



Företagsekonomiska Institutionen
EKONOMIHÖGSKOLAN VID
LUNDS UNIVERSITET

Kandidatuppsats, 10p
Januari 2006

Contrarian Strategier

”En eventstudie på den svenska aktiemarknaden”

Författare:
Daniel Hansson
Martin Lind

Handledare:
Tore Eriksson

Sammanfattning

- Uppsatsens titel:** Contrarian strategier – ”En event studie på den svenska aktiemarknaden”
- Datum:** 11 januari, 2006
- Ämne/Kurs :** FEK 582 Kandidatuppsats, 10 poäng
- Författare:** Daniel Hansson,
Martin Lind
- Handledare:** Tore Eriksson
- Nyckelord:** Contrarian, AFGX, Flockbeteende, Noise traders, Överreaktion.
- Syfte:** Att undersöka om det finns belägg för att contrarian strategier genererar högre avkastning än Stockholmsbörsens marknadsindex och om detta i så fall beror på en småbolageffekt.
- Metod:** I vår event studie valde vi att undersöka stockholmsbörsen under åren 1993 till 2005. Under perioden skapade vi 8 portföljer med 20 aktier i varje, för dessa bolag satte vi ett gränsvärde på 150 Mkr. Vi utförde även ett liknande försök men då med en gräns på 1 miljard och satte antal aktier i portföljen till 10. Detta för att testa förekomsten av en småbolageffekt på våra resultat.
- Slutsats:** I vår studie fann vi ett contrarian mönster på den svenska aktiemarknaden. Vi kunde dock inte statistiskt säkerställa den överavkastning som våra portföljer uppvisade. Våra sammansatta portföljer slog det genomsnittliga AFGX under hela den 36 månader långa testperioden.
- Vi fann även genom en jämförelse av våra två sammanvägda portföljer att våra resultat påverkas av en småbolageffekt. Vi drog slutsatsen att denna effekt förstärkte contrarian effekten.
- Vidare fann vi en kraftig sensommareffekt (augusti och september) då index och våra portföljer föll under testperioden. Det vi fann intressant med detta var att vår contrarian strategi gjorde fallet mycket mildare än fallet i AFGX.

Abstract

- Title:** Contrarian strategies - "An event study on the Swedish stock market"
- Course:** Bachelor thesis in business administration, 10 Swedish Credits (15 ECTS)
- Date:** January 11, 2006
- Authors:** Daniel Hansson
Martin Lind
- Advisor:** Tore Eriksson
- Key Words:** Contrarian, AFGX, Herding, Noise traders, Overreaction
- Purpose:** To investigate whether there are any support that contrarian strategies produces higher returns than the Stockholm stock market index and if it does, can the small firm effect be the cause.
- Methodology:** During our event study we examined the Swedish stock exchange between years 1993 to 2005. 8 portfolios containing 20 companies each was formed, they were all required to show a market value over 150 million SEK. We also made a similar study that contained companies with market values exceeding 1 billion SEK. These portfolios were made to test a small firm effect on our results.
- Conclusion:** We found a contrarian pattern on the Swedish stock exchange in our study. But we were not able to statistically prove the excess return our portfolios created. Our combined portfolios beat the average AFGX during all the 36 months that made our test period.
- When comparing the results of our two combined portfolios we also found that our results were affected by a small firm effect. We concluded that this effect magnified the contrarian effect.
- Furthermore we found a late summer effect (August to September) when our combined portfolios and index fell. What we thought was interesting was that the contrarian strategy fell in a lesser extent than index during these two months.

1 INLEDNING	6
1.1 BAKGRUND	6
1.2 PROBLEMFÖRMULERING	7
1.3 SYFTE	8
1.4 MÅLGRUPP	8
1.5 AVGRÄNSNINGAR	8
1.6 DISPOSITION	10
2 METOD	11
2.1 VAL AV ÄMNE OCH ÖVERGRIPANDE ANGREPPSSÄTT	11
2.2 VAL AV METOD	12
2.2.1 Kvantitativ metod	12
2.2.2 Kvalitativ metod	13
2.2.3 Induktiv eller Deduktiv ansats	13
2.3 UNDERSÖKNINGEN	14
2.4 URVAL	14
2.5 DATA	15
2.5.1 Aktiedata	16
2.5.2 Jämförelseindex	16
2.5.3 Enkäten	17
2.6 BEARBETNING AV DATA	17
2.7 RELIABILITET OCH VALIDITET	19
2.8 KÄLLKRITIK	20
3 TEORI	21
3.1 MARKNADSEFFEKTIVITET	21
3.1.1 Svag marknadseffektivitet	22
3.1.2 Halvstark marknadseffektivitet	22
3.1.3 Stark marknadseffektivitet	22
3.2 BEHAVIOURAL FINANCE	22
3.2.1 Överreaktionshypotesen, ORH	23
3.2.2 Flockbeteende	24
3.3 DE BONDY OCH THALER	25
3.3.1 "Does the Stockmarket Overreact": 1985	25
3.3.2 "Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality": 1987	28
3.4 STATISTISK TEORI	28
4 EMPIRISK DATAANALYS	30
4.1 STUDIE 1	30
4.2 STUDIE 2	35
4.3 JÄMFÖRELSE AV FÖRSÖK 1 OCH FÖRSÖK 2	38
5 SLUTSATSER	40
5.2 FÖRSLAG TILL FRAMTIDA FORSKNING	41
6 KÄLLFÖRTECKNING	42
6.1 LITTERATUR	42
6.2 TIDSSKRIFTER	42
6.3 VETENSKAPLIGA ARTIKLAR	42
6.4 ELEKTRONISKA KÄLLOR	43
BILAGA 1	45
BILAGA 2	46
BILAGA 3	47
BILAGA 4	49

“Do You want a Friend? Get a DOG”

Gordon Gekko i filmen Wall Street från 1987

1 INLEDNING

Detta kapitel inleds med en diskussion kring bakgrunden till vårt val av ämne. Därefter följer ett resonemang över problemområdet som sedan mynnar ut i vår problemställning. Vilken målgrupp studien vänder sig till samt i vilket syfte rapporten har skrivits tas även upp i kapitlet, som sedan avslutas med en redogörelse för de avgränsningar vi arbetat utifrån.

1.1 Bakgrund

Idag gestaltas den svenska marknaden av historiskt sett onormalt låga räntor samt en stark konjunktur. Konsumtionen är således hög och investeringsviljan likaså, vilket årets kraftigt övertecknade börsnoteringar är ett bevis på.

Den kraftiga börsuppgång vi haft under det senaste året gör att allt fler privatpersoner investerar sina pengar på börsen och intresset för fonder har ökat till den högsta nivån på fem år (DI 2005-12-01). Småspararna blir överösta med information från banker och andra finansiella institutioner som utnyttjar möjligheten att öka sina vinster.

Fonder står för den största delen av storbankernas vinster och den största andelen av privatpersoners aktiva sparande. Men missnöjet med storbankernas fonder är stort, de höga förvaltningsavgifterna och svårigheterna för fonderna att slå index har lett till kraftig kritik. Under 2004 lyckades endast en av tio fonder slå index. Under första halvåret 2005 kan en liten förbättring skönjas då tre av tio fonder hittills slagit index¹ (DI 2005-08-25).

1) Six portfolio return index (räknar även in aktieutdelningar)

Trots storbankernas oförmåga att slå index, förvaltar de över hela 75 % (948 mdkr) av det svenska fondkapitalet vid halvårsskiftet (DI 2005-08-25). Även fast det finns guldkorn bland de mindre fondförvaltarna så dras de flesta med samma problem, svårigheten att slå index.

En strategi som bland annat haft stor genomslagskraft hos fondförvaltare i USA är den så kallade ”dog” strategin, akademiskt benämnd *contrarian strategin*. Denna investeringsstrategi har i USA uppvisat en bättre avkastning än index. Kan samma mönster identifieras på den Svenska aktiemarknaden och kan då småsparare genom sina fondförvaltare ta del av denna placeringsstrategi som enligt pionjärerna givit en högre avkastning än andra strategier?

1.2 Problemformulering

Uttrycket ”dog” myntades i finanskvartieren Wall Street för över femtio år sedan och avser aktier som glömts bort och presterat väldigt svagt jämfört med index. Omfattande forskning inom området för contrarian strategier har utförts internationellt sedan dess. Pionjärer inom strategin om contrarian effekten är De Bondt & Thaler, som 1985 publicerade artikeln, ”*Does the stockmarket overreact*”, vilken har legat till grund för fortsatt forskning inom ämnet. Författarna studerade den amerikanska marknaden och fann att de aktier som presterat sämst under en bestämd tidsperiod, uppvisade en signifikant bättre prisutveckling än motsvarande periods ”vinnare”.

Därefter har flertalet kvantitativa studier publicerats av vilka majoriteten bekräftar det samband som De Bondt. & Thaler fann i sina studier 1985. Richards (1995) samt Baldvers et al (2000) studerade utvecklingen på börsindex i sexton europeiska länder, där de kunde påvisa ett mönster som styrker teorin om prisomvändningar. Richards (1995) applicerade DeBondt och Thalers teorier om prisomvändningar och kunde genom att investera i det index som presterat sämst under en två års period uppnå en årlig värdeökning med ca 6 % under 3- och 4-års horisont. Studien kunde alltså visa på att de index som presterat sämre under urvalsperioden utvecklades betydligt bättre än de index, som presterat bäst under samma period.

Merparten av forskningen inom området har huvudsakligen fokuserats på den amerikanska marknaden, vilket gör det intressant att studera om detta förhållande även förekommer på den svenska aktiemarknaden. Kan man på Stockholmsbörsen utnyttja marknadsineffektiviteten på liknande sätt som man gör på den amerikanska marknaden? Kan då fondförvaltarna slå index och ge sina kunder en bättre avkastning på sitt satsade kapital genom att använda denna alternativa strategi?

1.3 Syfte

Att undersöka om det finns belägg för att contrarian strategier genererar högre avkastning än Stockholmsbörsens marknadsindex och om detta i så fall beror på en småbolagseffekt.

1.4 Målgrupp

Rapporten vänder sig till dem som vill öka sin insikt och förståelse för alternativa investeringsstrategier på den svenska aktiemarknaden. Läsaren av denna uppsats bör ha kunskaper inom aktie- och värdepappershandel, för att till fullo kunna ta del av uppsatsens samtliga delar. Dock, anser vi att resultatet även kan väcka intresse och reflektion hos gemene man.

1.5 Avgränsningar

Eftersom vi endast är intresserade av att bevisa att man genom contrarian strategin kan uppnå hög avkastning, så har vi valt att inte ta hänsyn till eventuella transaktionskostnader som belastar de transfereringar vi genomför för att bevisa våra samband. Detta ställningstagande gör att läsaren själv får avgöra om det är lönsamt att genomföra dessa investeringar utifrån dennes egna transaktionskostnader.

Vi har ett gränsvärde under rankingperioden på 150 mkr, som aktiebolagen i våra sammansatta portföljer inte får understiga. Aktiebolag som överstiger detta gränsvärde

upplever en mer frekvent handel i dess aktier. Aktienpriset återger således mer realistiskt den bild som marknadens investerare har av bolaget.

Vidare kommer hänsyn tas till aktiebolagens livslängd. Då test- samt prognosperioden för varje aktie i studien utgör respektive 3 år, ämnar vi eliminera samtliga bolag som inom studieperioden haft en kortare existens på aktiemarknaden än 6 år.

1.6 Disposition

Kapitel 2: **Metod**

I detta kapitel ges en grundläggande genomgång av de metoder vi valt för att angripa problemställningen. Utifrån dessa diskuterar vi eventuella för och nackdelar med de valda metoderna. Eftersom uppsatsen bygger på sekundär data så läggs särskild vikt till att förklara på vilket sätt dessa har samlats in, dess trovärdighet samt hur de har analyserats.

Kapitel 3: **Teori**

Vi kommer att inleda detta kapitel med en beskrivning av den effektiva marknadshypotesen för att sedan mer ingående beskriva de teorier samt studier som har legat till grund för contrarian strategi fenomenet. Slutligen kommer vi kortfattat att beskriva de statistiska teorier vi har använt oss av.

Kapitel 4: **Empiri och analys**

Vi kommer här att försöka åskådliggöra datainsamlandet och våra undersökningar på ett lättbegripligt sätt genom tabeller och grafer.

Analysen syftar till att applicera den teori vi har valt att använda oss av på det empiriska material som samlats in. Utifrån detta skall vi se om det vi funnit i våra studier sammanfaller med de antaganden för contrarian strategier som vi gjort utifrån tidigare vetenskap. Vi kommer även att genomföra de statistiska beräkningar som ger oss möjligheten att acceptera eller förkasta de samband vi funnit.

