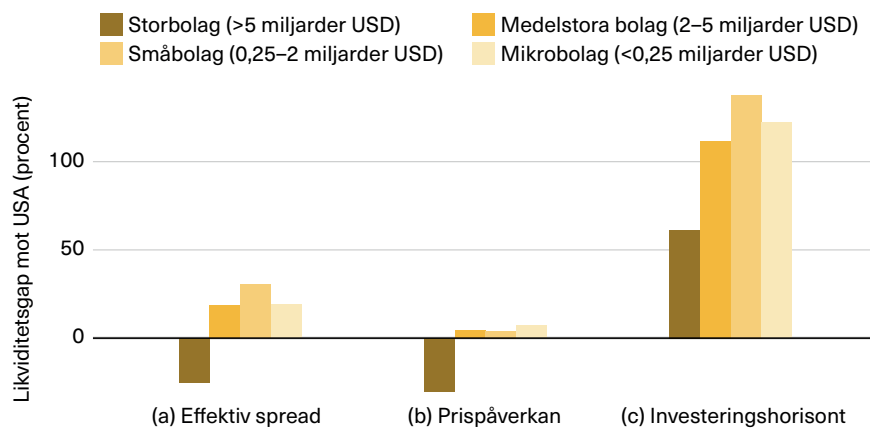
Figur 3 visar likviditetsgapet för aktier i Sverige 2024, jämfört med USA, uppdelat på de fyra storlekssegmenten. Precis som i räkneexemplet ovan är det svenska likviditetsgapet för effektiv spread för storbolag negativt, -25 procent. Det betyder att den effektiva spreaden i svenska storbolag (2,9 baspunkter) är 25 procent lägre än i jämförbara amerikanska bolag (3,8 baspunkter). För mindre bolag har den svenska aktiemarknaden sämre täthet än den amerikanska, med likviditetsgap mellan 18 och 31 procent.

Likviditetsgapen för prispåverkan, det vill säga hur mycket priset rör sig i respons till handel, liknar de som rapporterats ovan för effektiv spread. För svenska storbolag är även prispåverkan lägre (-31 procent) än vad man ser i

23. För en diskussion om att kostnaden för att handla i små och stora bolag i Sverige divergerar, se Hagströmer (2023).

24. Likviditetsgapet för en aktie i definieras $\text{Likviditetsgap} = \ln(\text{Illikviditet}_{SE}) - \ln(\text{Illikviditet}_{US})$, där Illikviditet_{SE} är genomsnittet för ett mått på illikviditet (det vill säga motsatsen till likviditet) för den svenska aktien, under en viss tidsperiod som i de flesta fall i rapporten är ett år. Illikviditet_{US} är motsvarande mått för den matchade amerikanska aktien, och $\ln$ betecknar den naturliga logaritmen. Att göra ett matchat urval är en vanlig metod för att få jämförbara urval från två grupper. Matchningen görs månadsvis, vilket leder till att en svensk aktie kan ha upp till tolv olika matchningar under ett år. Detta är en fördel eftersom ett genomsnitt över året då kan reducera eventuellt brus i matchningen.

Figur 3. Likviditetsgap på den svenska aktiemarknaden 2024.



Not: Figuren visar likviditetsgap för svenska aktier relativt jämförbara amerikanska aktier, mätt för 2024. Likviditetsgapet anger den procentuella skillnaden mellan svenska och amerikanska aktier av samma storlek. Ett positivt likviditetsgap innebär att likviditeten för svenska aktier är sämre än för jämförbara amerikanska aktier. Likviditetsgapet anges för tre olika mått på likviditet: (a) effektiv spread (definierad som i figur 2), (b) prispåverkan (den procentuella förändringen i mittpunkten från tidpunkten för transaktionen till tio sekunder därefter) och (c) investeringshorisont (antalet aktier tillgängliga för handel i bolaget dividerat med antalet aktier som omsattes under året). Resultaten för varje likviditetsmått är uppdelade för olika storlekssegment: storbolag, medelstora bolag, småbolag respektive mikrobolag.

motsvarande amerikanska aktier. För mindre bolag är likviditetsgapen nära noll.²⁵

När man i stället tittar på investeringshorisonten, som är längre när omsättningen i aktien är lägre, är det en markant skillnad i likviditetsgapen. Här ligger svenska aktier långt efter sina amerikanska motsvarigheter. För storbolagen är likviditetsgapet 61 procent medan det för övriga segment överstiger 100 procent. I de flesta svenska aktier är investeringshorisonten alltså mer än dubbelt så lång som i de amerikanska jämförelseaktierna. Detta kan tolkas som att djupet i den svenska aktiemarknaden är gott för relativt små transaktioner, men att större transaktioner har en större prispåverkan än de har i jämförbara aktier i USA.

Sammanfattningsvis står sig den svenska aktiemarknaden för storbolag väl i jämförelse med den amerikanska. De svenska storbolagen har bättre likviditet än de amerikanska avseende såväl effektiv spread som prispåverkan. Att omsättningen är lägre än i USA kan dock tolkas som att marknaden har svårt att absorbera stora transaktioner. För mindre bolag är den svenska likviditeten sämre än för jämförbara bolag i USA, men vid en jämförelse med övriga Europa är den tvärtom bättre.

