

*Lars Vinell &
Adri de Ridder:*

Aktiers avkastning och risk. Teori och praktik

Utvecklingen på de finansiella marknaderna i Sverige har varit explosionsartad under 1980-talet. Efter mer än 30 år av hård reglering brast fördämningarna och en period av snabb avveckling och omdaning inleddes. Avregleringen har bidragit till att antalet finansiella instrument vuxit och till att aktörerna getts större frihet i sitt agerande, vilket skapat förbättrade möjligheter till riskplanering. Övergången till ett nytt system för kapitalbeskattning är ytterligare en omständighet som öppnar nya planeringsmöjligheter. Denna utveckling ställer emellertid nya och större krav på kunskap och förståelse för de grundläggande sambanden på den finansiella marknaden och för de finansiella tillgångarnas speciella egenskaper.

Mot bakgrund av denna utveckling och ett samtidigt markant ökat intresse för finansiell ekonomi bland dagens ekonomistuderande vid våra universitet och högskolor, är det inte förvånande att ett nytt radarpar inom svensk nationalekonomi tagit sig an den svåra uppgiften att skriva en lärobok på svenska i finansiell ekonomi. Docenterna Lars Vinell och Adri de Ridder, verksamma vid Industriförbundet respektive Avesta AB, har i boken *Aktiers avkastning och risk; Teori och praktik* (Norstedts, 1990), gjort ett ambitiöst försök inte bara att skriva en bok på området utan också att i denna söka överbrygga klyftan mellan empiri och teori. Boken har en traditionell uppläggning och behandlar de tre centrala områden inom finansiell ekonomi som brukar omfattas av internationella läroböcker: portföljval, prispbildning på prisbärande till-

gångar samt effektiva marknader.

Efter en inledande beskrivning av den svenska aktiemarknaden följer en analys av sambandet mellan avkastning och risk samt en härledning av effektiva portföljer. Detta avsnitt utgör en enkel framställning av grunddragen i teorierna för optimalt portföljval där avkastning och risk ses som de viktigaste faktorerna för individens val. Avsnittet sammanfattar därmed i grova drag Harry Markovitz arbete.

I det följande kapitlet analyseras det för finansiell ekonomi centrala och kontroversiella begreppet effektiva marknader. Författarna diskuterar innebörden av svag, mellanstark och stark effektivitet och visar hur dessa begrepp skall relateras till prisets funktion som informationsbärare. Det kontroversiella i begreppet effektiva marknader ligger i att existensen av en sådan gör att det inte lönar sig att insamla och bearbeta ny information i syfte att finna "säkra" vinnare. Konsekvensen är att mycket av vad dagens fondförvaltare sysslar med ter sig som ett slöseri med resurser. I anslutning till denna presentation redogör författarna också för metoder att testa effektivitet och i ett senare avsnitt presenteras resultatet av empiriska tester av effektivitet som de gjort med data från den svenska marknaden.

Därefter följer en utvidgad beskrivning av Capital Asset Pricing Model, CAPM. CAPM är en jämviktsmodell för prisbildningen på riskbärande tillgångar. Enligt denna teori kan avkastningen på en riskbärande tillgång delas in i två komponenter. Den ena motsvarar ersättningen för väntan och utgör den riskfria räntan och den andra ersättningen för risk. Riskersättningen är närmare bestämt sådan att den ökar när den icke *diversifierbara* risken ökar och sambandet är dessutom linjärt. CAPM, som i första hand associeras med arbeten av William Sharpe, ger därmed två mycket klara handlingsregler till investerarna – högre avkastning kan enbart uppnås genom ett högre risktagande

och riskersättning erbjuds enbart för sådan risk som inte kan diversifieras bort.

I detta avsnitt presenteras också, om än i en något summarisk form, en till CAPM-modellen konkurrerande teoribildning, arbitrage-pristeorin, APT. APT är en teori som i korthet bygger på principen att riskfria arbitrage inte kan förekomma annat än tillfälligtvis. Boken avslutas med ett kapitel som behandlar optimal prissättning av sk derivatinstrument, som här exemplifieras med optioner.