Kapitel 5: **Slutsats:**

Här sammanfattar vi våra resultat i analysen som vidare återkopplas till uppsatsens syfte. Vi kommer även att återknyta till de avgränsningar och metoder vi valt för att diskutera huruvida våra resultat har påverkats av dessa. Slutligen kommer vi att ge förslag på vidare forskning inom ämnet.

2 METOD

I följande kapitel kommer vi att redovisa för de metodologiska ställningstaganden vi gjort och kommer att behöva göra under uppsatsens löpande gång. Syftet med kapitlet är att redovisa hur och varför vi angriper problemställningen genom den metod vi valt. Vi avslutar kapitlet med en diskussion kring uppsatsens validitet och reliabilitet samt de källor som legat till grund för vår empiriska insamling.

2.1 Val av ämne och övergripande angreppssätt

Att fonderna inte kan slå marknadsindex har förbryllat många, inklusive oss som författare till denna uppsats. Skriverierna har varit många och analytikerna är eniga om att kalla det ”skamligt”. Bara det faktum att heltidsanställda fondförvaltare misslyckas med sina strategier, gör det intressant att studera eventuella alternativ till de förvaltningsstrategier som idag används.

Med anledning av bristen på tidigare studier av contrarian strategier på den svenska marknaden uppenbarades för oss en intressant kunskapslucka. Vi beslutade oss således att utvärdera fondförvaltarnas relation till detta område, och fann genom en enkätstudie ett allmänt intresse. Nyhetsvärdet inom området var stort och det föll oss därför naturligt att göra en studie över fenomenet.

Vi inledde vårt arbete med att studera tidigare utgivna artiklar och forskningsstudier som publicerats inom det aktuella området för att först därefter samla in data och bearbeta dessa. Den gemensamma uppfattningen var att contrarian strategin bygger på hypotesen om *stock market overreaction hypothesis* (ORH). Dreman (1998 s. 247) framhäver att om aktiepriset systematiskt över- eller undervärderades som konsekvens av alltför hög optimism respektive pessimism hos investeraren, så skulle aktieprisvändningar kunna

förutses genom att studera historisk aktieutveckling. Fenomenet står således i direkt opposition mot hypotesen om den effektiva marknaden (EMH), där enligt Fama (1970 s.383) all information återspeglas i aktiepriset, vilket eliminerar möjligheten till att förutse aktieprisvändningar. Att pröva denna motsägelse mellan två etablerade hypoteser tillför en intressant aspekt till vår studie.

Vi insåg snart att den vetenskapliga artikeln av DeBondt och Thaler, ”*Why do stockmarkets overreact?*” (1985), verkar som den grundläggande för all fortsatt forskning inom området och är dessutom den första officiella rapport som funnit statistiskt säkerställda bevis för contrarian mönster på den amerikanska marknaden. I vårt fortsatta efterforskande fann vi att de flesta studier inom detta ämne återkopplade till De Bondt & Thalers undersökning, vilket då kom att bli det vägledande tillvägagångssättet. Nästa skede i arbetet blev att samla in empiri i form av historisk aktiedata och att bearbeta dessa vilket beskrivs senare i kapitlet.

2.2 Val av metod

I teorin skiljer man mellan två tillvägagångssätt för en studie, kvalitativ och kvantitativ. Den kvalitativa undersökningsmetoden kännetecknas av närhet till undersökningsobjekten och kan liknas med en mer öppen forskningsmetod. Således syftar en kvalitativ studie till att skapa en djupare insikt inom det området man studerar och lämpar sig bäst för studier över förståelsen av sociala omgivningar och dess relationer. En kvantitativ undersökning är däremot mer formell, och har fokus på att förklara istället för att skapa förståelse. Rent generellt förklaras den kvantitativa forskningen som insamling av numerisk data, som sedan bearbetas genom statistiska formler.

2.2.1 Kvantitativ metod

Vår problemställning förutsätter att det vi skall studera måste kunna beräknas, jämföras och slutligen analyseras. Därför har vi huvudsakligen valt att använda oss av det mer strukturerade kvantitativa tillvägagångssättet.

Vi vill med denna metod orsaksförklara det fenomen vi undersöker och pröva om man kan identifiera företeelsen i de tidsperioder vi valt att analysera. I denna eventstudie undersöker vi fenomenet contrarian effekten och för att se om man kan med säkerhet förutsäga överavkastningar för de underpresterande så kallade "dog" -aktierna gentemot marknadsindex.

2.2.2 Kvalitativ metod

Lundahl och Skärvad (1999 s. 79) menar att det vid en explorativ ansats, vilket vår studie inte har, finns behov av mer detaljrik information genom framförallt intervjuer. Då vi anser att denna studie fullgott kan utföras utan kvalitativa undersökningar, fokuserar vi till större del på den kvantitativa metoden. Däremot innehåller den enkätstudie vi valt att utföra gentemot fondförvaltarna öppna frågor med möjlighet till mer detaljerade svar.

2.2.3 Induktiv eller Deduktiv ansats

Då tidigare forskning och teori om contrarian strategier är grundläggande för uppsatsens antaganden och förväntningar, faller det naturligt att ha en deduktiv ansats, från teori till empiri. Tillvägagångssättet blir att införskaffa empiri utifrån förväntningarna om hur världen ser ut, för att sedan se om förväntningarna stämmer överens med verkligheten (Jacobsen, 2002 s. 34). Denna metod stämmer bäst överens med vår problemställning. I vårt fall utgår vi från tidigare studier och teorier om contrarian strategier som vi sedan testar på verkligheten. Syftet är att undersöka huruvida de existerar på den svenska aktiemarknaden. Vårt huvudsakliga problem med att välja en deduktiv ansats är risken att våra förutfattade meningar om resultatet skulle påverka datainsamlingen på något sätt. För att eliminera risken för att detta skall ske, har vi som mål att vara så vidsynta vi kan i vår bedömning av vad som anses vara relevant data. Vidare har vi så långt som möjligt skapat klarhet i våra förväntningar och antaganden innan de empiriska data samlats in.

2.3 Undersökningen

Genom att ingående studera tidigare artiklars metodik över hur contrarian strategier utformats, har vi formulerat en undersökningsmetod som både tar hänsyn till teorins rådande anvisningar men även våra egna förutsättningar och begränsningar. Vi utformar portföljer bestående av aktier vilka underpresterat under en bestämd tidsperiod för att sedan utvärdera deras framtida utveckling.

Undersökningen fordrar följaktligen en *rankingperiod* samt en *testperiod* för respektive portfölj. Rankingperioden har till syfte att rangordna och selektera de aktier som presterat sämst avkastningsmässigt under en treårsperiod. Utifrån dessa utformas portföljer som behålls under nästkommande treårsperiod, testperioden. Syftet är att utvärdera portföljernas genomsnittliga avkastning under testperioden i förhållande till AFGX marknadsindex.

Visar resultaten på att portföljerna i fråga presterat över marknadsindex, kan det vara ett tecken på förekomst av contrarian mönster på den svenska aktiemarknaden.

Sannolikheten för att det förhåller sig på detta sätt kan beräknas genom olika statistiska förfarande. Den vanligaste metoden är att använda sig av Students t-test, vilket vi valt att göra. Först fastställs en signifikansnivå, vilken den vanligaste är på 5 %. Detta innebär att fenomenet kommer att inträffa med 95 procents sannolikhet. Om det inte finns starka skäl till något annat, bör en 5-procentig felmarginal användas. Om p-värdet är mindre än fem procent, kan den undersökta variabeln påvisas vara skild från den företeelse man undersöker. För vår del innebär detta att vi vill undersöka om en positiv avkastning, högre än marknadsindex, statistiskt kan säkerställas efter 3 års underpresterande. (Körner, Wahlgren 2000 s.199).

2.4 Urval

Vår studieperiod för de aktier vi valt att undersöka sträcker sig mellan åren 1993 och 2005. Eventstudiens startår valdes med hänsyn tagen till att den svenska valutan först släpptes flytande hösten 1992. I och med den fria kronan upphävdes handelsrestriktioner och kapitalinvesteringar underlättades i och utanför Sverige, vilket i sin tur bidrog till ett

ökat intresse för den svenska marknaden bland utländska investerare. Enligt A. J. Richards (1997 s. 2130) skulle övergången till flytande valuta och den kapitalintegration med omvärlden som följer medföra att påtagliga vinstmöjligheter i utnyttjandet av felprissättning försvinner. Vidare visade Richards att contrarian effekten är mer signifikant inom länder i vilka det finns restriktioner för gränsöverskridande kapitalflöden, vilket det alltså fanns i Sverige fram till och med 1992. Valet av 1993 som startår förhindrar därför snedvridningar i resultaten vilket skulle kunna uppkomma genom förändring av den svenska valutapolitiken. Således skapas en eventperiod vars förutsättningar hållit sig oförändrade fram tills idag.

Storleken på de individuella testperioderna är i enlighet med tidigare forskning i contrarian strategier utförd av De Bondt och Thaler (1985), Chan (1988) samt Dissanaike (1997). Enligt De Bondt och Thaler (1985) påfinns sannolikt inget contrarian mönster förrän aktien underpresterat i minst 2 till 5 år. Av detta skäl samt med hänsyn tagen till studieperiodens längd, föll vårt val på treåriga prognosperioder vilket dessutom har visats sig ge den högsta avkastningen (De Bondt och Thaler 1985 s. 802). Användandet av kortare testperioder hade kunnat medföra att momentumeffekten varit gällande i stället. Denna bygger på kortsiktiga handelsmönster, där investerare köper (säljer) aktier som har en positiv (negativ) utvecklingskurva (Nofsinger 2002 s. 67) . Med andra ord förefaller ett omvänt förhållande mellan momentum- och contrarian effekten. Vidare menar De Bondt och Thaler att det är en kompromiss mellan statistiska samt ekonomiska antaganden, att ha en testperiod på 3 år efter portföljsformationen. Det är med andra ord fullt tillräckligt för statistisk säkerställelse.

2.5 Data

Det går att skilja mellan två typer av data: *primär* och *sekundär*. Halvorsen (1992 s.72) menar att det är informationens ursprungliga syfte som skiljer dem åt. Primär data är insamlad för den aktuella undersökningen medan sekundär data består av redan tidigare insamlad information, gjord för tidigare syften. För att kunna utföra denna eventstudie, behövde vi samla in sekundär data över aktieprisutvecklingen för ett större antal aktier samt data över AFGX index under studieperioden. Även primär data har samlats in i

form av en enkätstudie, som har haft som syfte att undersöka fondförvaltarnas attityder till alternativa investeringsstrategier med fokus på contrarian strategier.

2.5.1 Aktiedata

I hopp om att åstadkomma så goda statistiskt säkerställda resultat som möjligt, omfattar studien samtliga aktier på Stockholmsbörsen. För närvarande handlas det aktivt i ca 550 börsnoterade bolag enligt DI, 2005-12-08 december. Eventperioden sträcker från och med 1992-12-31 till och med 2005-12-16, och innefattar även ca 800 slutnoterade aktiebolag. Samtliga aktiedata har vi erhållit med hjälp av analysprogrammet Six Trust.

2.5.2 Jämförelseindex

Syftet med ett index är att det skall representera en sammanvägning av ett bestämt urval aktier för att ge en tillförlitlig bild över hur marknaden utvecklas. Vi har valt att använda Affärsvärldens Generalindex som vårt jämförelseindex. AFGX, är det äldsta indexet i Sverige och har beräknats sedan år 1901. Till en början baserades AFGX endast på månadsobservationer men beräknas nu istället utifrån dagsobservationer. I AFGX återfinns aktier från både A- och O-listan och beräknas av 9 huvudbranscher och 31 underbranscher. AFGX är även förmögenhetsviktat, vilket innebär att varje akties vikt står i proportion till dess börsvärde.²

Att vi valde AFGX som jämförelseindex beror på tre viktiga orsaker: Tillgängligheten, det faktum att de flesta fondförvaltare väljer att jämföra med AFGX, samt att det är marknadsviktat, i likhet med våra insamlade aktiedata. Vidare har de flesta anomalistudier som tidigare gjorts på den svenska marknaden använt AFGX som jämförelseindex.

2) www.afv.se 2005-11-23

2.5.3 Enkäten

Vi lät utforma en enkät som hade som syfte att undersöka intresset i, samt användningsgraden av contrarian strategier bland ett flertal betydande svenska fondförvaltarna. För att underlätta sammanställandet och utvärderingen av resultaten skapade vi en web-enkät. Respondenternas svar kategoriserades således med automatik i grafer och tabeller som sedan var lättanalyserade. I frågeformulären formulerades en kombination av både fasta och öppna frågeställningar. Enligt Halvorsen (1992 s. 88) krävs större motivation från respondenternas sida att besvara öppna frågor, samtidigt som användandet av endast fasta frågor kan ge en alltför knapphändig information. Genom att enkäten utan svårigheter fylls i via Internet ansåg vi att det skulle finnas starkare incitament bland respondenterna att utveckla sina ställningstaganden. Därför innehåller formuläret huvudsakligen öppna men preciserade frågor. Enligt Lundahl och Skärvad (1999 s. 87) krävs i fall som dessa både systematisk och osystematisk analys. Utvärderingen av resultaten blir på detta sätt än mer tidskrävande men ger således möjlighet till mer nyanserad information.