25. Statistiska tester visar att likviditetsgapet för prispåverkan i storbolag är statistiskt signifikant. I de mindre segmenten är likviditetsgapet inte signifikant skilt från noll. För effektiv spread och investeringshorisont är likviditetsgapen signifikanta i alla bolagssegment.

JÄMFÖRELSE MED ANDRA EUROPEISKA AKTIEMARKNADER OCH ÖVER TID

Det här avsnittet visar att likviditeten på Sveriges aktiemarknad är bättre än genomsnittet i övriga Europa för alla bolagssegment utom för storbolag, där den är lika bra. Både Sverige och Europa uppvisar en fallande trend i likviditetsgapen, vilket indikerar att Europas likviditet förbättras jämfört med USA:s.

För att jämföra Sverige med övriga Europa beräknas likviditetsgap för ett antal europeiska aktiemarknader (Belgien, Danmark, Finland, Frankrike, Irland, Italien, Nederländerna, Norge, Portugal, Schweiz, Spanien, Storbritannien, Tyskland och Österrike) på samma sätt som ovan.²⁶ Varje europeisk aktie matchas alltså med en amerikansk aktie av samma storlek, varefter likviditetsgap beräknas. Sedan kan likviditetsgapen för Sverige och övriga Europa ställas mot varandra (se figur 4).

Det mest slående mönstret i figur 4 är att likviditetsgapen relativt amerikanska aktier minskar för aktier i alla segment. Trots att alla utom storbolagen i Sverige hade sämre likviditet än motsvarande bolag i USA under 2024 är skillnaden alltså betydligt mindre än tidigare. Under 2010 hade svenska bolag likviditetsgap mellan 69 och 128 procent. Motsvarande siffror för 2024 låg mellan –25 och 31 procent – en minskning som får betecknas som dramatisk.²⁷

De fallande likviditetsgapen är emellertid inte ett svenskt fenomen. Bolag från andra europeiska länder följer ungefär samma mönster. Figur 4 visar att minskningen i både Sverige och övriga Europa är koncentrerad till perioden 2010–2018.²⁸ Hur detta kommer sig kan inte fastställas här, men det finns några nämnvärda mönster. Perioden 2010–2018 präglades av ökad elektronisk handel på börserna i Europa, en förändring som skedde tidigare för amerikanska aktier. Studier visar att automatiseringen hade en positiv inverkan på likviditeten.²⁹ Forskningen visar att även konkurrens mellan börser förbättrade likviditeten, men de största förändringarna skedde omkring 2008 och då i både Europa och USA.³⁰ Trendbrottet omkring 2018 kan möjligen härledas till införandet av MiFID II, ett EU-direktiv som påverkar lagstiftningen för Europas finansmarknader. Notera dock att ingen

26. Detta urval av europeiska länder, som är en följd av vilka aktier som inkluderas i de data som används i GLP, omfattar alla större aktiemarknader i Europa.

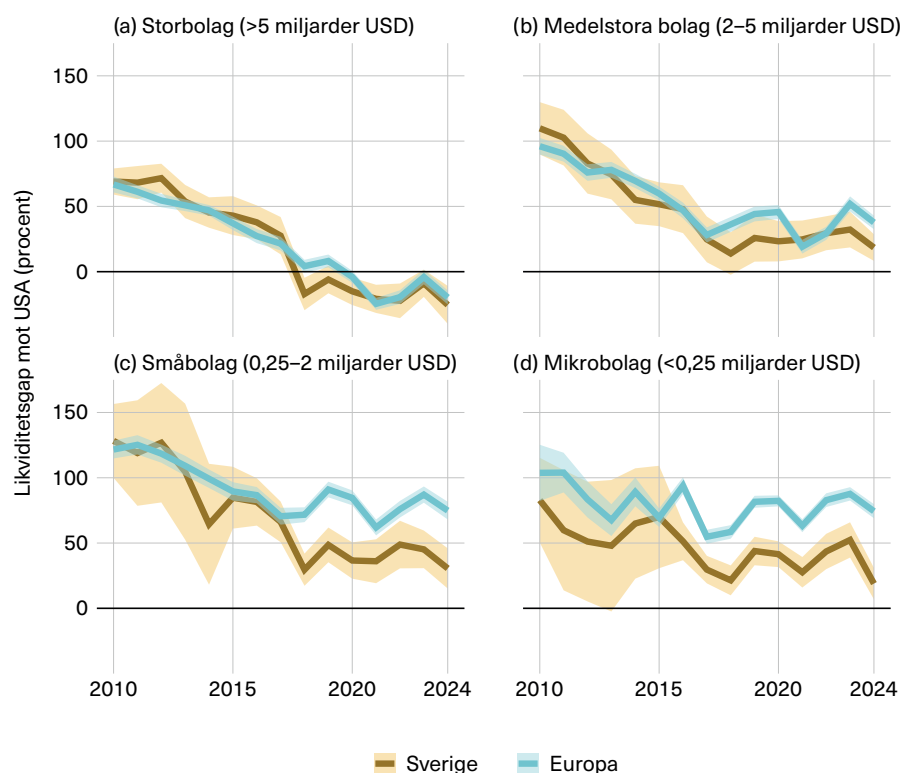
27. Av utrymmesskäl redovisas inte utvecklingen för likviditetsgapen för prispåverkan. Resultaten där liknar de för effektiv spread såtillvida att likviditetsgapen faller över tid i alla segment. Däremot skiljer sig inte de svenska likviditetsgapen signifikant från de europeiska. För investeringshorisonten saknas data längre tillbaka än 2021. Det svenska likviditetsgapet för investeringshorisonten 2024 är signifikant lägre än det europeiska enbart för storbolag. För övriga storlekssegment är det ingen signifikant skillnad.

