

Bokanmälningar

*Merton Miller
& Charles Upton:*

Strategier för en bättre kapitalmarknad

Marknadens osynliga hand är den allra vanligaste metaforen i nationalekonomin. Däremot är det fortfarande ovanligt att marknadens väl synliga institutioner blir föremål för analys; i grundläggande läroböcker i pris- och allokeringsteori är de i alla händelser frånvarande. Det är därför inte underligt att den offentliga diskussionen om huruvida och hur olika marknadsinstitutioner behöver regleras ofta präglas av en viss vilshenhet. Ett aktuellt exempel på detta är Värdepappersmarknadskommittén som i ett 477 s + 529 s tjockt betänkande (SOU 1989:72) kommer med en rad förslag om ut- och avveckling av olika regleringar, innebarande bl a ett bibehållande av börsmonopolet, utan mycket av ekonomisk analys.

Ett för en ekonom naturligt sätt att ta sig an frågan om marknadens institutioner är att betrakta marknadstjänster (vilka de nu är) som varor vilka som helst och marknadens institutioner som producenter av dessa varor. Just det greppet tar de amerikanska professorerna Merton Miller och Charles Upton i boken *Strategier för en bättre kapitalmarknad* (SNS 1989, 112 s) med en svensk kommentar av Ragnar Lindgren, Bertil Näslund, Hans Tson Söderström och Staffan Viotti. Boken har skrivits som en "skuggutredning"

till Värdepappersmarknadskommittén. Huruvida det är den tjocka utredningsrapporten som skuggar den tunna SNS-boken, eller den senare som – med sitt fågelperspektiv – skuggar det detaljfixerade kommittébetänkandet är en öppen fråga.

Enligt Miller och Upton är den viktigaste tjänst som värdepappersmarknader erbjuder likviditet, dvs "möjligheten att snabbt och smidigt omsätta tex Volvoaktier till reda pengar". Hittillsvarande svenska regleringar, med omsättnings-skatterna på aktie- och penningmarknaderna som de mest flagranta exemplen, tyder på att svenska myndigheter har ansett att en oreglerad marknad producerar för mycket likviditet. Intellectuella tillhyggen för denna uppfattning har man bl a kunnat hämta från en makroekonomisk tradition med rötter som åtminstone går tillbaka till Keynes. Enligt denna skulle oreglerade marknader fungera som kasinon för de rika med en överdriven kortsiktigt inriktad spekulation som följd. Detta skulle i sin tur kunna leda dels till "alltför stora" kortsiktiga kursfluktuationer, dels till en aktieprisstruktur som stimulerade kortsiktiga investeringar. Tobin [1984] är en ofta anförd referens där sådana tankar vädras.

Miller och Upton argumenterar med emfas mot kasinosynen till förmån för uppfattningen att en aktiemarknad med mycket handel tjänar till att snabbt inkorporera ny information i aktiepriserna och därmed sprida informationen till ekonomin i dess helhet. Till sitt stöd anför de här alla de empiriska tester som gjorts av

hypotesen om effektiva aktiemarknader, dvs att dagens aktiepriser avspeglar all allmänt tillgänglig information.

På denna punkt ger de emellertid inte någon riktigt rättvisande bild av forskningsläget. På 1980-talet har nämligen flera forskare, bla den tidige banérföraren för effektiva marknader Eugene Fama, med olika metoder kommit till resultat som synbarligen strider mot marknadseffektivitet i traditionell bemärkelse. Således finner Fama & French [1988] en betydande negativ autokorrelation i avkastningsserier för aktier sedda över en femårsperiod. Detta innebär att en placerares med så långt perspektiv kan tjäna pengar på att gå mot strömmen och sälja vinnare och köpa förlorare.

Det är visserligen sant som Miller och Upton påpekar att mycket av det negativa sambandet är hänförligt till data som inkluderar trettioårsperioden och nästan bortfaller när man begränsar sig till efterkrigsdata. Problemet är emellertid delvis att den statistiska precisionen försämras, eftersom det bara finns 8-9 femårsperioder under efterkrigstiden. Det finns därför många hypoteser om aktiekursernas utveckling på längre sikt som inte går att förkasta med de metoder som använts. I en färsk översikt drar LeRoy [1989] slutsatsen att "these questions remain unresolved" (s 1603).¹ Detta förefaller mig hederligare än Miller och Uptons formuleringar vilka synes följa Herbert Tingstens gamla maxim att skriva som om man trodde till 100 procent när man är övertygad till 51 procent.

I grund och botten är problemet valet av utgångspunkt (nollhypotes). Det är förvisso sant att "alla dessa försök att förkasta marknadseffektivitet med ett enkelt och definitivt test har misslyckats" (s 23), men jag känner heller inte till något "enkelt och definitivt" test som lyckats förkasta kasinosynen.

När Miller och Upton sedan övergår till att diskutera konkreta regleringsfrågor intar de en sympatiskt pragmatisk attityd.

De för en övertygande argumentation mot börsmonopolet. Utgångspunkten är att det mesta talar för att marknadskrafterna av sig själva leder till koncentration av handeln i enskilda papper, eftersom likviditeten blir störst när handeln centraliseras till en marknad. Däremot synes det inte finnas särskilt starka drivkrafter till att handel med alla slags papper ska ske på samma marknadsplats. Om marknaderna lamnas åt sig själva skulle man alltså sannolikt få tendenser mot en situation påminnande om monopolistisk konkurrens med olika marknadsplatser specialiserade på olika typer av tillgångar och med en potentiell konkurrens från innovatörer som skulle kunna träda in med nya produkter om vinstmarginalerna på en viss marknad blev för höga. Exemplet från Sverige – tex OM och Sofe – och anorstädes tyder på att etableringskostnaderna är relativt begränsade, och att det därför inte finns utrymme för varaktiga stora övervinster. Detta synes ge mycket övertygande argument mot ett lagskyddat börsmonopol av svenskt slag, eftersom ett sådant begränsar den potentiella konkurrensen och därigenom inte ger börsmonopolet incitament till produktutveckling.