2.6 Bearbetning av data

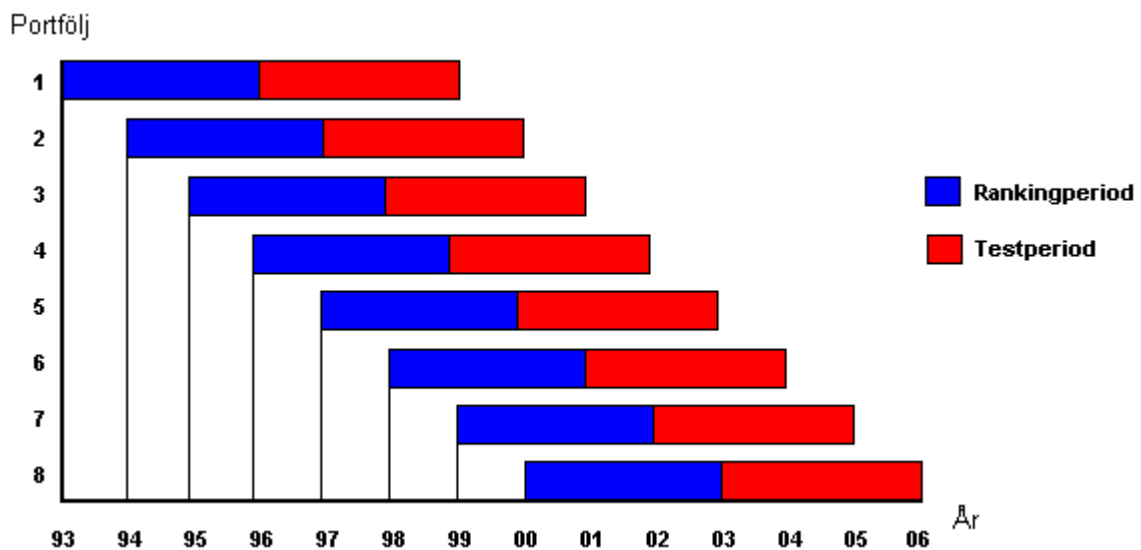
Datamaterialet som vi fick tillgång till genom analysprogrammet Six Trust, omfattade det totala antalet svenska aktier som varit börsnoterade på den svenska marknaden under perioden 1992-12-31 till 2005-12-16. Kursen för senast betalt registrerades för samtliga aktier i slutet av varje år som utgör eventperioden, i den mån det var möjligt. Vår målsättning, i likhet med De Bondt och Thaler (1985), var att selektera ut de aktier som uppvisade kraftigast nedgång under rankingperioderna. Således kategoriserades samtliga aktier efter hur de presterat under varje treårsintervall under eventperioden. Aktiernas avkastning under testperioderna räknades ut med följande formel:

$$R_{j,t} = \frac{P_{j,t}}{P_{j,t-3}}$$

$P_{j,t}$ står för senast betalt för aktie j vid slutet av året t .

Valet av portföljstorlek stämmer överens med Dremens (1998 s. 247) teori om att överreaktionseffekten endast ger utslag i de extrema kvartilerna, i vilka totalt omfattar 40 % av urvalet. Vi lät således sovra ut, för varje rankingperiod, de 20 sämst presterande aktierna bland de bolag som uppvisade ett börsvärde på minst 150 mkr. Således gav detta oss möjligheten att under eventperioden sammanställa och studera 8 olika portföljer med respektive 20 underpresterande aktier. Första rankingperioden inleder 1992-12-31, den andra 1993-12-31 och så vidare fram till och med 2000-12-31. Ju längre fram i tiden vi studerade desto fler aktier dök upp på Stockholmsbörsen vilket gav de senare portföljerna ett större urval. Genom att studera överlappande rankingperioder undviks enligt Dissanaïke (1997 s. 4) vissa problem. För det första undviker vi att förlora väsentlig information från de rankingperioder vi går miste om. För det andra, finns det alltid en chans att framgången/misslyckandet med contrarian strategin beror på någon sorts ekonomisk cyklisk faktor, vilken vi möjligtvis går miste om vid användandet av ej-överlappande rankingperioder. För att studera förekomsten av contrarian strategin, har det enligt Dremen (1998 s.147) ingen betydelse vare sig marknaden är stigande, fallande eller stabil. Således följer de 8 portföljformationerna samma förutsättningar under perioden för eventstudien.

Eventstudieaxel



Figur 1. Tidsaxeln ger en överblick över hur portföljerna formas över tid.

Prestationen för varje enskild portfölj utvärderades under respektive testperiod. Testperiodens avkastning kalkylerades genom en *buy-and-hold* (BH) metod av kumulativ avkastning under 3 år (Dissanaike 1997). Möjlighet till omplaceringar under testperioden är följaktligen uteslutet. Portföljens genomsnittliga avkastning under testperioden uträknades med följande formel:

$$R_{BH} = \frac{1}{N} * \sum \left(\frac{P_{n,t}}{P_{n,t-3}} \right) - 1$$

där N är antal aktier som utgör varje portfölj, t testperiodens längd

Ytterligare försök har även utförts utifrån en snävare urvalsmetod. Vi kallar denna *Försöksstudie 2*. Istället för att ha en urvalsgräns på 150 mkr bland de aktuella portföljaktierna, satte vi nu gränsen till 1 mkr som aktiebolagens börsvärde måste överstiga under rankingperioden. Urvalsmetoden medförde ett relativt stort bortfall, vilket gör att antalet bolag inom den extrema kvartilen utgörs av 10. Därav sattes detta antal även till portföljstorlek.

2.7 Reliabilitet och validitet

Validiteten i vår eventstudie anger dess giltighet och relevans. Studiens giltighet förklarar den generella överensstämmelsen mellan vår teoretiska referensram och det empiriska materialet, medan dess relevans talar om hur relevant urvalet av empirin är för vår problemställning. För att uppnå så hög validitet som möjligt, har vi försökt att inte enbart urskilja contrarian strategier utifrån omvända avkastningsmönster, utan även använt oss av p-värdesanalys för att kunna säkerställa våra resultat statistiskt. Vidare har vi under hela uppsatsskrivandets gång återkopplat till vår huvudsakliga problemställning i syfte att eliminera oväsentlig information. Dessutom har en studieperiod valts som innefattar flera hög- och lågkonjunkturer, detta för att testa Dremans påstående om att contrarian strategin ej påverkas av konjunkturen.

Reliabiliteten beskriver uppsatsens tillförlitlighet, som avgörs genom på vilket sätt uppsatsen är utförd samt noggrannheten vid bearbetningen av det empiriska materialet.

För att säkerställa reliabiliteten i uppsatsen har vi varit mycket uppmärksamma vid behandlingen av de data vi använt oss av. Vi har kontrollerat att diagram, tabeller och uträkningar varit rimliga och på så sätt upptäckt eventuella inmatnings- och räknefel.

2.8 Källkritik

Källgranskning kan delas upp i fyra faser enligt Holme, Solvang (1997 s. 130-137).

Vi har *studerat* ett flertal olika vetenskapliga artiklar, ekonomiska tidskrifter och facklitteratur i syfte att skaffa oss en överblick över de källor som finns tillgängliga och för att försäkra oss om att dessa kan ge oss en saklig bild av vårt ämne. För att inte påverkas av vad någon enskild forskare kommit fram till, har vi försökt skaffa oss en så bred teoretisk bild av ämnet som möjligt. Beträffande insamlandet av vårt empiriska material har vi använt oss av två olika datoriserade aktiedataprogram, nämligen SixTrust samt ECOWIN. I syfte att göra en oberoende analys av våra resultat har vi valt att använda oss av AFGX som jämförelseindex.

Med en källas *ursprung*, menas varifrån källan kommer, vem som är upphovsman och när den är daterad. För att minimera risken att få inaktuell eller misstolkad information, har vi hela tiden under våra undersökningar av befintliga teorier, försökt att få tag på de senaste upplagorna och ursprungskällan av dessa.

En väsentlig del av källgranskningen är att *tolka* källan korrekt. Tolkningsarbetets syfte är att ge en övergripande bild av informationen. För att förstå teorin bakom contrarian strategier, har vi studerat ett flertal olika källor. Då endast en källa sällan ger ett fullständigt svar på det som eftersöks, har vi skaffat oss den sammanfattande helhetsbild vi strävar efter genom att tolka information med flera olika ursprung.

Det sista steget är att göra relevanstest på den information som vi fått från de olika källorna. *Användbarheten* av informationen är viktig för att uppnå syftet med uppsatsen. I vårt fall gällde det att omsorgsfullt sälla ut det användbara ur de aktieanalysprogram vi haft som hjälp.

3 TEORI

I detta kapitel ämnar vi ge större insikt kring de teorier som ligger till grund för vår uppsats. Vi inleder kapitlet med en grundläggande genomgång av den effektiva marknadshypotesen för att sen djupare gå in på de studier samt teorier som legat till grund för fenomenet kring contrarian strategin.

3.1 Marknadseffektivitet

Under sextiotalet genomförde Fama event-studier över hur tillgänglig information påverkade aktiekurser. Grunden för den *effektiva marknadshypotesen* (EMH) lades fram av densamme år 1970 i artikeln "*Efficient capital markets: A review of the theory and empirical work*". I artikeln definieras en effektiv finansiell marknad såsom en i vilken aktiepriser ständigt återspeglar all tillgänglig information. Följaktligen innebär detta att samtliga handelsverktyg, som endast är grundade på aktuellt tillgänglig information, anses vara utan värde. Rådet som ges på en effektiv marknad är att passivt inneha en marknadsportfölj och utesluta all aktiv handel.

Enligt Fama skulle aktiekurser endast påverkas av rationella beslut rörande nyttkommen information, eftersom alla investerare enligt teorin är rationella. Möjlighet till väldigt höga avkastningar skulle därmed inte vara lika stor eftersom all tillgänglig information redan är inräknad i aktiekurserna och endast ny information kan påverka prisnivån. I sin artikel delade Fama (1970 sid 383) in marknaden i tre olika typer av effektivitet efter vilken och hur mycket information som återspeglas i aktiekursen:

3.1.1 Svag marknadseffektivitet

Det är inte möjligt att basera sina investeringsbeslut på historisk data. Framtiden kan ej förutspås med hjälp av historiska trender. Strategier så som teknisk analys eller contrarian strategin skulle alltså inte i denna marknad kunna producera vinster över genomsnittet.

3.1.2 Halvstark marknadseffektivitet

Denna teori är den mest accepterade och den som enligt de flesta speglar marknadens läge idag. Förutom den historiska informationen så inkluderas här all information som offentliggjorts. Sådan information kan vara utdelningsförändringar, nyemissioner med mera. Enligt denna teori är det meningslöst att utifrån redan publicerad information göra fundamentala analyser av företag eftersom denna redan är diskonterad i aktiekursen. Här kan bara en överavkastning uppkomma genom tur eller insiders. Detta betyder att "köp och behåll" strategin är bäst eftersom för mycket handel mellan olika aktier bara får effekten att vinster försvinner genom courtage. Antalet investerare som ständigt försöker hitta gömda värden i bolag gör att kurserna ständigt justeras och sannolikheten att en aktie är för lågt värderad är lika stor som att den för högt värderad (Dreman (1998 s. 59)).

3.1.3 Stark marknadseffektivitet

I den starka marknadseffektiviteten kan varken insiders eller väl insatta förvaltare uppnå en överavkastning med sina kunskaper. Denna teori är enligt Dreman (1998 sid 61) allt för extrem och inte accepterad av den stora massan. (Fama 409)

3.2 Behavioural Finance

De senaste 20 åren har den effektiva marknadshypotesen mött kritik i flera publicerade vetenskapsartiklar. I och med de nya studierna har ett nytt alternativt synsätt på den finansiella marknaden vuxit fram, nämligen *behavioural finance*. Det nya

betraktelsesättet menar att det, under långa perioder på marknaden, går att observera systematiska och tydliga avvikelser ifrån effektivitet, som ett direkt resultat av det mänskliga beteendet.

3.2.1 Överreaktionshypotesen, ORH

Dreman, 1998

Investorerare övervärderar ständigt de aktier som under lång tid presterat bra på marknaden och undervärderar de aktier som under en längre tid presterat sämre. Överreaktionshypotesen bygger på antaganden om hur marknaden reagerar på nyheter kring bolagen. Dreman (1998 s. 247) delar upp reaktionen under fem kategorier.