28. Inget av bolagssegmenten i Sverige uppvisar en signifikant förändring efter 2018. I övriga Europa ses en signifikant förbättring för storbolag och en signifikant försämring för mikrobolag.

29. Brogaard, Hagströmer, Nordén och Riordan (2015) och Hendershott, Jones och Menkveld (2011) analyserar effekterna av automatiserad och snabb handel på den svenska respektive amerikanska aktiemarknaden. Båda finner positiva effekter på likviditeten.

30. Se Hagströmer (2022) för en översikt av litteraturen om effekten av konkurrens mellan börser.

Figur 4. Likviditetssgap på de svenska och europeiska aktiemarknaderna 2010–2024.



Not: Figuren visar likviditetssgap för svenska och europeiska aktier relativt jämförbara amerikanska aktier, mätt årsvis under perioden 2010–2024. Svenska aktier är inte medräknade i måtten för Europa. Likviditetssgapet är den procentuella skillnaden i likviditet mellan svenska och europeiska aktier och amerikanska aktier av samma storlek. Panel (a)–(d) visar resultat för olika storlekssegment: storbolag, medelstora bolag, småbolag respektive mikrobolag. Likviditetssgapet baseras på effektiv spread, definierad på samma sätt som i figur 2. Den skuggade arean kring varje linje indikerar ett 95-procentigt konfidensintervall. När konfidensintervallen för Sverige och Europa inte överlappar varandra är skillnaden dem emellan statistiskt säkerställd.

av dessa potentiella förklaringar kan beläggas (eller förkastas) empiriskt inom ramen för den här rapporten.

Ett annat viktigt mönster i figur 4 är att svenska aktiers likviditetssgap är lägre än i övriga Europa. Det betyder att när man justerar för bolagens storlek och likviditeten i amerikanska aktier har svenska aktier högre likviditet än europeiska. Och det gäller i alla segment utom för storbolagen.³¹ Skillnaden är störst för småbolag och mikrobolag. I början av tidsperioden är det ingen signifikant skillnad, den uppstår över åren 2016–2018. Brogaard, Hagströmer och Zareci (2025) redovisar likviditetssgapen uppdelade för varje land i Europa. Där framgår att den svenska aktiemarknaden för bolag utanför storbolagssegmentet är en av de tre bästa i Europa, sett till likviditetssgap baserat på effektiv spread.

31. Konfidensintervallen i figur 4 är inte överlappande för 2024 i något segment, utom för storbolag. Det innebär att skillnaden är statistiskt säkerställd.

RESILIENS I DEN SVENSKA AKTIEMARKNADEN

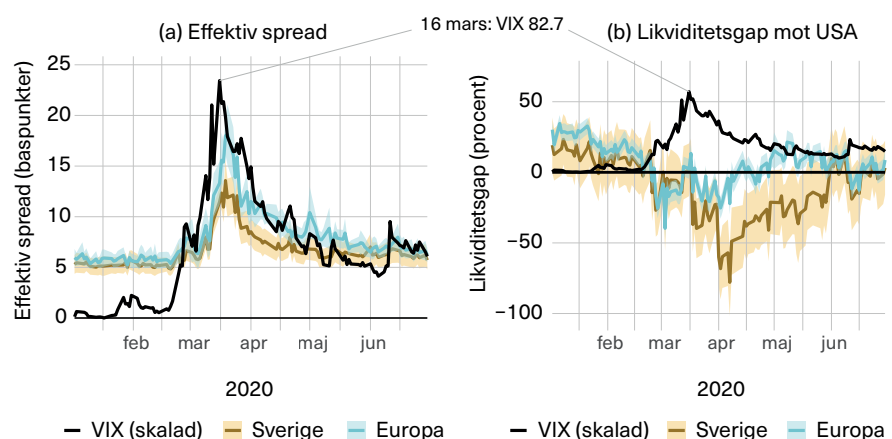
Marknadens motståndskraft, eller resiliens, mot olika typer av chocker som kan påverka ekonomin är ett område av uppenbart intresse hos såväl marknadens aktörer som politiska beslutsfattare. För finansiell marknadskvalitet avses med sådan resiliens förmågan att fortsätta handeln som vanligt i tider av ekonomisk osäkerhet.

Covid-19-pandemin var en omfattande kris för världsekonomin. Att pandemins utbrott var en kraftig ekonomisk chock kan utläsas av att VIX-indexet, ett mått på osäkerhet på den amerikanska finansmarknaden, nådde sin högsta notering någonsin. Den 16 mars 2020 registrerade VIX, som i normala tider fluktuerar på nivåer mellan 10 och 20, sin toppnotering på 82,7. När man ska göra en internationell jämförelse passar pandemin bra eftersom den per definition drabbade hela världen. Hur påverkades likviditeten och likviditetsgapen av covid-19-pandemin? Här analyseras likviditetens resiliens under den första tiden: det första halvåret 2020. För att hålla analysen kort begränsas den till storbolagssegmentet. Resultaten visas i figur 5.

