

den snabba utvecklingen. Finansiell ekonomi nämns också ofta som exempel på ett område där den akademiska teoribildningen på ett dramatiskt sätt förändrat sättet att tänka och agera bland praktiker.

För den som vill följa framväxten av ämnesområdet finansiell ekonomi rekommenderas Peter L Bernsteins *Kapitalet – finansvärldens nytänkare* (Timbro, originaltitel: *Capital Ideas – the Improbable Origins of Modern Wall Street*). Det är en idéhistorisk beskrivning av den moderna finansiella teorins framväxt och dess inflytande på sättet att arbeta på de finansiella marknaderna. Bernsteins bok är uppbyggd kring ett antal porträtt av personer som lämnat betydelsefulla bidrag till den finansiella teorins uppbyggnad eller till dess implementering. Dessa personporträtt varvas med populärvetenskapliga sammanfattningar av de enskilda forskningsbidragen där författaren lagt ned stor möda på att göra beskrivningen av de teoretiska bidragen så lättillgängliga som möjligt.

Bernsteins urval följer i stort sett vad som tas upp i en standardbok i portföljvalsteori. Där finns nobelpristagarna<sup>1</sup> Paul Samuelson, Harry Markowitz, William Sharpe, Merton Miller, Franco Modigliano och James Tobin, liksom Eugene Fama – upphovsmannen till effektiva marknadshypotesen – och optionspristeoretikerna Fisher Black, Myron Scholes och Robert Merton. Men även mindre kända personer dyker upp som tex Arthur Roy, en brittisk ekonom som hade oturen att publicera sin artikel om optimalt portföljval ett par månader senare än Markowitz. Eller den vetgirige amerikanske miljonären Alfred Cowles, vars skepsis till aktiemarknadsanalytiker ledde till grundandet av forskningsinstitutet Cowles Commission for Research in Economics – som genererat åtskilliga Nobelprista-

## ***Peter L Bernstein:***

### **Kapitalet – finansvärldens nytänkare**

Finansiell ekonomi är ett relativt nytt område inom den ekonomiska vetenskapen. I Sverige har finansiell ekonomi funnits i ca 10 år som eget ämne. Teoriutvecklingen började i den amerikanska universitetsvärlden redan på 1950-talet men fram till början av 1970-talet var forskningsaktiviteten koncentrerad till några få universitet. Därefter har ämnet vuxit mycket snabbt. Idag ges kurser i finansiell ekonomi vid de flesta universitet världen över och forskningsaktiviteten är mycket hög. 1970- och 1980-talens avregleringar av de finansiella marknaderna och den rikliga tillgången på högkvalitativt empiriskt material är faktorer som bidragit till

<sup>1</sup> Sveriges riksbanks pris i ekonomisk vetenskap till Alfred Nobels minne

gare – samt den ansedda tidskriften *Econometrica*.

Boken är uppdelad i fem delar. De fyra första ägnas åt framväxten av den finansiella teorin i den akademiska världen. Det sista avsnittet illustrerar hur de nya teorierna överfördes till Wall Street i form av några fallstudier. I bokens första del återges den obligatoriska historien om Lois Bachelier, en ung matematiker i sekelskiftets Frankrike, som skrev en avhandling om spekulationsteori – då ett högst suspekt ämne – i vilken han bl a beskrev prisprocessen på finansiella marknader som ett "rättvist spel" eller slumpvandring. Bacheliers avhandling föll i glömska men återupptäcktes på 1950-talet av en matematisk statistiker vid namn Savage, och är idag flitigt citerad som embryot till hypotesen om effektiva marknader. Bernstein tar också upp Alfred Cowles undersökningar om finansanalytikerernas (obefintliga) prognosförmåga, vilka bl a resulterade i en jättelik databas som senare skulle få stor betydelse för den empiriska forskningen.