1 De bästa aktierna, *glamour stocks*, underpresterar på marknaden och de sämsta, *value stocks*, överpresterar.

2 Positiva nyheter ger kraftig (liten) ökning i aktiekursen för de sämsta (bästa) aktierna.

3 Negativa nyheter slår hårt mot de bästa aktierna, men mindre hårt mot de sämsta.

4 *Event triggers*: Nyheter, som påverkar aktiekurser kraftigt faller under denna kategori. Negativa nyheter kring ett bolag som av marknaden är högt värderade får ett stort negativt utslag i aktiekursen. På samma sätt får aktier som av marknaden är lågt värderade en kraftig uppåtteffekt av positiva nyheter.

Reinforcing events: Under denna kategori faller nyheter, som ligger i linje med marknads förväntningar på bolagen, och dessa påverkar inte kurserna nämnvärt. Bolag som är högt värderade och kommer ut med positiva nyheter reagerar inte nämnvärt på detta. På samma sätt som bolag som av marknaden är lågt värderat inte heller reagerar nämnvärt på ytterligare negativa nyheter.

5 Skillnaden kommer endast att vara signifikant för de extrema kvartilerna, de 60 % av aktierna i mitten kommer inte att beröras av samma fenomen.

Vidare menar Dreman att även utan "event triggers" så kommer aktierna att gå mot marknadsgenomsnittet även om detta inte sker lika snabbt. Detta synsätt pekar på att risken med aktier som för tillfället är populära på marknaden är större än för aktier som är impopulära. Marknaden förväntar sig att vinnaraktierna skall fortsätta att prestera goda resultat, samt att förloraraktierna skall prestera sämre. Potentialen för dessa "dogs", är

mycket högre, samtidigt som de negativa nyheterna redan är diskonterade i aktiekursen. Dreman (1998 s. 253) har funnit att dessa förloraraktier stiger då de populära aktierna faller tillbaka.

Enligt Dremans (1998 s. 275) studier är det lönsamt att investera under kraftiga nedgångar. Det han vill framhålla är att investerare i panik, undervärderar enskilda aktiers potential då marknaden för tillfället har en misstro inför den framtida utvecklingen. Han pekar på att detta är det främsta sättet att använda sig av investerarens överreaktion.

3.2.2 Flockbeteende

Nofsinger, 2002

Nofsinger (2002 s. 82) liknar marknadsaktörer vid "en flock av antiloper som vid minsta rörelse springer åt samma håll". Med denna målande beskrivning vill han förklara att aktörerna ständigt håller ögon och öron öppna för att inte missa viktiga händelser. Detta gör att beslut om investeringar baseras på psykologiska grunder istället för grundliga analyser om företagets framtida utsikter. Enligt Nofsinger uppkommer flockbeteendet när den enskilde individen blir en del av det kollektiva tänkandet och tar beslut som han inte skulle göra som en enskild individ. Benägenheten hos människan att vilja tillhöra en grupp gör att människan anpassar sitt beteende så det accepteras av majoriteten. Nofsinger menar att beslut, grundade på flockbeteenden, förstärker känslan av att man gjort ett korrekt val. I det fall aktien stagnerar, påverkas ett stort antal investerare negativt, vilket i viss grad minskar ångern av det felaktiga investeringsbeslutet.

Det som enligt Nofsinger (s. 83) illustrerar flockbeteendet bäst är IT-boomen som under slutet av 1990-talet och början av 2000-talet gav bolag värderingar som var allt annat än rationella. Exempelvis handlades Ebay till ett p/e tal på 3300, samtidigt som det historiskt genomsnittliga p/e talet var 15. Nofsinger menar att denna snedvridning i värdering till stor del kan förklaras av flockbeteendet.

Schleifer, 2000

Denna grupp av flockinvesterare kallar Shleifer (2000 s. 28) "Noise Traders". Flockbeteendet utmärker denna grupp som vars investeringsbeslut endast påverkas av aktiernas tillfälliga grad av popularitet. Noise traders baserar således sina placeringar på andra investerares preferenser och deras finansiella kunskap vilket inte är optimalt på den effektiva marknaden. Detta irrationella investeringsbeteende gör det optimalt för arbitragörer att metodiskt utnyttja den avvikelse som uppstår på marknaden. Att Noise Traders ständigt handlar ett steg efter medför att den nyläppta informationen inte direkt återspeglas i aktiepriset som på den effektiva marknaden. Därav uppkommer en arbitragemöjlighet i att köpa dessa aktier innan ovan nämnda grupp gjort sitt placeringsbeslut.

3.3 De Bondt och Thaler

De Bondt och Thalers studier inom området för ORH och contrarian strategier har verkat som en stor inspirationskälla för framtida forskare, vilket tidigare framgick i uppsatsen. Deras studie var den första någonsin som tillämpade kognitiv beteendevetenskap på aktiemarknaden. Resultaten kom att lägga grund för en evig, intensiv diskussion om marknadseffektivitetens vara eller icke vara.

3.3.1 Does the Stockmarket Overreact": 1985

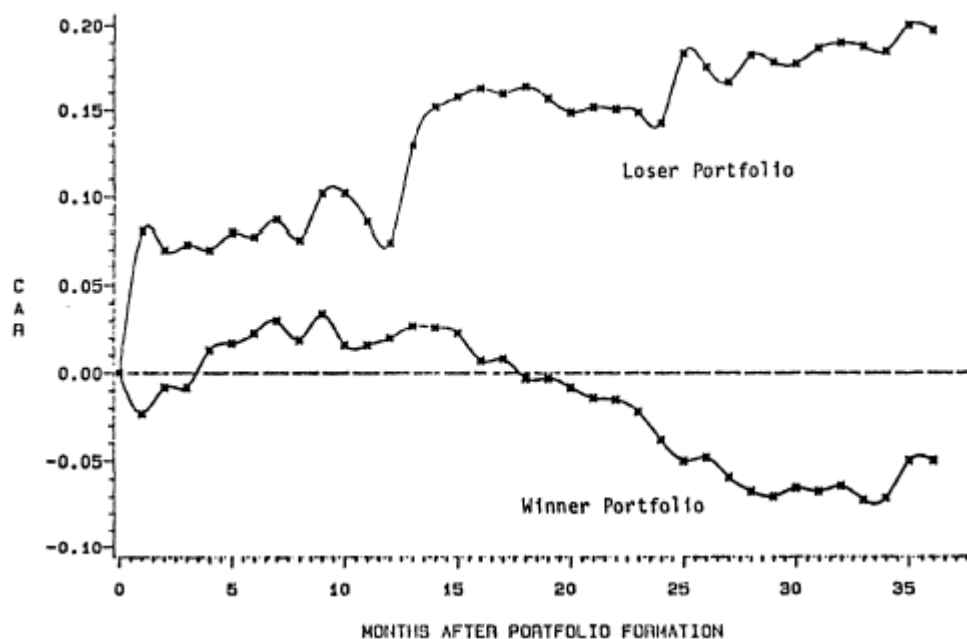
I rapporten appliceras Kahneman och Tverskys teorier om *psychology behaviour* på aktiemarknaden. De Bondt & Thalers syfte var att fastställa om det mänskliga beteendet att överreagera i oväntade och dramatiska situationer hade någon inverkan på aktiepriset på börsmarknaden. I likhet med vår studie fokuserade de på extrema förlorare på aktiemarknaden, men även på de extrema vinnarna. De utgick från icke-överlappande vinnar- och förlorarportföljer på New York Stock Exchange (NYSE) med treåriga rankingperioder samt testperioder. Aktierna ska ha varit noterade på börsen under en 7-årsperiod innan testperioden – 4 år mer än nödvändigt – för att försäkra att studien utgörs av etablerade företag.

Testet utfördes från januari 1930 till december 1982 vilket gav möjlighet till 16 oberoende tidsperioder. I slutet av varje rankingperiod sammanställdes utifrån marknadsjusterade överavkastningar en vinnarportfölj samt en förlorarportfölj, med respektive 35 aktier. Avkastningsresidualerna framräknades på följande vis:

$$\tilde{u}_{j,t} = R_{jt} - R_{mt}$$

där R_{jt} är avkastningen på värdepapper j under tidsperioden t , och R_{mt} är avkastningen på marknadsindex under tidsperioden t .

Därefter beräknades den ackumulerade genomsnittliga avkastningen (CAR) för varje portfölj under dess testperiod. Detta utmynnade således i 16 CAR^{”förlorare”} samt 16 CAR^{”vinnare”}. Genom att beräkna genomsnittliga CAR (ACAR) för båda typer av portföljer kunde De Bondt och Thaler sedan utvärdera den genomsnittliga vinnar- och förlorarportföljens utveckling under den treåriga testperioden.



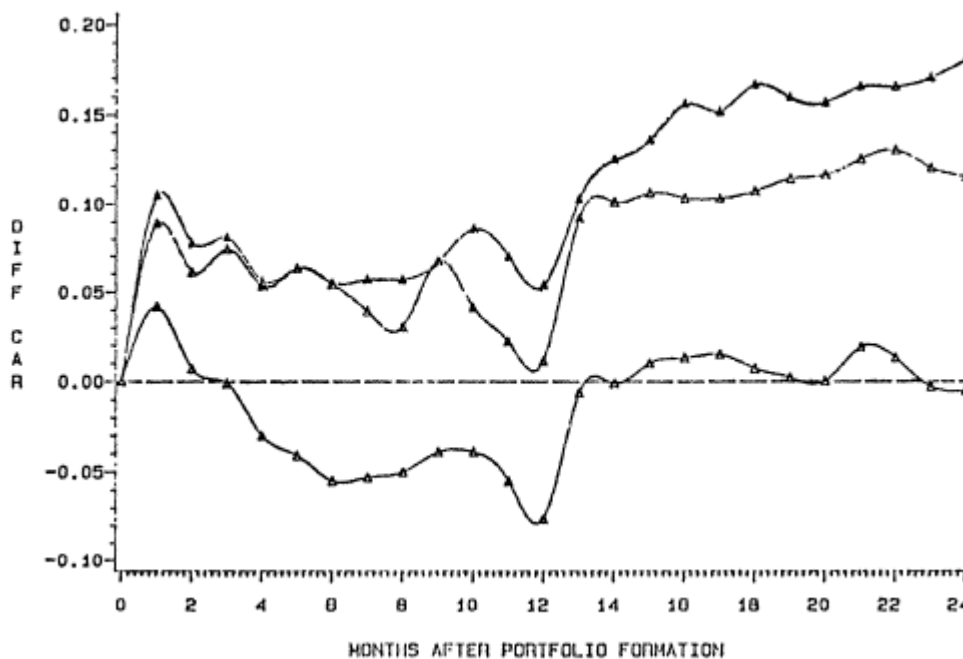
Figur 2. Ackumulerade genomsnittliga residualer för vinnar- och förlorarportföljer av 35 aktier (1-36 månader in i testperioden)

Enligt figuren ovan ger De Bondt och Thalers resultat stöd åt hypotesen om överreaktion. Förlorarportföljerna, med 35 aktier vardera, slog marknaden i genomsnitt med 19,6 %, 3 år efter portföljformation. Vinnarportföljerna däremot, presterar ca 5 % sämre än

marknaden. Detta ger en differens på 24,6 % mellan de två extremportföljerna ($ACAR_{\text{förlorare},36} - ACAR_{\text{vinnare},36}$), vilket statistiskt säkerställs med t-värde: 2,20.

En mycket tydlig januarieffekt åskådliggörs även i resultatet. Under månaderna $t = 1$, $t = 13$, och $t = 25$, visar portföljen upp studieperiodens största överavkastning, med respektive, 8,1 % (t-värde: 3,21), 5,6 % (3,07), och 4,0 % (2,76). Dock uttrycktes i rapporten ingen vidare förklaring till detta samband. Ytterligare en intressant detalj som går att tyda i figur 3, är att överreaktionsfenomenet mestadels infaller under det andra och tredje året av testperioden. Efter det första året, påträffades en differens på enbart 5,4 %.

De Bondt och Thaler utförde även försök med ett- samt tvååriga rankingperioder. Resultatet blev som väntat, att försöket med treårig rankingperiod uppvisade en större differens mellan portföljerna än de som baserats på ett- och tvååriga rankingperioder. (De Bondt & Thaler, 1985)



Figur 3. Skillnaden i ackumulerad genomsnittlig avkastning mellan vinnar- och förlorarportföljer av 35 aktier (ett-, två-, och treårs rankingperiod; 1-24 månader in i testperioden)

3.3.2 "Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality": 1987

De Bondt och Thaler fick kritik för sin första rapport då vissa forskare ansåg att de inte bevisade att de resultat de fick berodde på överreaktion bland investerare. De ansåg att den snarare var ett resultat av småbolageffekten samt skillnader i risk mellan vinnar- och förlorarportföljerna.