Den effektiva spreaden i svenska storbolag ökar kraftigt vid pandemiutbrottet. Från att ha legat omkring 5 baspunkter i januari, börjar den stiga i mitten av februari. Höjdpunkten nås 20 mars, då spreaden är 18 baspunkter i genomsnitt, mer än tre gånger så högt som i januari. Efter det sjunker spreadarna gradvis, men i slutet av juni är de fortfarande på förhöjda nivåer jämfört med januari.

De svenska storbolagen klarar sig ändå bra jämfört med storbolag i andra europeiska länder. I dagarna omkring toppnoteringen för VIX-indexet är den svenska likviditeten signifikant bättre än för storbolag i övriga Europa,

Figur 5. Resiliens i likviditeten under pandemin, första halvåret 2020.



Not: Figuren visar (a) effektiv spread och (b) likviditetssgap för svenska och europeiska storbolag relativt jämförbara amerikanska aktier, mätt dagsvis under första halvåret 2020, baserat på effektiv spread. I båda panelerna visas också VIX-indexets utveckling under samma tidsperiod, skalat så att det passar på samma skala som övriga mått och med första värdet för året lika med noll. Svenska aktier är inte medräknade i måtten för Europa. Effektiv spread är definierad som i figur 2 och likviditetssgap som i figur 3. Den skuggade arean kring varje linje indikerar ett 95-procentigt konfidensintervall. När konfidensintervallen för Sverige och Europa inte överlappar varandra är skillnaden dem emellan statistiskt säkerställd.

en skillnad som inte finns i början av året och som också försvinner igen inom någon vecka. Att skillnaden är statistiskt säkerställd kan man se i figur 5, panel (a), när konfidensintervallen för Sverige och Europa inte överlappar varandra.

Den svenska marknadens resiliens står sig också väl i jämförelse med den amerikanska. I panel (b) ser man att likviditetsgapet minskar i flera veckor efter att VIX-indexet har nått sin topp. Vändpunkten är den 7 april, då det svenska likviditetsgapet är så lågt som –78 procent. Detta innebär att den svenska likviditeten återhämtar sig snabbare än den amerikanska efter den värsta pandemioron. Även det europeiska likviditetsgapet sjunker i samband med pandemin, men inte lika mycket som det svenska.

Sammanfattningsvis indikerar analysen att den svenska aktiemarknaden håller högre resiliens än den amerikanska och de europeiska. Det går att se genom att likviditetsförsämringen vid pandemiutbrottet är mindre i Sverige än i USA och i övriga Europa, och att återhämtningen till normala nivåer går snabbare. Det ska dock betonas att resultaten från en fallstudie som denna inte nödvändigtvis är representativa för andra kriser.

Möjliga åtgärder för att förbättra likviditeten

De europeiska kapitalmarknaderna debatteras i skrivande stund flitigt och värdepappersmarknadernas likviditet är en variabel som ofta nämns som ett problem (se referenser i inledningen). Den så kallade Draghi-rapporten pekar också på underfinansierade pensionssystem, fragmentering i reglering, marknadsövervakning, clearing och settlement³² samt en dåligt fungerande riskkapitalmarknad som gör tillväxtföretag utlämnade till banklån.³³ Resultaten i den här rapporten är i linje med problembeskrivningen att Europas kapitalmarknader ligger efter USA, men att Sverige i viss mån är ett positivt undantag. Den naturliga följdfrågan är: Vilka åtgärder bör europeiska beslutsfattare vidta? Härnäst presenteras därför en översikt över vilka effekter olika förslag, i ljuset av tidigare forskning, kan ha på likviditeten.

Särskild vikt läggs vid resultaten av den bredare studie av likviditetsgap i Europa, skriven av Brogaard, Hagströmer och Zareei (2025), som ligger till grund för den här rapporten. Där utnyttjas det faktum att lagstiftning, marknadsstruktur, ägande och institutioner varierar mycket på Europas aktiemarknader. Den variationen kan användas för att förstå likviditetsgapets orsaker. Det ska betonas att den studien påvisar samvariationer mellan olika variabler och likviditet, inte orsakssamband. Dock har alla variabler som diskuteras visats ha kausal påverkan på likviditet i tidigare forskning.

Som utgångspunkt för översikten används några av de förslag som förs fram i Draghi-rapporten.³⁴ Fokus ligger här på förslagens möjliga effekter på aktiemarknadernas likviditet. I och med att förslagen har ett betydligt bredare syfte – att stärka de europeiska marknadernas konkurrenskraft – är

32. Clearing och settlement är den process som tar vid efter att två investerare kommit överens om en transaktion på börsen, då pengar ska överföras och aktier ska registreras på nya ägare.

33. European Commission (2024).

34. European Commission (2024).

det viktigt att betona att översikten inte ska läsas som en allmän utvärdering av förslagen.

MINSKA FRAGMENTERINGEN PÅ FINANSMARKNADERNA

Fragmentering är ett vanligt förekommande ord i beskrivningar av de europeiska finansmarknaderna, vanligtvis med en negativ klang. Det finns dock många typer av fragmentering på aktiemarknaden och forskningen visar att dessa påverkar likviditeten på olika sätt. De kan sammanfattas i fyra punkter:

Fragmentering av aktiehandeln mellan olika börser. Varje europeisk aktie handlas i typfallet på många börser. När en aktie noteras på en börs, exempelvis Nasdaq Stockholm, tas den också upp för handel på flera andra, konkurrerande, börser. Att flera börser konkurrerar med varandra om orderflöden i samma aktier har analyserats mycket i den akademiska litteraturen. Resultaten visar relativt entydigt att den här typen av fragmentering förbättrar likviditeten.³⁵ Teoretiska farhågor om att börskonkurrens kan göra det svårare för investerare att hitta motparter eller att ökad arbitrageaktivitet kan undergräva likviditeten,³⁶ verkar därmed överskuggas av positiva konkurrens effekter såsom lägre avgifter och ökad innovationskraft. Brogaard, Hagströmer och Zareei (2025) visar att Europa har mycket lägre konkurrens mellan börser än USA i det här avseendet, vilket leder till större likviditetsgap. Svenska aktier har i sin tur något lägre konkurrens än det europeiska genomsnittet.