I del två övergår Bernstein till utvecklingen av portföljvalsteorin på 1950- och 1960-talen. Ett kapitel vardera ägnas åt Markowitz teori för optimalt portföljval, Tobins separationsteorem och Sharpes vidareutveckling och förenkling av Markowitz portföljvalsmodell till den sk *single-index*-modellen. Bernstein växlar här mellan översiktliga teoribeskrivningar, mestadels i form av exempel som ibland känns något banala, och utförliga detaljer om respektive forskares väg till berömmelse.

I del tre går historien tillbaka till frågan om aktieprisernas slumpmässighet och dess implikationer för effektiv portföljförvaltning. Bernstein inleder avsnittet med att referera ett antal empiriska studier som följde i spåren av Cowles undersökningar på 1930-talet. Bl a omnämns en studie av astrofysikern (!) Osborne i vilken aktieprisernas fluktuationer jämfördes med en sk Brownsk rörelse. De empiriska

riska studierna tycktes över lag ge stöd för Bacheliers hypotes om prisfluktuationernas slumpmässighet. Bland praktikerna på Wall Street betraktades vid den här tiden de nya akademiska rönen med stor skepsis. Hur kunde man ha mage att påstå att en marknad dominerad av professionella handlare och kapitalförvaltare betedde sig helt slumpmässigt och oförutsägbart?

I en artikel 1965 visade emellertid Paul Samuelson att slumpmässigheten tvärtom var en logisk konsekvens av konkurrensen mellan välinformerade, rationella investerare. På en sådan marknad är oförutsedd ny information den enda källan till prisrörelser och när så inträffar sker prisanpassningen nästan omedelbart. Samma idé hade Eugene Fama, en Chicago-ekonom som 1965 lyckades med bedriften att få hela sin avhandling (*The Behaviour of Stock Prices*) publicerad som artikel i *Journal of Business*, och i koncentrerad form i flera praktikerorienterade tidskrifter. Famas avhandling bekräftade i allt väsentligt såväl slumpmässigheten i prisfluktuationerna som den snabba reaktionen vid ny information på aktiemarknaden. Några år senare sammanfattade Fama sina egna och andras resultat till hypotesen om effektiva marknader. Både Fama och Samuelson tillägnas ett kapitel vardera. Enligt Bernstein var det först nu som den akademiska forskningen inom finansiell ekonomi började tas på allvar på Wall Street.

I avsnitt 4 går Bernstein igenom teoriutvecklingen för värderingen av finansiella tillgångar under osäkerhet. Det börjar med John Burr Williams avhandling från slutet av 1930-talet, vars främsta bidrag var den flitigt använda utdelningsdiskonteringsmodellen. Därefter följer ekonomipristagarna Franco Modiglianos och Merton Millers teorier om kapitalstrukturens och utdelningspolitikens irrelevans för värderingen av företag. Ett annat kapitel ägnas åt William Sharpe, Jack Treynor, John Lintner och Jan Mossins obe-

roende forskningsinsatser för att komma fram till en generell teori för prissättning av risk. Resultatet, *the Capital Asset Pricing Model*, allmänt känd under förkortningen CAPM, är ännu idag den mest etablerade jämviktsteorin för prissättningen på finansiella marknader. I det fjärde avsnittets sista kapitel behandlas utvecklingen av Fisher Black och Myron Scholes formel för optionsprissättning.

I bokens femte och sista del skildrar Bernstein implementeringen av de nya finansiella teorierna i form av tre fallstudier. Den första handlar om San Francisco-baserade Wells Fargo Banks övergång från den traditionella och arbetskrävande sk "heminredningsmetoden", där varje klient fick en individuellt designad portfölj, anpassad efter yrke, ålder, riskbenägenhet etc, till kostnadseffektiva indexfonder i Markowitz, Tobin och Sharpes anda. Den andra fallstudien handlar om en ekonometriker vid Berkeley, Barr Rosenberg, som utvecklade en modell för att prediktera enskilda aktiers systematiska risk i enlighet med CAPM. Med modellen som grund började han driva konsultverksamhet hos banker och fondförvaltare som ville pröva de nya kapitalförvaltningsmetoderna. Verksamheten blev enormt framgångsrik och är idag en internationell storkoncern inom kapitalförvaltning känd under namnet "BARRA".