Som svar på kritiken testade de i denna studie om risken samt bolagens storlek hade någon inverkan på resultatet, och i så fall gav någon förklaring åt contrarian effekten. De fann dock att risken inte kunde förklara den signifikanta skillnaden i avkastning mellan vinnar- och förlorarportföljerna som uppmättes den första rapporten. När de testade om storleken på bolagen hade någon betydelse för deras resultat fann de att de mindre bolagen uppvisade en större contrarian effekt men att detta inte förklarade sambandet utan att det till största delen handlade om överreaktion bland investerare.

3.4 Statistisk teori

Statistiska tillämpningar kommer att utföras på våra resultat i syfte att urskilja om de tidigare nämnda sambanden kan säkerställas statistiskt under vår eventperiod. För att testa att skillnaden mellan två medelvärden inte beror på slumpen kan man använda sig av ett t-test. I vårt fall, i vilket stickproven är oberoende samt på populationsurvalen är små, menar Körner och Wahlgren (2000 s. 202) på att följande testfunktion ter sig bäst:

$$t = \frac{(\bar{x}_1 - \bar{x}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{\sqrt{\frac{(n_1 - 1) \cdot s_1^2 + (n_2 - 1) \cdot s_2^2}{n_1 + n_2 - 2}} \sqrt{\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2}}}$$

där, \bar{x}_1 och \bar{x}_2 , är medelvärden för populationerna, $\mu_1 - \mu_2$ den nollhypotes som testas samt s_1^2 och s_2^2 de två skilda varianserna

Signifikansnivån på ett statistiskt test visar enligt Körner och Wahlgren (2000 s.187) på ”risken att förkasta nollhypotesen när den är sann”. Vidare menar de att den generella signifikansnivån sätts till 5 %, vilket även är den nivå vi tillämpar. Det framräknade t-värdet sätts därefter i relation till det kritiska t-värde som är en funktion av testets frihetsgrader samt signifikansnivån. I tabellen över t-fördelningen ges p-värdet som, om det visar på ett värde mindre än 5 %, menar att testet kan säkerställas till 95 %.

T-värdet

4 EMPIRISK DATAANALYS

Följande kapitel har till syfte att konkretisera de resultat vi erhållit genom våra undersökningar. Relevant empiri åskådliggörs för att sedan belysas utifrån vår teoretiska referensram. Kapitlet avslutas med en sammanfattning samt vidareutveckling av de resultat vi åstadkommit.

4.1 Studie 1

Vår analys av indexutveckling hos AFGX samt avkastningsutveckling i våra konkurrerande portföljer har till syfte att undersöka om den framarbetade strategin uppnår överavkastning under vår eventperiod. Att sovra bland samtliga aktiedata i perioden december 1992 till och med december 2005, visade sig vara komplicerat. Inte bara med anledning av den ständiga omsättningen på aktiebolag, utan även på grund av stora fluktuationer i aktiebolagens börsvärden vilket försvårade urvalsmetoden.

Bland de åtta portföljerna i försöksstudie 1, hade vi en urvalsgräns på aktiebolagens börsvärden satt till 150 mkr. Detta syftade till att exkludera de minsta bolagen med låg omsättning för att minska risken för missvisande resultat.

Samtliga portföljer presterade betydligt bättre under testperioden i relation till rankingperioden, i enlighet med tidigare forskning. De åtta testperiodernas sammanvägda genomsnittsportfölj (Portfölj 1) visade, efter 36 månader, upp en positiv ackumulerad genomsnittlig avkastning (AGA_{P1}) på cirka 53 %. Sätter vi detta i relation till rankingperiodens AGA_{P1} , med cirka - 40 %, visar det sannolikt på en systematisk överreaktion bland intressenterna på marknaden. För att fastställa detta påstående om överreaktion behövde vi ta reda på hur förhållandet mellan AFGX indexutveckling samt de åtta portföljerna förändrades utöver ranking- och testperioden.

I tabell 1 ser vi att Portfölj 1, 36 månader in i testperioden, uppvisar en överavkastning på 13,5 % i förhållande till AFGX genomsnittliga indexutveckling i slutet av de åtta testperioderna. Portföljen slår även marknadsindex på ett- och tvåårsbasis, vilket gör det möjligt för oss att konstatera en stabil genomsnittlig överavkastning efter samtliga år under testperioden.

Dock ser vi att differensen minskar från 8,3 % till 6,2 % mellan år 1 och år 2. Denna utveckling ligger inte i linje med det resultat som De Bondt och Thaler fann om att portföljerna, jämfört med genomsnittligt marknadsindex, uppvisade en konstant tillväxt på årsbasis efter portföljformation.

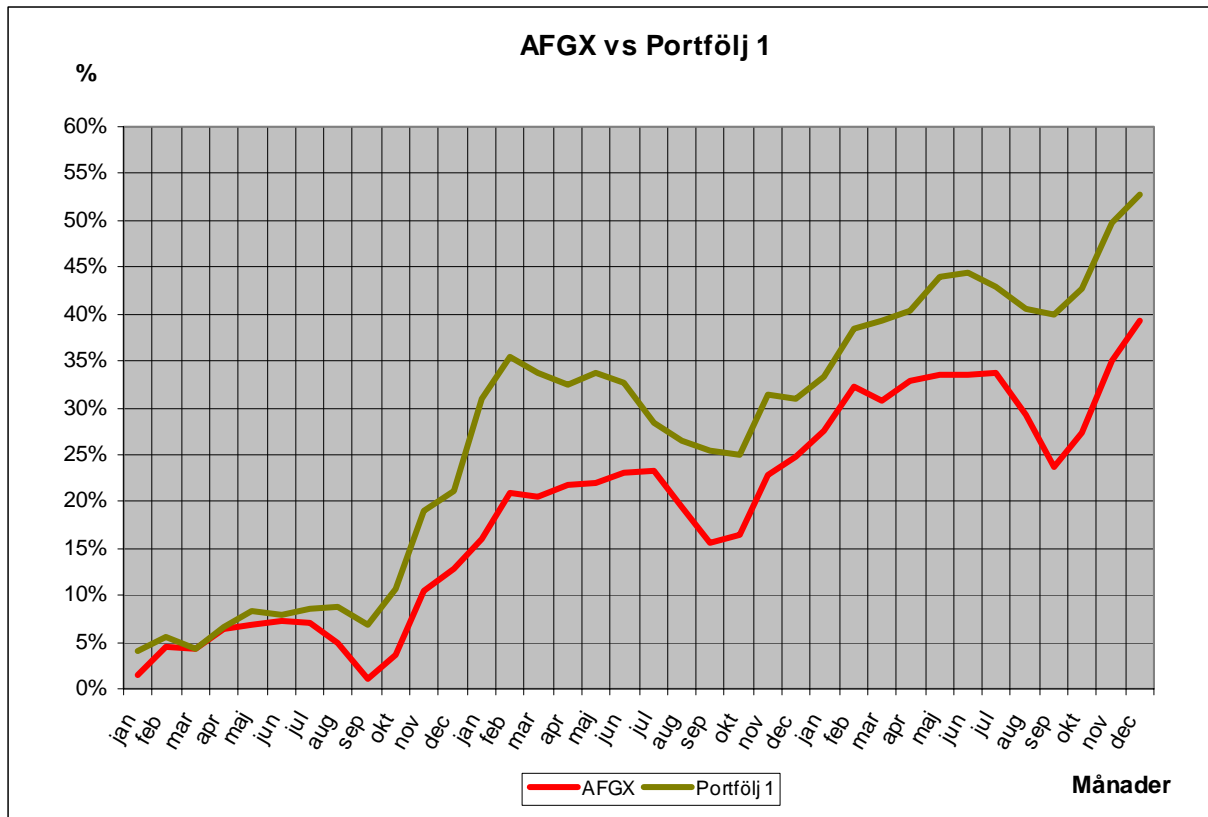
Akkumulerad Genomsnittlig Avkastning Årvis Efter Portföljformation

	AGA ₈ *	Månader efter portföljsformation		
		12	24	36
Portföljer	-0,392	0,212	0,310	0,528
AFGX		0,129	0,249	0,393
Portfölj – AFGX		0,083	0,062	0,135

Tabell 1. Genomsnittlig avkastning för portföljer på årsbasis, med början 1995-12-31
Siffrorna baseras på 8 testperioder upp till 36 månader
*(Akkumulerad Genomsnittlig Avkastning under rankingperiod)

I figur 4 åskådliggörs en mer detaljerad jämförelse. Förhållandet tydliggörs under samtliga 36 månader, då Portfölj 1 uteslutande presterar bättre än index. Dess graf ligger i snitt 8 procentenheter över index genom testperioden. Vad som ytterligare kan skönjas i figuren, är att Portfölj 1 uppvisar en tydlig tendens att följa de trender som urskiljs i indexutvecklingen. Vi fann även en gemensam sensommareffekt då båda graferna uppvisade kraftiga nedgångar under augusti- samt september månad. Vad som dock bör påpekas är att AFGX under denna period drabbas av betydligt djupare dalar än vad vår sammanvägda portfölj uppvisar. I genomsnitt ser vi att index dalar med 8 procentenheter

under testperiodens tre höstdalgångar, i vilka den sammanvägda portföljen endast stagnerar 2,5 procentenheter.



Figur 4. Portfölj 1 i jämförelse till genomsnittlig indexutveckling

I tabell 2 sammanställs resultaten för var och en av de åtta testperioderna. Genom att ställa portföljernas individuella AGA:n i relation till motsvarande testperiods indexutveckling, ser vi ett AFGX med negativ utveckling under perioderna 5, 6 samt 7, samtidigt som endast portföljen i testperiod 7 har negativ avkastning. Detta visar att portföljerna under vår specifika eventperiod varit ett mer pålitligt investeringsalternativ.

Den eventuella överavkastningen räknades fram som differensen mellan respektive portföljs AGA och motsvarande periods indexutveckling. 36 månader in i testperioden uppvisades i fallen 4, 5, 6, samt 8 ett positivt värde. Således uppvisar endast hälften av eventstudiens portföljer en avkastning högre än index. Dessa fluktuationer i våra differenser gör att vi ej statistiskt kan säkerställa ($t = 0,3120$) det vi tidigare pointerat, att den sammanvägda portföljens AGA_{P1} under hela testperioden överstigit den genomsnittliga indexutvecklingen. Således har vi inte möjlighet att bevisa att den

överavkastning, som ändå åstadkommits i de fyra portföljerna, skapats av den överreaktionseffekt som De Bondt och Thaler identifierat i sina studier.

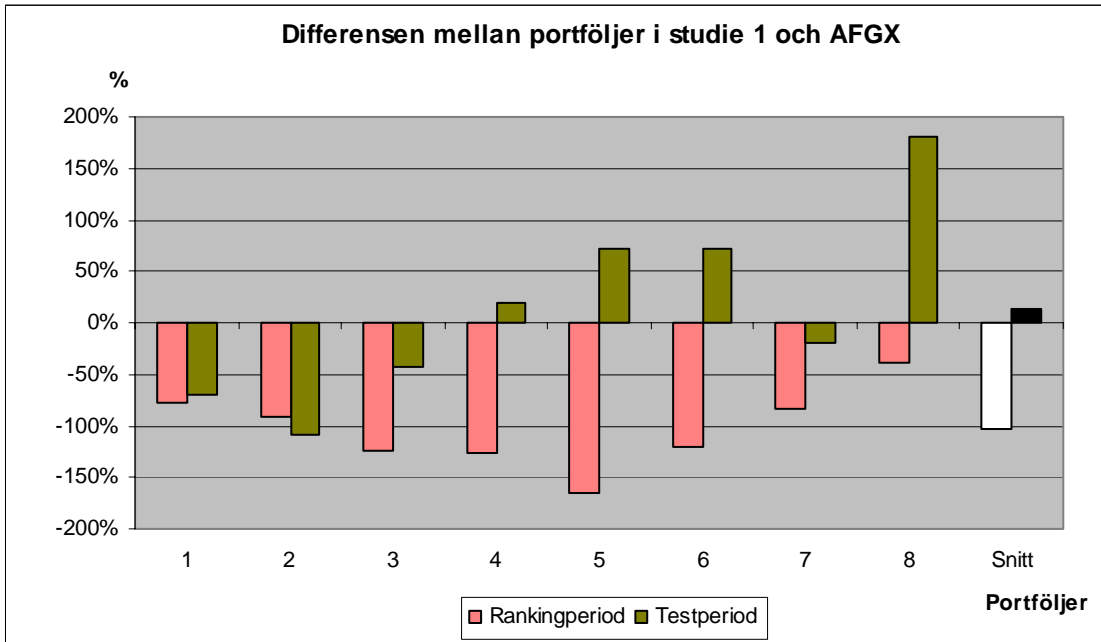
Differensen Mellan Portföljer och AFGX, 36 Månader Efter Portföljformation

<i>Testperiod</i>	<i>Ø Avkastning</i>	<i>AFGX</i>	Differens
1) 1996-98	0,210	0,907	-0,696
2) 1997-99	0,203	1,292	-1,090
3) 1998-00	0,183	0,611	-0,427
4) 1999-01	0,404	0,214	0,190
5) 2000-02	0,175	-0,541	0,716
6) 2001-03	0,403	-0,322	0,724
7) 2002-04	-0,277	-0,044	-0,233
8) 2003-05	2,835	1,025	1,810

Tabell 2. Individuella portföljers genomsnittliga avkastning i relation till marknadsindex

Dock visar figur 5 ändå på att en tydlig överreaktionseffekt sannolikt ligger bakom den överavkastning som åskådliggjorts ovan för portfölj 4, 5, 6, samt 8. Detta betyder att det, i motsats till vad som konstateras i den effektiva marknadshypotesen, är möjligt att uppnå överavkastning genom att se på historisk utveckling (Fama och French, 1970)

I den sista kolumnen ser vi ett genomsnitt av samtliga portföljers prestation. Tre år in i rankingperioden, visar den upp en negativ avkastning på 103 %, för att under nästkommande 3 år överprestera index med cirka 14 %. De resultat som den genomsnittliga portföljen uppvisar ligger i linje med Dremans antaganden om att företag som varit undervärderade återgår mot marknadsgenomsnittet även utan kända "event triggers".