Fragmentering av aktiehandeln utanför börserna. Aktiehandeln i Europa sker också i hög grad utanför börserna. Med en börs avses här en handelsplats där investerare inför ett handelsbeslut i hög utsträckning kan se vilka köp- och säljintressen som finns i orderboken. De kan sedan välja att handla passivt (genom att lägga en order som tålmodigt väntar på en motpart) eller aktivt (genom att lägga en order som omedelbart leder till en transaktion). Det finns dock många andra sätt att organisera handelsplatser för aktier, och det är fragmenteringen dem emellan som avses här. Aktiehandel utanför börserna, som ibland kallas ”mörk” eftersom den präglas av låg transparens, sker i så kallade dark pools, systematic internalisers och periodic auctions. Det finns akademiska studier även på mörk handel, men resultaten med avseende på likviditet divergerar både i teoribildningen och i empiriska studier.³⁷ Brogaard, Hagströmer och Zareei (2025) visar att likviditeten i europeiska storbolag är positivt relaterad till den här typen av fragmentering, medan relationen i USA tvärtom är negativ. Sammantaget indikerar

35. Se exempelvis Foucault och Menkveld (2008) och Degryse, de Jong och van Kervel (2015) för empiriska analyser gällande konkurrens mellan börser i Europa.

36. Se Pagano (1989) och Foucault, Kozhan och Tham (2017).

37. Teoretiskt beror effekten på likviditeten på vilken typ av flöden som lockas till de mörka handelsplatserna. Om det är investerare som handlar utan privat information kan det vara dåligt för likviditeten på börserna (Zhu, 2014). Om det tvärtom är välinformade investerare i mörkret kan det gynna likviditeten (Ye och Zhu, 2020). Empiriskt visar vissa studier att mörk handel är negativ för likviditeten (till exempel Degryse, de Jong och van Kervel, 2015), medan andra ser positiva effekter (O’Hara och Ye, 2011). Hagströmer och Menkveld (2025) visar i en artikel som ännu inte genomgått kollegial granskning att mörk handel inte bidrar substantiellt till effektiv prissättning.

detta att aktiehandeln utanför börsen kan vara en orsak till de låga likviditetsgapen i Europas storbolag, men blandade resultat i andra studier gör att det är för tidigt att säga om sambandet är kausalt. Svenska aktier har en något lägre andel handel utanför börsen än det europeiska genomsnittet.

Fragmentering på listningsmarknaden. En tredje typ av fragmentering är det faktum att olika europeiska aktier är noterade på olika börser. Även om de europeiska primärmarknaderna, det vill säga de börser där företag noterar sina aktier, har genomgått en betydande konsolidering kvarstår många nationella listningsregler. Tankesmedjan New Financial rapporterar att Europa har mer än 20 primärmarknader med olika regler.³⁸ Forskningen visar att sammanslagningar av börser med olika aktier påverkar likviditeten positivt, men härleder inte effekten till mer enhetliga handelsregler (som betonas i Draghi-rapporten).³⁹ Forskarna betonar i stället att större börser kan drivas till en lägre kostnad per avslut samt att de breddar investerarsbasen och på så sätt får högre handelsaktivitet. Brogaard, Hagströmer och Zareei (2025) tillför empiriskt stöd för att större börser är förknippade med högre likviditet i både Europa och USA. I och med att börsgrupperna i USA (New York Stock Exchange och Nasdaq Stock Market) är mycket större än de europeiska börsgrupperna, bidrar detta till det europeiska likviditetsgapet.

Fragmentering på clearingmarknaden. Att clearingmarknaden i Europa är fragmenterad är en stor skillnad mot USA där i princip all clearing och settlement är centraliserade. Det finns inte mycket forskning på hur det påverkar likviditeten, men en empirisk studie på den nordiska aktiemarknaden visar att införandet av central motpartsclearing 2009 leder till minskad volatilitet, men även minskad handelsvolym.⁴⁰ Att fragmenterad clearing ökar clearingkostnaden är också empiriskt belagt, men ingen studie visar hur mycket det påverkar likviditeten.⁴¹ Brogaard, Hagströmer och Zareei (2025) visar att aktiemarknader med olika strukturer för hur fragmenterad clearing hanteras också har olika nivåer i likviditet. Här behövs dock mer forskning för att kunna fastslå några orsakssamband.

ÖKA HUSHÄLLENS DELTAGANDE PÅ FINANSMARKNADEN

Under pandemin ökade aktiehandeln bland privatpersoner markant, och i kölvattnet av det finns det mycket forskning kring dess effekter. Traditionellt har uppfattningen varit att privata investerares aktiehandel i hög grad motiveras av psykologi eller kapitalbehov, snarare än att de besitter privat

38. <https://www.newfinancial.org/reports/the-problem-with-european-stock-markets>.