Den sista fallstudien tar upp 1980-talets finansmarknadsprodukt nummer ett i USA – portföljförsäkring. Enligt Bernstein utvecklades portföljförsäkringsstrategin av en ung professor i finanst teori vid Berkeley, Hayne Leland, tillsammans med en ännu yngre kollega, Mark Rubinstein (känd för sina läroböcker i optionspristeori). Precis som Rosenberg bildade de eget bolag som med hjälp av en professionell marknadsförare blev en stor succé. Problemet med portföljförsäkringsinstrumentet var att det byggde på att successivt minska andelen aktier i händelse av betydande kursfall. Dessa försäljningar sköttes helt automatiskt via da-

torprogram. När kurserna på New York börserna började falla i oktober 1987 fick ett stort antal fondförvaltare samma signal; minska andelen aktier! Detta förstärkte nedgången ytterligare vilket gav ännu fler säljorder osv. I den sk Brady-kommissionen som tillsattes efter borskraschen 1987 pekades portföljförsäkringsstrategierna ut som en avgörande faktor till det stora kursfallet måndagen den 19 oktober 1987. Bernstein besvarar kommissionens kritik och avslutar sin bok med ett hyllningstal till aktiemarknaden.

Bokens största behållning är enligt min mening de många biografiska detaljerna om personerna som lade grunden för den finansiella teorin. Förutom att det alltid är spännande att komma in bakom kulisserna ger det också en ökad förståelse för forskningsprocessen i allmänhet. Text att grundaren av den största plantskolan för framtida nobelpristagare, Cowleskommissionen, samt den idag prestigetyngda tidskriften *Econometrica*, var en kalenderbitande miljonär vars ledstjärna var "vetenskap är mått". Eller att Black och Scholes artikel om optionsprissättning blev publicerad först efter två refuseringar, omfattande revideringar samt påtryckningar från auktoriteter som Fama och Miller. Ett liknande öde drabbade Sharpes första artikel om CAPM. En annan pikant detalj är Black, Scholes och Mertons misslyckade försök att genom sin optionsformel tjäna pengar på att handla med optioner. Hade de istället ägnat sig åt att söka patent på sin värderingsformel hade de kunnat göra sig en betydligt större förtjänst.

En negativ sida av Bernsteins bok är att det ständiga växlandet mellan personhistorier och sammanfattningar av teori och empiri gör att framställningen ibland känns en aning osammanhängande. Det gäller inte minst bokens sista avsnitt vars syfte är att skildra hur den teoretiska utvecklingen så småningom förändrade villkoren för aktörerna på Wall Street. Här kunde författaren ha utelämnat persone-

taljerna och istället satsat på en saklig framställning med uppgifter om den finansiella sektorns strukturomvandling. Ett annat problem med detta avsnitt är att det känns något främmande med avseende på svenska förhållanden. Här märks det att boken ursprungligen är skriven för den amerikanska marknaden. Med tanke på den stora mängden fackuttryck och branschjargong som förekommer i originalutgåvan, har översättaren gjort ett bra arbete. En och annan mindre lyckad översättning förekommer dock. Tex har "noise" blivit "buller" istället för "brus" eller "nonsens", och vad "bioniska betavärden" är kan man bara gissa sig till.

Sammantaget är dock Timbros översättning av Bernsteins bok mycket lättillgänglig. Frågan är då vem som skall läsa den? Störst behållning har troligen den som redan stött på större delen av persongalleriet i Bernsteins 330-sidiga blandning av biografi och idéhistoria. För den som är allmänt intresserad av finansiella marknader men som inte studerat finansiell ekonomi kan Bernsteins bok säkert väcka intresse för djupare studier. Som introduktionsbok till finansiell ekonomi för praktiker passar den dock inte. Därtill är teoriavsnitten alltför kortfattade och uppblandade med personporträtten. Där emot torde den vara en utmärkt brevidläsningsbok på alla kurser i finansiell ekonomi, oavsett nivå.

*Ekonom lic PER FRENBERG  
Nationalekonomiska institutionen  
Lunds universitet*