Figur 5. Avkastning under ranking- samt testperiod beräknas såsom (AFGX indexutveckling – $AGA_{1,8}$)

4.2 Studie 2

Till skillnad från försöksstudie 1, har vi i denna studie valt en snävare urvalsmetod utifrån vilken vi satt en undre gräns för bolagens börsvärden till en miljard. I överensstämmelse med Dissanaikes studie kan vi på så sätt testa förekomsten av en småbolagseffekt i våra tidigare resultat. Den nya urvalsgränsen medför att portföljstorleken nu sätts till 10.

I kontrast till försöksstudie 1, fann vi att de åtta portföljerna sammanvägt uppvisar en något lägre avvikelse från AFGX genomsnittliga indexutveckling (tabell 3). På ett-, två-, samt treårsbasis uppvisas en differens på cirka 4-, 5- samt 9 procentenheter.

Akkumulerad Genomsnittlig Avkastning Årvis Efter Portföljformation

		<i>Månader efter portföljsformation</i>		
	<i>AGA₈*</i>	12	24	36
<i>Portföljer</i>	-0,246	0,170	0,296	0,485
<i>AFGX</i>		0,129	0,249	0,393
Portfölj – AFGX		0,041	0,047	0,092

Tabell 3. Genomsnittlig avkastning för portföljer på årsbasis, med början 1995-12-31

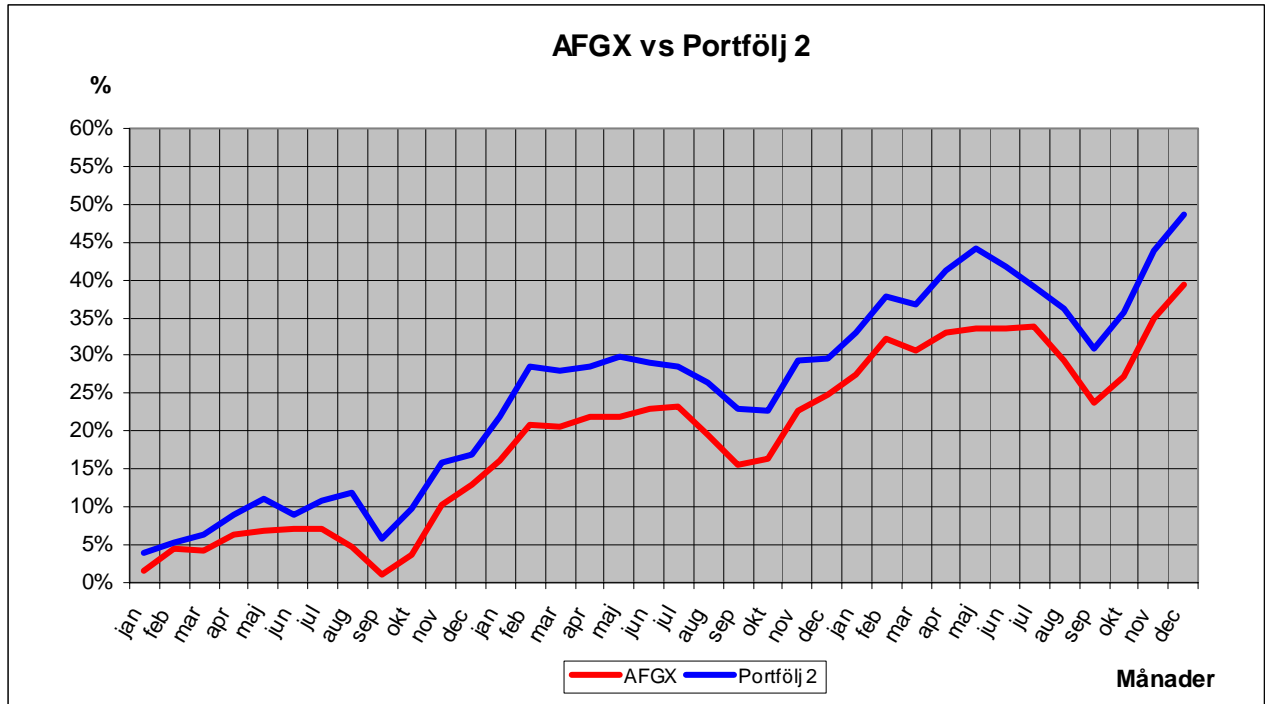
Siffrorna baseras på 8 testperioder upp till 36 månader

*(Akkumulerad Genomsnittlig Avkastning under rankingperiod)

Enligt De Bondt och Thaler (1985 s.795) ska storleken av testperiodens avkastning bero på motsvarande rankingperiods avkastningsstorlek. Dessa antaganden stärktes inte av våra resultat, då vi i testperioden uppmätte jämbördiga värden (+0,527;+0,485), trots att vi i rankingperioden såg stora skillnader. (-0,392;-0,246)

Med en mer noggrann jämförelse av den genomsnittliga indexutvecklingen (figur 6) finner vi att grafernas trender är väl synkroniserade över hela testperioden. Vi fann att

den sammanvägda portföljgrafen approximativt placerade sig 6 procentenheter över index. Till skillnad från försöksstudie 1 kan vi i detta fall konstatera en tydligare sensommareffekt för den sammanvägda portföljens (Portfölj 2) ackumulerade genomsnittliga avkastning (AGA_{P2}), i linje med AFGX. Under testperiodens tre höstsänkor föll index i genomsnitt med 8 procentenheter och Portfölj 2 med 6 procentenheter, i kontrast till de 2,5 procentenheter som i genomsnitt förloras i Portfölj1.



Figur 6. Portfölj 2 i jämförelse till genomsnittlig indexutveckling

Genom att, i denna försöksstudie, använda oss av en smalare urvalsmetod fann vi i tabell 4 att samtliga åtta portföljer gav en positiv avkastning 36 månader in i testperioden. Dessa portföljer förefaller vara ett mer tillförlitligt placeringsalternativ under vår eventperiod än portföljerna i det tidigare försöket.

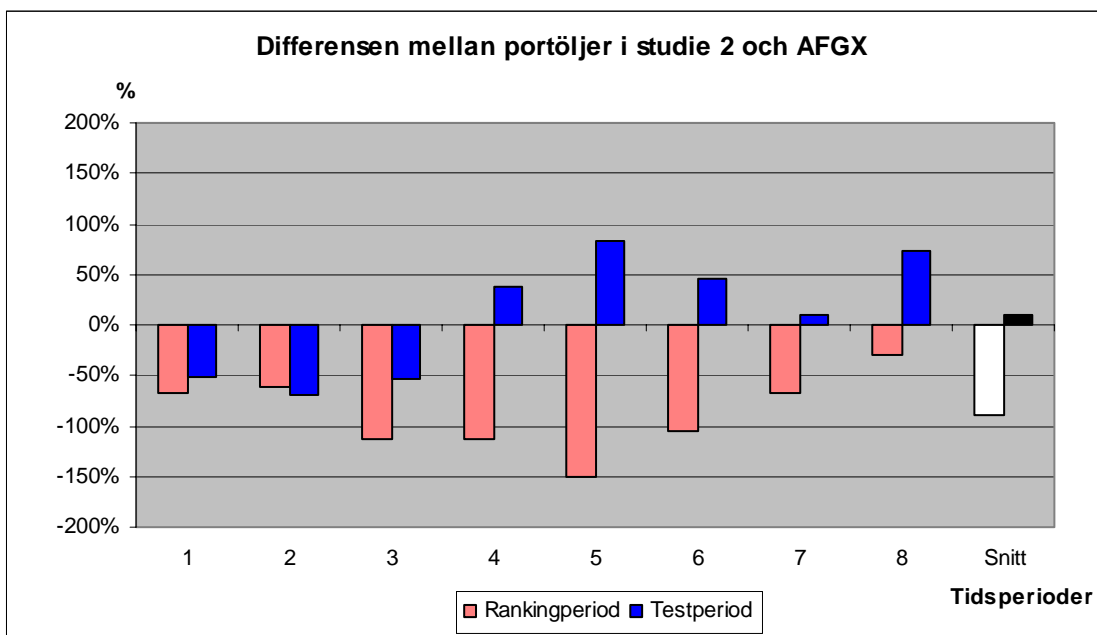
I likhet med försök 1, kunde vi inte heller i detta försök påvisa en statistiskt säkerställd överavkastning ($t = 0,3121$) under de åtta testperioderna. Följaktligen motsäger även detta resultat hypotesen att överreaktionseffekten ger en avkastning över index. Vi vill dock pointera att dessa statistiska uträkningar inte utesluter möjligheten av en överreaktion under enskilda testperioder.

Differensen mellan miljardportföljer samt AFGX, 36 månader efter portföljernas formation

Tidsperiod	Ø Avkastning	AFGX	Differens
1) 1996-98	0,399	0,907	-0,507
2) 1997-99	0,606	1,292	-0,687
3) 1998-00	0,082	0,611	-0,529
4) 1999-01	0,591	0,214	0,377
5) 2000-02	0,292	-0,541	0,833
6) 2001-03	0,137	-0,322	0,459
7) 2002-04	0,009	-0,044	0,053
8) 2003-05	1,759	1,025	0,735

Tabell 4. Individuella portföljers genomsnittliga avkastning i relation till marknadsindex

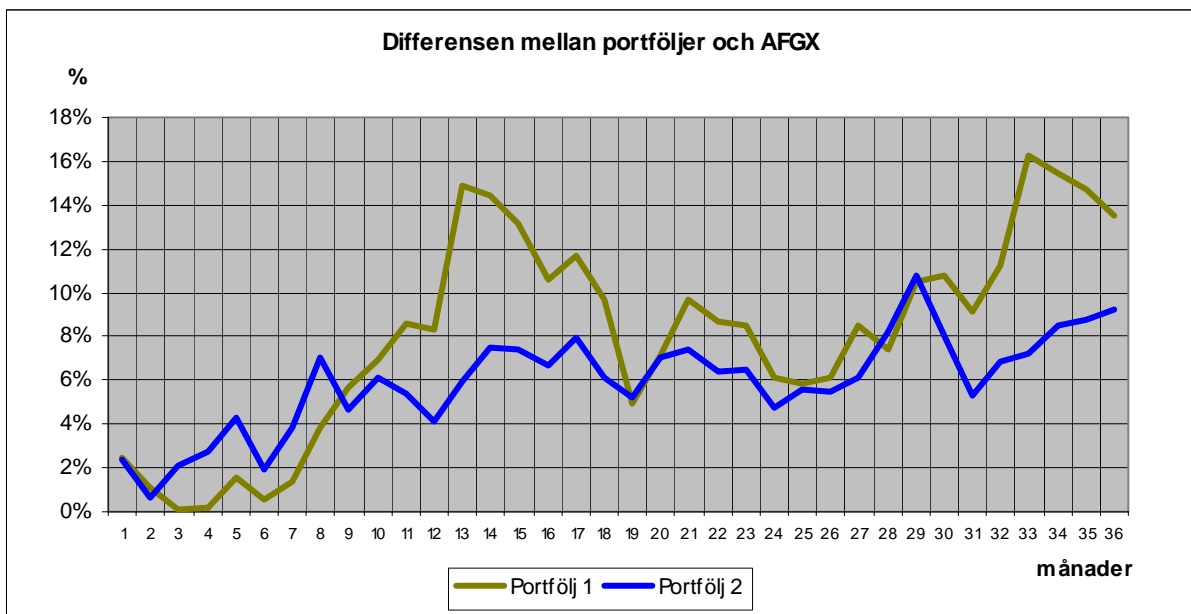
I figur 6 återges avkastningen för de åtta tidsperioderna gentemot index. Vi kan tydligt urskilja de skillnader som uppkommer i avkastning under varje portföljs ranking- samt testperiod. I respektive portföljformationer som vi skapat, kan vi under de sista fem tidsperioderna se tydliga tecken på överreaktion från marknaden. Ett vägt genomsnitt av samtliga portföljer, visade att prestationen under rankingperioderna var 89 % under marknadsindex för att 3 år in i efterföljande testperiod visa på en överavkastning mot index med 9 %.