39. Se Arnold, Hersch, Mulherin och Netter (1999) och Nielsson (2009).

40. Central motpartsclearing, eller CCP-clearing, innebär att risken mellan köpare och säljare i en transaktion förs över till en central motpart. Om en part inte kan fullgöra sitt åtagande i transaktionen drabbas därmed inte den andra parten. Se Menkveld, Pagnotta och Zoican (2015).

41. Benos, Huang, Menkveld och Vasios (2024) visar att kostnaden för en fragmenterad clearingmarknad är ekonomiskt signifikant. Bazrafshan och Zoican (2025), som ännu inte genomgått kollegial granskning, poängterar att clearingmekanismen i de fall investerare är anslutna till olika clearingföretag är viktig för utfallet.

information. Teoretiskt leder i så fall ökad handel från privatpersoner till högre likviditet, eftersom risken att tillhandahålla likviditet till dem är låg.⁴² Även om det finns forskning som tyder på att privatpersoners aktiehandel i viss mån kan vara informationsbaserad, är den övervägande slutsatsen från empirisk forskning att hushållens deltagande på aktiemarknaden gynnar likviditeten.⁴³ Det finns ingen forskning som visar om hushållens finansiella kunskapsnivå, som ofta tas upp i debatten, har någon direkt effekt på likviditeten. Brogaard, Hagströmer och Zareei (2025) visar att aktier listade i länder där hushållen har ett större ägande av aktier också har högre likviditet. I och med att hushållens deltagande på aktiemarknaden är betydligt högre i USA än i Europa är detta en bidragande orsak till det europeiska likviditetsgapet. Sverige ligger i detta avseende närmare det amerikanska än det europeiska genomsnittet, vilket sannolikt bidrar till att den svenska likviditeten står sig väl i en europeisk jämförelse.

ÖKA INFLÖDET TILL KAPITALMARKNADEN VIA PENSIONSFONDER

Sverige sticker ut i Europa på det sättet att man har ett välkapitaliserat pensionssystem där också hushållen kan påverka sina placeringar. Forskningen visar att institutionell aktiehandel kan förbättra priseffektiviteten och till viss del även likviditeten.⁴⁴ Ett aktivt institutionellt ägande kan också förbättra likviditeten, medan institutioner som låser upp stora aktieposter under lång tid kan begränsa likviditeten.⁴⁵ Brogaard, Hagströmer och Zareei (2025) visar att aktier i bolag med stora långsiktiga ägare inte har högre likviditet än andra aktier. Däremot har andelen fritt handlade aktier (free float) en positiv relation till likviditeten. I och med att den andelen tenderar att vara betydligt högre i USA än i Europa är det en möjlig förklaring till det europeiska likviditetsgapet. I Sverige är andelen fritt handlade aktier något högre än det europeiska genomsnittet, men mycket lägre än i USA. I den utsträckning pensionskapitalet kanaliseras till passivt förvaltade fonder, som enbart försöker följa index, finns visst stöd för en effekt på likviditeten.⁴⁶ Brogaard, Hagströmer och Zareei (2025) visar att aktier där passivt förvaltade fonder har en högre ägarandel (generellt, inte bara från pensionsfonder) också tenderar att ha högre likviditet. Denna effekt är särskilt stark i europeiska aktier. Det passiva ägandet är betydligt högre i USA än i Europa,

42. Se exempelvis Kyle (1985).

43. Resultat i Boehmer, Jones, Zhang och Zhang (2021) tyder på att privatpersoners aktiehandel kan vara informativ, medan en analys i Dyhrberg, Shkilko och Werner (2025) tyder på motsatsen. Barrot, Kaniel och Sraer (2016) visar i en studie att privatpersoner bidrar till likviditeten genom att handla passivt.

44. Boehmer och Kelley (2009).

45. Kacperczyk, Sundaresan och Wang (2021) visar att ägande från aktiva utländska institutioner ökar likviditeten och minskar bolagens kapitalkostnad. Brockman, Chung och Yan (2009) visar att blockägarandel minskar handelsaktiviteten, och att det i sin tur leder till lägre likviditet. Det positiva sambandet mellan likviditet och free float (den del av ett bolags aktier som är tillgänglig för handel på marknaden) bekräftas i en internationell studie av Ding, Ni och Zhong (2016).

46. Medan Comerton-Forde och Marta (2025) visar att börshandlade fonder förbättrar likviditeten, finner Ben-David, Franzoni och Moussawi (2018) att de ökar volatiliteten, vilket brukar vara dåligt för likviditeten.

men eftersom det påverkar likviditeten mer i Europa är nettoeffekten att det passiva ägandet förknippas med lägre likviditetsgap i Europa.

STÄRK MARKNADEN FÖR RISKKAPITAL

En annan faktor som sticker ut i Sverige är att det finns en välutvecklad riskkapitalmarknad. Det är rimligt att tänka sig att detta gynnar likviditeten, exempelvis genom att riskkapitalföretagen förbättrar bolagsstyrningen och minskar informationsasymmetrier, men det finns ingen forskning som belägger ett sånt samband. Omvänt finns dock forskning som visar att aktiemarknadens likviditet påverkar riskkapitalbranschen. En mer likvid aktiemarknad gör det lättare för riskkapitalister att børsintroducera sina innehav.⁴⁷

Slutsatser

En likvid aktiemarknad är eftersträvansvärd för att den förknippas med

- › låga kapitalkostnader för företagen när de emitterar nya aktier
- › en effektiv prissättning på börsen, vilket genom att generera prisinformation också gynnar kapitalallokeringen till projekt utanför noterade bolag
- › låga kostnader för kapitalförvaltning, exempelvis hos pensionsfonder och försäkringsbolag.