Många regler och förordningar på svenska och utländska börser syftar till att reglera den direkta informationsgivningen över marknaden och att begränsa möjligheterna att utnyttja viss slags (inside) information. Den allmänna diskussionen om insiders går ofta inte mycket längre än till att konstatera att sådana kan göra "oförtjänta" vinster. Här fördjupar både författarna och deras svenska kommentatorer perspektiven genom att analysera olika effekter på samhällsekonomisk effektivitet som sådana transaktioner kan ha. I konsekvens med synen att marknaderna producerar likviditet rör de centrala effektivitetseffekterna just likvi-

¹ För en översikt med särskild tonvikt vid anomalier se De Bondt & Thaler [1989].

ditetsförsörjningen. På vissa marknader, t ex penningmarknaden i Sverige, finns sk marknadsgaranter (market makers) vilka i varje ögonblick tillkännager köp- och säljkurser i olika värdepapper. Till dessa kurser åtar sig marknadsgaranten att köpa och sälja vissa fasta kvantiteter innan kursen ändras. På marknader med stor handel kan de hålla en låg marginal mellan köp- och säljkurs vilket innebär en hög grad av likviditet. Marknadsgaranternas vinster, som uppkommer genom kursmarginalen (spreaden), är emellertid känsliga för stora oförutsedda kursrörelser. En marknad där insideraffärer är vanliga kan därför bli mindre attraktiv för marknadsgaranterna och leda till mindre likviditet antingen genom högre kursmarginal eller genom att marknadsgaranten helt upphör med sin verksamhet.

De oinformerade småspararna utgör en mindre problematisk grupp för marknadsgaranten, eftersom de bidrar till hans vinstmarginaler utan att driva kurserna på basis av privat information. För en god likviditetsförsörjning kan det därför vara viktigt med regler som tillvaratar småplacernas intressen och därmed håller kvar dessa på marknaden, t ex krav på likabehandling av små och stora aktieposter. Det finns förstås ändå skäl att fråga sig varför småsparare handlar direkt på börser. All portföljvalsteori lär oss ju att en optimal portfölj är sammansatt av ett begränsat antal fonder, och för småspararen är det mycket billigare att köpa fondandelar direkt från banker och andra kommissionärer än att själv konstruera dem genom direktägande av enskilda aktier. I själva verket kan knappast direktägande av aktier förklaras av annat än kasinosynen. Därmed är dock inte sagt att denna skulle ha större relevans för att förklara kursrörelser i allmänhet.² De svenska kommentatorerna frågar sig varför småspararna bereds direkttillgång, via olika krav på likabehandling, till aktiemarknaden men inte till penningmarknaden. En förklaring skulle kunna vara att aktiehan-

del av allmänheten upplevs som ett mycket mer spännande kasino än penningmarknaden; kursutvecklingen är knuten till enskilda företags väl och ve medan den på penningmarknaden är kopplad till svårbegripliga makroekonomiska samband.

Goda skribenter kan alltid få fram sitt budskap på ett begränsat antal sidor. Miller och Upton och deras svenska interlokutörer har på 55 resp 40 sidor berört flera områden som jag inte kommit in på. Dit hör frågan om regleringar i första hand är en uppgift för marknadsparterna själva, vilket amerikanerna hävdar, eller för offentliga myndigheter, vilket svenskar lutar åt. Sammantaget är det lätt att anbefalla boken till läsning. Detta torde vara överflödigt vad gäller kapitalmarknadernas aktörer och reglerare, hos vilka boken säkert redan är vida spridd. Boken är emellertid också användbar som ett komplement till olika kurser på universitetsnivå, där den kan bidra till att göra marknadens mekanismer synliga. För denna läsekrets kan man dock beklaga de sparsamma litteraturreferenserna.

Professor *PETER ENGLUND*
Nationalekonomiska institutionen
Uppsala universitet

Referenser

- Black, F, [1986], "Noise". *Journal of Finance*, Vol 41, s 529-542.
De Bondt, WFM, & Thaler, RH, [1989], "A Mean-Reverting Walk Down Wall Street". *Journal of Economic Perspectives*, Vol 3, s 189-202.

² Vissa ekonomer har dock på senare tid lanserat modeller där kursutvecklingen bestäms i samspel av en liten grupp oinformerade men köpglada "noise traders" och en majoritet av välinformerade; se Black [1986] och De Long et al [1990].

- De Long, J B, Shleifer, A, Summers, L H & Waldman, R J, [1990], "Noise Trader Risk in Financial Markets". *Journal of Finance*, under publicering.
- Fama, E F & French, K R, [1988], "Permanent and Temporary Components of Stock Prices". *Journal of Political Economy*, Vol 98, s 246-274.
- LeRoy, S F, [1989], "Efficient Capital Markets and Martingales". *Journal of Economic Literature*, Vol 27, s 1583-1621.
- SOU 1989:72, *Vardepappersmarknaden i framtiden*.
- Tobin, J, [1984], "On the Efficiency of the Financial System". *Lloyds Bank Review*, juli, s 1-15.