Figur 7. Avkastning under ranking- samt testperiod beräknas såsom $(AGA_{1-8} - AFGX \text{ indexutveckling})$

4.3 Jämförelse av försök 1 och försök 2

Genom att ställa respektive försöks sammanvägda portfölj i direkt relation till varandra, kan vi mäta om våra resultat påverkas av en eventuell småbolageffekt. Vad De Bondt och Thaler kunde påvisa var att småbolageffekten inte enskilt kunde stå som förklaring till contrarian effekten. Detta antagande styrks även av våra resultat, då både Portfölj 1 och Portfölj 2 presterar över den genomsnittliga indexutvecklingen genom hela testperioden (figur 8). Ytterligare en aspekt som klargörs i enlighet med De Bondt och Thalers argument, är att småbolageffekten emellertid kan få effekten att bli större, vilket visas med att grafen för Portfölj 1 visar högre värden. Emellertid visar även våra resultat att portföljen visar en tydligare fluktuation än Portfölj 2. Detta kan fastslås genom beräkningar av standardavvikelser, 0,0465 i det tidigare fallet och 0,0222 i det senare.



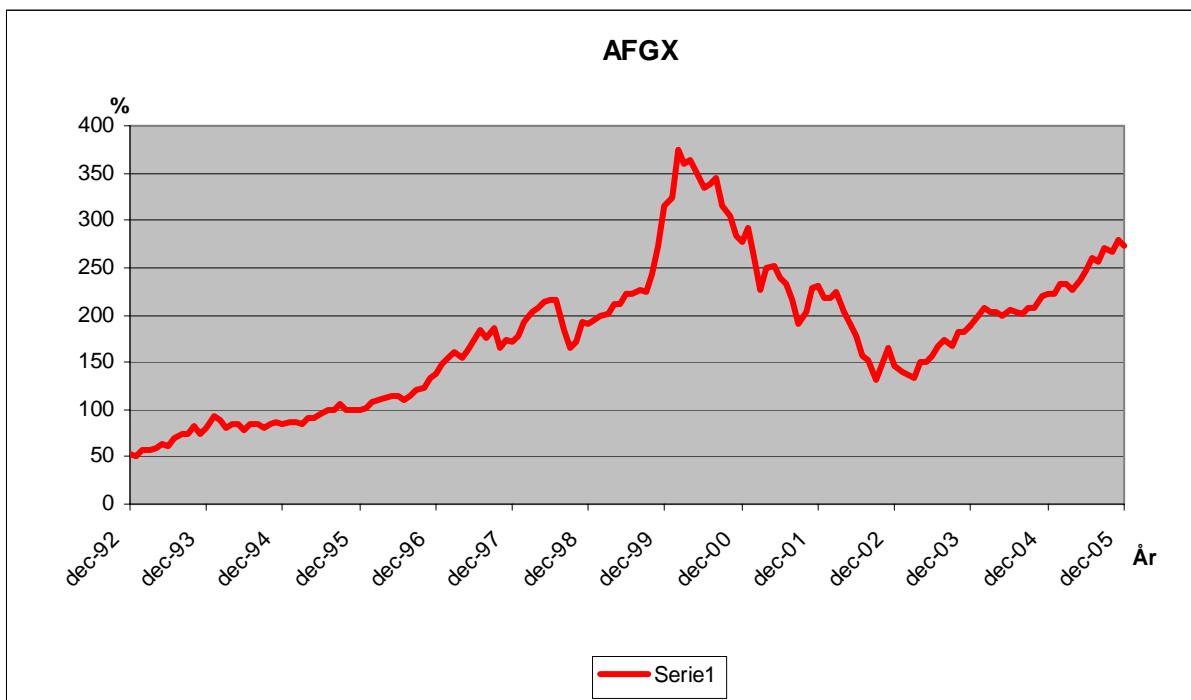
Figur 8. AGA_{P1} – genomsnittlig indexutveckling; AGA_{P2} – genomsnittlig indexutveckling

Från och med år 1996 uppvisar index (figur 9) en väldigt stark uppgång. Det som vi fann intressant, var att av de tio portföljer vars rankingperioder startar efter detta år, uppvisade hela nio en positiv avkastning gentemot index, 3 år in i testperioden. Av dessa portföljer hade samtliga antingen ranking- eller testperiod under IT eran, som enligt Nofsinger var den period som bäst beskrev flockbeteendet. De aktier som ingår i våra portföljer skulle enligt teorin vara bortglömda av den stora massan och därmed värderas för lågt. De sex portföljer vars rankingperioder avslutas innan IT eran var över (portfölj 4, 5, 6, i vardera försöksstudie), innehåller troligtvis dessa aktier, då vi ser en stark uppgång gentemot

marknadssnittet i samtliga sex portföljers testperioder. Detta är i enlighet med Dremans teorier om överreaktion, då han menar att de populära aktierna samtidigt faller tillbaka, vilket troligtvis orsakar det kraftiga fallet i index.

De sista fyra portföljernas rankingperioder (portfölj 7, 8, i vardera försöksstudie) faller ut när raset stabiliserats något. Det faktum, att tre av dessa fyra uppvisar överavkastning följande testperioder, är i linje med Dremans teorier om överreaktion under kraftiga nedgångar.

Under IT boomen steg index väldigt starkt, detta kan skönjas i figur 9. Under sådana perioder kommer enligt teorin noise traders in på marknaden och förstärker redan högt satta värden. Dessa oinformerade investerare är en viktig del för att contrarian strategin skall fungera.



Figur 9. Månadsobservationer av AFGX under perioden december 1992 - december 2005

5 SLUTSATSER

Vi kommer här att jämföra våra resultat i analysen med vårt primära syfte i uppsatsen. Avslutningsvis presenterar vi förslag till vidare forskning inom området för contrarian strategier.

Trots att vi bland fondförvaltare fann ett stort intresse för strategier om contrarian effekter på den svenska aktiemarknaden, måste vi dessvärre göra dem besvikna. Genom våra resultat kunde vi inte påvisa att det är en fullt tillförlitlig strategi för att slå AFGX index. Likväl visar de fem avslutande testperioderna tydliga tecken på överavkastning. Hela 9 av 10 portföljer lyckades då slå index. Då denna tidsperiod kantas av flera händelser som på olika sätt ordentligt skakat om marknaden, kan vi dra en intressant slutsats med vår studie. Att överavkastningar sammanfaller med en ökad aktivitet på marknaden.

Eftersom vi med vår undersökning ville se om man med en contrarian ansats kan konstruera en hållbar investeringsstrategi för fondförvaltare, var det viktigt att studierna var aktuella och gick att applicera på dagens marknadsförhållanden. Vårt val av studieperiod kan verka anmärkningsvärd i jämförelse med tidigare studier över contrarian strategier. Vår period förhöll sig kortare i jämförelse och medförde därmed ett mindre urval, vilket kan ha försvårat en statistisk säkerställelse av våra resultat. Vi vill dock framhålla att strategin troligtvis kan användas som ett hjälpmedel då man i de flesta fall fick en överavkastning gentemot index. Skulle vi istället valt en längre urvalsperiod hade vi möjligtvis kunnat bekräfta det statistiskt.

I vår analys, av de sammanvägda portföljernas prestation gentemot index, fann vi att den portfölj som utgjordes av de mindre bolagen gav en högre avkastning under samtliga 36 månader. Vi kunde därmed konstatera att contrarian strategin påverkas av en märkbar positiv småbolageffekt. Denna effekt kan bero på en ökad volatilitet i de mindre

aktiernas kurser vilket stöds av den uträknade standardavvikelsen. Detta kan tyda på att småbolagen ges extremare värderingar i båda riktningar och därför ger ett extra starkt avkastningsmönster.

Valet av AFGX som jämförelseinstrument är det som gör vår uppsats unik, eftersom tidigare studier endast försökt påvisa en överreaktionseffekt med hjälp av vinnarportföljer. Vårt val tycks dock ha gjort det svårare att identifiera överreaktionseffektens påverkan på våra portföljer. Detta beror på att de skillnaderna i avkastning mellan förlorarportföljer och vinnarportföljer, blir avsevärt större än med AFGX som jämförelse.

Till skillnad från den skarpa januarieffekt som De Bondt och Thaler fann i sina två studier påträffade vi i vår analys en tydlig sensommareffekt (augusti till september). Detta var särskilt intressant då vår contrarian strategi uppvisade en mindre grad än AFGX under motsvarande period.

5.2 Förslag till framtida forskning

Ett intressant bidrag till vidare forskning inom contrarian strategin på den svenska aktiemarknaden skulle vara en studie som sträcker sig längre tillbaka i tiden. Detta skulle kanske kunna säkerställa den effekt som vi kunde tyda i våra resultat.

6 KÄLLFÖRTECKNING

6.1 Litteratur

Jacobsen, Dag I, 2002: *Vad, hur och varför*, Studentlitteratur: Lund

Rienecker, L., Jörgensen, P S., 2000: *Att skriva en bra uppsats*, Liber: Malmö

Schleifer, Andrei, 2000: *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioural Finance*, Oxford University Press

Körner, Svante, Wahlgren, Lars, 2000: *Statistisk Dataanalys*, Studentlitteratur: Lund

Dremen, David, 1998: *Contrarian Investment Strategies: The Next Generation*, Simon & Schuster

Lundahl, U., Skärvad, P-H., 1999: *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, Studentlitteratur: Lund

Holme, Idar Magne, Solvang, Bernt Krohn, 1997: *Forskningsmetodik – Om kvalitativa och kvantitativa metoder*, Studentlitteratur

Halvorsen, K., 1992: *Samhällsvetenskaplig metod*, Studentlitteratur: Lund

Nofsinger, John R., 2002: *The Psychology of Investing*, Pearson Prentice Hall

6.2 Tidsskrifter

Dagens Industri, 2005-08-25, ”Fonder ger bankerna miljardklirr i kassan”

Dagens Industri, 2005-12-01, ”Rekordintresse för aktier och fonder”

6.3 Vetenskapliga artiklar

De Bondt, Werner F.M., Thaler, Richard, 1985: ”Does the Stock Market Overreact?”, *The Journal of Finance*, Vol. 40, No. 3, pg 793-805

Dissanaike, Gishan, 1997: “Do Stock Markets Investors Overreact?”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 24(1), Jan 1997, 0306-686X, pg 27-49

Fama, Eugene F., 1970: "Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work", *The Journal of Finance*, Vol 25, No 2, pg 383-417

Chan K. C., 1988: "On the Contrarian Investment Strategy", *The Journal of Business*, Apr 1988; 61, 2; ABI/INFORM Global pg 147

Shen, Qian, Szakmary, Andrew C., Sharma, Subhash C., 2005: "Momentum and contrarian strategies in international stock markets: Further evidence", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol 15, Issue 3, Jul 2005, pg 235-255

Richards A. J., 1997: "Winner – Loser Reversals In National Stock Market Indices: Can They be Explained", *Journal of Finance* Vol 52, No 5, pg 2129-2144

Barberis, Nicholas; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert, 1998: "A Model of Investor Sentiment", *Journal of Financial Economics* 49 (1998) pg 307-343