Den här rapporten visar att likviditeten på den svenska aktiemarknaden (för alla listade bolag utom de minsta) har förbättrats avsevärt över de senaste femton åren, 2010–2024. Den svenska likviditeten står sig nu väl i jämförelse med aktiemarknaderna i övriga Europa och USA. Svenska storbolags⁴⁸ aktier är till och med mer likvida än jämförbara bolag i USA, som annars brukar betraktas som den mest likvida marknaden i världen. I en europeisk jämförelse är det dock aktierna utanför storbolagssegmentet som sticker ut. För dessa bolag är den svenska aktiemarknaden, när man kontrollerar för bolagens storlek, en av de mest likvida i Europa. I fallstudien av de första månaderna av pandemin, som 2020 skapade stor oro på världens finansmarknader, visar den svenska aktiemarknaden också större resiliens än jämförbara marknader i övriga Europa och i USA.

Det negativa som kan sägas om den svenska aktiemarknaden är att den har betydligt lägre omsättning än den amerikanska. Den genomsnittliga investeringshorisonten (ett inverterat mått på omsättningsgrad) är mer än dubbelt så lång i mindre svenska bolag (som värderas under 5 miljarder USD) som i jämförbara amerikanska. Även storbolagen ligger efter i det här sammanhanget, med mer än 60 procent längre investeringshorisont. Detta kan tolkas som att det är svårare att handla stora aktieposter i den svenska marknaden, vilket i så fall drabbar exempelvis pensionsfonder. Situationen är liknande i övriga Europa.

47. Michelacci och Suarez (2004).

48. Med värdering som överstiger 5 miljarder USD.

REKOMMENDATIONER

Med det aktuella forskningsläget som utgångspunkt kommenterar rapporten en rad åtgärder som föreslagits för de europeiska kapitalmarknaderna. Förslagen relateras också till resultaten i den bredare studie av likviditetsgap för den europeiska aktiemarknaden som ligger till grund för denna rapport.⁴⁹ Utifrån den diskussionen kan följande rekommendationer ges.

Värna hushållens aktiesparande. Det finns starkt stöd i forskningen för att privatpersoners deltagande på aktiemarknaden är bra för likviditeten.

Stärk konkurrensen mellan börser. Att svenska aktier numera handlas aktivt på en rad börser har gynnat likviditeten, men konkurrensen mellan europeiska börser är fortfarande betydligt lägre än konkurrensen mellan amerikanska börser.

Verka för en paneuropeisk aktiemarknad. Den europeiska börsmarknaden har i viss mån konsoliderats, men börsnoteringarna följer fortfarande i hög grad nationsgränserna. En paneuropeisk aktiemarknad, med harmoniserade noterings- och handelsregler, skulle kunna öka likviditeten och investerarbasen, vilket i sin tur kan leda till högre aktievärderingar.

Eftersträva att en större del av bolagens aktier kan handlas fritt. Att ha en låg andel av ett bolags aktier tillgänglig för handel (*free float*) kan vara en hämsko för likviditeten.

Referenser

- Acharya, V. V. & Pedersen, L. H. (2005). Asset pricing with liquidity risk. *Journal of Financial Economics*, 77(2), 375–410.
- Amihud, Y. & Mendelson, H. (1986). Liquidity and stock returns. *Financial Analysts Journal*, 42(3), 43–48.
- Arnold, T., Hersch, P., Mulherin, J. H. & Netter, J. (1999). Merging markets. *Journal of Finance*, 54(3), 1083–1107.
- Barardehi, Y. H., Bernhardt, D., Da, Z. & Warachka, M. (2025). Institutional liquidity costs, internalized retail trade imbalances, and the cross-section of stock returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1–62.
- Barrot, J. N., Kaniel, R. & Sraer, D. (2016). Are retail traders compensated for providing liquidity? *Journal of Financial Economics*, 120(1), 146–168.
- Bazrafshan, B. & Zoican, M. (2025). Can preferred clearing reduce post-trade costs? Working paper available at <https://ssrn.com/abstract=5167158>.
- Ben-David, I., Franzoni, F. & Moussawi, R. (2018). Do ETFs increase volatility? *Journal of Finance*, 73(6), 2471–2535.
- Benos, E., Huang, W., Menkveld, A. & Vasios, M. (2024). The cost of clearing fragmentation. *Management Science*, 70(6), 3581–3596.