Empiriska studier

Författarna kompletterar, många gånger på ett förtjänstfullt sätt, de teoretiska avsnitten med empiriska studier av svenska förhållanden. Begreppet effektivitet har testats med avseende på exempelvis småföretagareffekten och insidereffekten. Författarna presenterar också en rad resultat rörande såväl marknadens som de enskilda aktiernas avkastning och volatilitet samt korrelationen mellan kursutvecklingen på Stockholmsbörsen och några internationella börser.

Tyvärr måste jag ändå konstatera att även om ambitionsnivån är lovvärd lider boken i dess nuvarande skick av en rad brister. Dessa brister beror enligt min bedömning på att författarna inte i förväg bestämt sig för vilken publik boken är riktad till, nybörjare eller de som redan besitter vissa grundkunskaper, eller vilken karaktär boken skall ha, en ren lärobok eller en tillämpad bok. Det är också min gissning att det förelåg en viss brådska vid bokens tillkomst. Detta ger dessvärre boken ett ganska rörigt, svåröverskådligt och opedagogiskt intryck. Låt mig peka på några brister.

Kapitlen är inte särskilt väl integrerade och mycket av materialet tas upp till diskussion två gånger, varför onödigt upprepning förekommer. Begreppet effektiva marknader behandlas exempelvis i såväl kapitel 3 som kapitel 9, CAPM diskuteras i kapitel 3 och 7. Men upprepningarna

görs på ett subtilt sätt varför det kan vara svårt för den oinvidde läsaren att genomskåda dessa och skilja dem från en presentation av nytt material.

Småfel, som ofullständiga figurer, felaktiga hänvisningar och ibland rena språkfel, förekommer också. För en insatt läsare behöver detta inte orsaka annat än en viss irritation, men när, som här är fallet, boken är avsedd såsom lärobok är sådana slarvfel inte bara störande utan framförallt förvirrande.

Boken innehåller också tvära kast mellan avsnitt med olika svårighetsgrad. Vissa avsnitt är triviala medan andra kräver mycket goda förkunskaper, framförallt i statistik och ekonometri. Boken hade vunnit på att hålla samma svårighetsgrad och att komplikationer som inte är avgörande för den allmänna förståelsen förpassats till en fotnot eller ett appendix.

Metodologiska oklarheter

Rena metodologiska oklarheter förekommer också. Jag ställer mig exempelvis tveksam till författarnas sätt att utvärdera allemansfonderna. Redan i mitten av 1960-talet publicerades en rad artiklar av bl a William Sharpe, där metoder, härledda utifrån samma teoretiska ansats som CAPM, för utvärdering av fonder och portföljer presenterades. De Ridder-Vinell har emellertid inte valt dessa intuitivt enkla metoder, utan har granskat allemansfonderna efter andra kriterier och med hjälp av metoder som är mycket svårare att förstå och tolka.

Boken i dess nuvarande skick torde därmed knappast kunna konkurrera med befintliga internationella läroböcker som ofta håller en mycket hög pedagogisk nivå. En bok i finansiell ekonomi tillämplig på svenska förhållanden skulle emellertid utan tvekan utgöra ett intressant och välbehövligt komplement till de traditionella utländska böckerna. Boken är emellertid alltför omfattande vad gäller

läroboksinnehållet och lämnar alltför mycket att önska vad gäller de svenska förhållandena för att kunna fylla detta behov.

Varför inte vidga och fördjupa diskussionen av den svenska utvecklingen, svenska institutionella förhållanden, svensk lagstiftning som komplement till de empiriska studier som gjorts. En test av stark effektivitet borde naturligtvis kompletteras med en diskussion om svensk insiderlagstiftning, och en utvärdering av allemansfondernas effektivitet låter sig knappast göras utan att denna relateras till de regler som gäller för fondernas placerare. Det hade också varit intressant om författarna diskuterat den svenska skattelagstiftningen. Den många gånger hårt kritiserade dubbelskattningen av aktieutdelningar betyder bl a att Miller-Modiglianis invariansteorem vad gäller avkastning och värdestegring inte gäller. Den tidigare icke-neutrala beskattningen leder också till att det samband mellan avkastning och risk som postuleras av CAPMs enklaste version inte längre håller, utan sambandet måste modifieras med avseende på skatternas inverkan.

*Fil dr ANNE-MARIE PÅLSSON
Nationalekonomiska institutionen,
Lunds universitet*