49. Brogaard, Hagströmer och Zareei (2025).

- Boehmer, E. & Kelley, E. K. (2009). Institutional investors and the informational efficiency of prices. *Review of Financial Studies*, 22(9), 3563–3594.
- Boehmer, E., Jones, C. M., Zhang, X. & Zhang, X. (2021). Tracking retail investor activity. *Journal of Finance*, 76(5), 2249–2305.
- Brockman, P., Chung, D. Y. & Yan, X. S. (2009). Block ownership, trading activity, and market liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(6), 1403–1426.
- Brogaard, J., Hagströmer, B. & Zareei, A. (2025). The European Liquidity Gap. Working paper available at <https://bit.ly/liquiditygap>.
- Brogaard, J., Hagströmer, B., Nordén, L. & Riordan, R. (2015). Trading fast and slow: Colocation and liquidity. *Review of Financial Studies*, 28(12), 3407–3443.
- Comerton-Forde, C. & Marta, T. (2025). ETF effects: The role of primary versus secondary market activities. *Journal of Financial Markets*, 100983.
- Corwin, S. A. & Schultz, P. (2012). A simple way to estimate bid-ask spreads from daily high and low prices. *Journal of Finance*, 67(2), 719–760.
- Degryse, H., de Jong, F. & van Kervel, V. (2015). The impact of dark trading and visible fragmentation on market quality. *Review of Finance*, 19(4), 1587–1622.
- Ding, X. S., Ni, Y. & Zhong, L. (2016). Free float and market liquidity around the world. *Journal of Empirical Finance*, 38, 236–257.
- Dyhrberg, A. H., Shkilko, A. & Werner, I. M. (2025). The retail execution quality landscape. *Journal of Financial Economics*, 168, 104051.
- European Commission (2024). The future of European competitiveness. A competitiveness strategy for Europe, Part A, 9 september 2024. https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en.
- European Commission (2025). Commission Recommendation of 30.9.2025 on Increasing the Availability of Savings and Investment Accounts with Simplified and Advantageous Tax Treatment. [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=PI_COM:C\(2025\)6800](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=PI_COM:C(2025)6800).
- Foucault, T. & Menkveld, A. J. (2008). Competition for order flow and smart order routing systems. *Journal of Finance*, 63(1), 119–158.
- Foucault, T., Kozhan, R. & Tham, W. W. (2017). Toxic arbitrage. *Review of Financial Studies*, 30(4), 1053–1094.
- Hagströmer, B. (2021). *Measuring financial market quality in high-frequency data*. <https://www.hhs.se/en/houseoffinance/data-center/nasdaq-hft/nordic-market-quality/>.
- Hagströmer, B. (2022). Market fragmentation in Europe. Working paper available at <https://ssrn.com/abstract=4274523>.
- Hagströmer, B. (2023). *The Retail Investment Boom and the Cost of Trading Small Stocks*. <https://research.hhs.se/esploro/outputs/991001533399506056>.
- Hagströmer, B. & Menkveld, A. J. (2025). Trades, Quotes, and (Unbiased) Information Shares. Working paper available at <https://ssrn.com/abstract=4356262>.

- Hasbrouck, J. (2009). Trading costs and returns for US equities: Estimating effective costs from daily data. *Journal of Finance*, 64(3), 1445–1477.
- Hendershott, T., Jones, C. M. & Menkveld, A. J. (2011). Does algorithmic trading improve liquidity?. *Journal of Finance*, 66(1), 1–33.
- Jahan-Parvar, M. R. & Zikes, F. (2023). When do low-frequency measures really measure effective spreads? Evidence from equity and foreign exchange markets. *Review of Financial Studies*, 36(10), 4190–4232.
- Kacperczyk, M., Sundaresan, S. & Wang, T. (2021). Do foreign institutional investors improve price efficiency? *Review of Financial Studies*, 34(3), 1317–1367.
- Kyle, A. S. (1985). Continuous auctions and insider trading. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1315–1335.
- Lee, C. M. & Ready, M. J. (1991). Inferring trade direction from intraday data. *Journal of Finance*, 46(2), 733–746.
- Menkveld, A. J., Pagnotta, E. & Zoican, M. (2015). Does central clearing affect price stability? Evidence from Nordic equity markets. Working paper available at <https://ssrn.com/abstract=2350762>.
- Michelacci, C. & Suarez, J. (2004). Business creation and the stock market. *Review of Economic Studies*, 71(2), 459–481.
- Nielsson, U. (2009). Stock exchange merger and liquidity: The case of Euronext. *Journal of Financial Markets*, 12(2), 229–267.
- OECD (2025). The Swedish Equity Market: Institutional Framework and Trends. http://oecd.org/en/publications/the-swedish-equity-market_0640a75c-en.html.
- O’Hara, M. & Ye, M. (2011). Is market fragmentation harming market quality? *Journal of Financial Economics*, 100(3), 459–474.
- Pagano, M. (1989). Trading volume and asset liquidity. *Quarterly Journal of Economics*, 104(2), 255–274.
- Penalva, J. S. & Tapia, M. (2025). Changes in the Turnover Ratio and Liquidity in International Equity Markets. MI3 Academic Research Papers. https://www.platopartnership.com/s/PLATO_20250228.pdf.
- Ye, M. & Zhu, W. (2020). Strategic informed trading and dark pools. Working paper available at <https://ssrn.com/abstract=3292516>.
- Zhu, H. (2014). Do dark pools harm price discovery? *Review of Financial Studies*, 27(3), 747–789.

SNS Förlag
Box 5629, 114 86 Stockholm
Telefon: 08-507 025 00
info@sns.se www.sns.se

SNS – Studieförbundet Näringsliv och Samhälle – är en oberoende ideell förening som genom forskning, möten och utbildning bidrar till att ledande beslutsfattare i näringsliv, politik och offentlig förvaltning kan fatta välgrundade beslut baserade på vetenskap och saklig analys. 280 ledande företag, myndigheter och organisationer är medlemmar i SNS.