6.4 Elektroniska källor

<http://www.dn.se>

<http://www.afv.se>

<http://www.veckansaffarer.se>

BILAGA 1

Portfölj 1

8 portföljer med de 20 mest extrema förlorarna under resp. rankingperiod (150 mkr minimum börsvärde)																				
1	LUXO-SDB.S	NTA-B.SE (B)	SPEC-A.SE (B)	SCA-B.SE (B)	CCOR-B.SE (B)	ICB-B.SE (B)	ESPEN-B.SE (B)	SLT-B.SE (B)	SLAB-B.SE (B)	ELUX-B.SE (B)	RABT-B.SE (B)	BTL-A.SE (B)	HOLM-A.SE (B)	ORES.SE (B)	BJM.SE (B)	SECO-B.SE (B)	STOR-A.SE (B)	SAND-A.SE (B)	AGA-A.SE (B)	SAND.SE (B)
93+94+95	-0,7427	-0,3535	-0,1556	-0,1056	0,0149	0,0678	0,0714	0,1180	0,1435	0,1450	0,2083	0,2107	0,2450	0,3587	0,3617	0,3778	0,3830	0,4036	0,4077	0,4104
96+97+98	0,0650	-0,5075	0,2566	0,7184	-0,2945	-0,0351	-0,3707	0,3367	-0,6207	1,6173	-0,3793	0,3717	0,2621	0,5680	0,9531	0,5323	0,1410	0,2103	0,1749	0,2017
2	LUXO-SDB.S	GCOLU-B.S	GREAL-B.S	EVID-A.SE (A)	JW.SE (Ant)	NTA-B.SE (B)	JPNO.SE (B)	CCOR-B.SE (B)	SLAB-B.SE (B)	XPON.SE (B)	BGKO-B.SE (B)	TRUS-B.SE (B)	PIRE.SE (B)	BONG.SE (A)	WAFV-B.SE (B)	SCA-B.SE (B)	GKINV-B.SE (B)	RABT-B.SE (B)	HUFV-A.SE (A)	TREL-B.SE (B)
94+95+96	-0,7427	-0,5200	-0,4740	-0,4703	-0,3750	-0,3591	-0,3300	-0,3039	-0,2921	-0,1971	-0,1724	-0,1578	-0,0095	0,0167	0,0175	0,0259	0,0330	0,0827	0,0889	0,1313
97+98+99	0,1682	-0,2167	-0,0875	0,8022	1,8571	-0,4088	0,8731	-0,3333	-0,7459	-0,0592	0,9722	0,5832	0,1657	0,5410	-0,1724	0,9276	0,4043	-0,6616	-0,3979	-0,1547
3	SINT.SE (Bör)	JW.SE (Ant)	GKINV-B.S	EKTA-B.SE (A)	GREAL-B.S	SLAB-B.SE (B)	RROS.SE (B)	XPON.SE (B)	HUFV-A.SE (A)	PLAT-B.SE (B)	TV4-A.SE (B)	WAFV-B.SE (B)	SCC.SE (Bör)	TREL-B.SE (B)	MIDW-B.SE (B)	LUXO-SDB.S	WALL-B.SE (B)	FPAR.SE (Ar)	TRUS-B.SE (B)	CCOR-B.SE (B)
95+96+97	-0,7348	-0,5072	-0,4654	-0,3772	-0,3688	-0,3531	-0,3422	-0,3294	-0,2469	-0,1586	-0,1152	-0,1119	-0,0857	-0,0783	-0,0649	-0,0133	0,0204	0,0526	0,0976	0,1353
98+99+00	-0,1450	0,7712	0,3764	-0,5851	0,0925	-0,6947	0,2520	0,6750	0,1016	-0,0508	1,0548	-0,2283	1,6667	-0,3200	-0,4122	1,0270	0,3000	0,2109	-0,3404	-0,0851
4	EKTA-B.SE (A)	SINT.SE (Bör)	STEK.SE (B)	SCRI-B.SE (B)	RROS.SE (B)	HUFV-A.SE (A)	FABG.SE (A)	RABT-B.SE (B)	SAS.SE (Bör)	MIDW-B.SE (B)	CCOR-B.SE (B)	SKF-B.SE (B)	AFAB-B.SE (A)	ACC-B.SE (B)	WAFV-B.SE (B)	TV4-A.SE (B)	ASDO.SE (A)	GKINV-B.SE (B)	TREL-B.SE (B)	GREAL-B.SE (B)
96+97+98	-0,8529	-0,8410	-0,6913	-0,5873	-0,5457	-0,5104	-0,3913	-0,3793	-0,3436	-0,2962	-0,2945	-0,2559	-0,2399	-0,2115	-0,1957	-0,1652	-0,1111	-0,0843	-0,0769	-0,0455
99+00+01	2,3270	-0,1129	0,3980	-0,5966	2,0975	0,2129	0,6905	-0,0488	-0,0872	-0,2842	0,3913	1,1799	-0,6686	0,1382	-0,1495	1,0000	1,0547	-0,1263	0,2197	0,4366
5	EKTA-B.SE (A)	SINT.SE (Bör)	RABT-B.SE (B)	SCRI-B.SE (B)	ORTI-B.SE (B)	BCOR.SE (A)	AFABG.SE (A)	HUFV-A.SE (A)	STEK.SE (B)	MIDW-B.SE (B)	CCOR-B.SE (B)	GETI-B.SE (A)	HEXA-B.SE (A)	GAMB-B.SE (B)	OXGN.SE (B)	WAFV-B.SE (B)	WALL-B.SE (B)	PEAB-B.SE (B)	TREL-B.SE (B)	BILI-A.SE (An)
97+98+99	-0,8163	-0,6639	-0,6616	-0,6039	-0,5421	-0,4902	-0,4025	-0,3979	-0,3704	-0,3521	-0,3333	-0,2863	-0,2444	-0,2222	-0,1750	-0,1724	-0,1593	-0,1581	-0,1547	-0,1279
00+01+02	2,0240	-0,3333	-0,0450	-0,6238	-0,5227	1,3590	0,6211	-0,0081	-0,7155	-0,4130	-0,0678	0,9117	0,1151	-0,3714	-0,9205	-0,3125	1,0000	1,7293	-0,0784	0,1600
6	SCRI-B.SE (B)	VOST-SDB	ORTI-B.SE (B)	FLY-B.SE (A)	GORT-B.SE (B)	TRIO.SE (B)	RABT-B.SE (B)	HL-B.SE (An)	AFAB-B.SE (A)	EKTA-B.SE (A)	OXGN.SE (B)	GAMB-B.SE (B)	TICK.SE (Bör)	MAND.SE (B)	MAXM.SE (B)	INT-B.SE (An)	KAB.SE (Ant)	HEXA-B.SE (A)	WED-B.SE (B)	LIV-SDB.SE (B)
98+99+00	-0,8249	-0,8072	-0,7849	-0,7482	-0,6796	-0,6329	-0,6311	-0,6096	-0,5942	-0,5851	-0,5775	-0,5293	-0,5215	-0,5166	-0,5021	-0,4603	-0,4597	-0,4495	-0,4370	-0,4275
01+02+03	-0,0774	5,7669	0,1684	-0,9336	0,5286	-0,2598	0,1488	0,5205	-0,8319	4,0000	-0,0250	-0,1185	-0,3125	-0,9716	0,0413	-0,8921	0,4104	0,7752	-0,7284	0,8446
7	MAND.SE (Bör)	CON.SE (A)	TURN-B.SE (B)	INT-B.SE (A)	AFAB-B.SE (A)	WED-B.SE (B)	OXGN.SE (B)	ORTI-B.SE (B)	WM-B.SE (B)	SCRI-B.SE (B)	IFS-B.SE (Ar)	TRIO.SE (Bör)	GORT-B.SE (B)	DURC-B.SE (B)	IBS-B.SE (Ar)	BURE.SE (Ar)	MVIR-B.SE (B)	NOLA-B.SE (A)	MAXM.SE (B)	LDEX.SE (An)
99+00+01	-0,9449	-0,8779	-0,8600	-0,7555	-0,6686	-0,6625	-0,6476	-0,6441	-0,6199	-0,6109	-0,5952	-0,5784	-0,5647	-0,5316	-0,4848	-0,4835	-0,4833	-0,4681	-0,4291	-0,4257
02+03+04	-0,8569	-0,0613	-0,9159	-0,7300	-0,4696	-0,8441	0,2215	0,1762	-0,4525	0,2763	-0,7639	-0,4154	0,5203	-0,6075	-0,2353	-0,9155	0,6621	0,0567	-0,7407	0,5647
8	FRAM.SE (Se)	CON.SE (S)	IFS-B.SE (S)	AFAB-B.SE (S)	TGNT.SE (B)	ENEA.SE (S)	ERIC-B.SE (S)	SCOR.SE (B)	INT-B.SE (S)	WM-B.SE (B)	INN-B.SE (Bör)	CYBE.SE (Se)	IBS-B.SE (Se)	BOSS.SE (Se)	HIQ.SE (Sen)	ABB.SE (Sen)	MAXM.SE (B)	SEMC.SE (Bör)	ACTI.SE (Sen)	TELC-B.SE (B)
00+01+02	-0,9970	-0,9962	-0,9737	-0,9611	-0,9400	-0,9386	-0,9382	-0,9370	-0,9289	-0,9278	-0,9262	-0,9244	-0,9100	-0,9100	-0,9083	-0,9040	-0,8731	-0,8700	-0,8656	-0,8374
03+04+05	1,6471	3,5982	1,9221	1,4318	2,6398	4,5041	3,5082	-0,5182	0,7072	2,2763	7,4000	2,0000	4,6977	4,3865	7,1600	2,6532	-0,5586	3,5385	3,3986	0,3074

BILAGA 2

Portfölj 2

8 portföljer med de 10 mest extrema förlorarna under resp. rankingperiod (1 mdkr minimum börsvärde)										
1	ELUX-B.SE	HOLM-A.SE	SAND-A.SE	SCA-B.SE	(S)ECO-B.SE	SLT-B.SE	(S)PEC-A.SE	STOR-A.SE	PERS-B.SE	STOR-B.SE
93+94+95	0,1450	0,2450	0,4036	-0,1056	0,3778	0,1180	-0,1556	0,3830	0,4250	0,4299
96+97+98	1,6173	0,2621	0,2103	0,7184	0,5323	0,3367	0,2566	0,1410	-0,2158	0,1321
2	GKINV-B.SI	HUFV-A.SE	RABT-B.SE	SCA-B.SE	(S)LAB-B.SE	TREL-B.SE	SKF-B.SE	(S)DIA-SEK.S	SEB-A.SE	(S)AGA-A.SE (A
94+95+96	0,0330	0,0889	0,0827	0,0259	-0,2921	0,1313	0,1963	0,2154	0,2389	0,2410
97+98+99	0,4043	-0,3979	-0,6616	0,9276	-0,7459	-0,1547	0,2817	5,6580	0,3755	0,3689
3	GKINV-B.SI	HUFV-A.SE	RROS.SE	(S)LAB-B.SE	TREL-B.SE	TV4-A.SE	(S)ASDO.SE	(A)HOLM-A.SE	NCC-A.SE	(S)MUNK.SE
95+96+97	-0,4654	-0,2469	-0,3422	-0,3531	-0,0783	-0,1152	0,1356	0,1429	0,1714	0,2479
98+99+00	0,3764	0,1016	0,2520	-0,6947	-0,3200	1,0548	-0,0547	0,4750	-0,1464	-0,2252
4	ASDO.SE	(A)GKINV-B.SI	HUFV-A.SE	NCC-B.SE	(R)ROS.SE	(S)AS.SE	(B)SKF-B.SE	(S)TREL-B.SE	TV4-A.SE	(S)KA-B.SE (B
96+97+98	-0,1111	-0,0843	-0,5104	-0,2115	-0,5457	-0,3436	-0,2559	-0,0769	-0,1652	-0,0132
99+00+01	1,0547	-0,1263	0,2129	0,1382	2,0975	-0,0872	1,1799	0,2197	1,0000	0,2178
5	BILI-A.SE	(A)FABG.SE	(A)GAMB-B.SE	GETI-B.SE	(S)HEXA-B.SE	HUFV-A.SE	PEAB-B.SE	TREL-B.SE	SAS.SE	(B)CARD.SE (A
97+98+99	-0,1279	-0,4025	-0,2222	-0,2863	-0,2444	-0,3979	-0,1581	-0,1547	-0,1163	-0,1032
00+01+02	0,1600	0,6211	-0,3714	0,9117	0,1151	-0,0081	1,7293	-0,0784	-0,3500	0,1917
6	ALIV-SDB.S	(S)GAMB-B.SE	HEXA-B.SE	INT-B.SE	(A)KAB.SE	(A)MAND.SE	(S)LDEX.SE	(A)BILI-A.SE	(A)ASTRA-B.SE	HLDX.SE (A
98+99+00	-0,4275	-0,5293	-0,4495	-0,4603	-0,4597	-0,5166	-0,4236	-0,4091	-0,3949	-0,3853
01+02+03	0,8446	-0,1185	0,7752	-0,8921	0,4104	-0,9716	0,5771	0,4154	-0,1356	0,4676
7	BURE.SE	(A)IBS-B.SE	(A)IFS-B.SE	(A)INT-B.SE	(A)LDEX.SE	(A)NOLA-B.SE	WM-B.SE	(S)ALIV-SDB.S	(S)GAMB-A.SE	HEXA-B.SE
99+00+01	-0,4835	-0,4848	-0,5952	-0,7555	-0,4257	-0,4681	-0,6199	-0,2784	-0,2557	-0,2096
02+03+04	-0,9155	-0,2353	-0,7639	-0,7300	0,5647	0,0567	-0,4525	0,5143	0,4466	1,6059
8	ABB.SE	(S)ERIC-B.SE	(TEL)C-B.SE	WM-B.SE	(S)MTG-B.SE	(T)LOG.SE	(S)BURE.SE	(S)SDIA-SEK.S	TIEN.SE	(B)KINV-B.SE
00+01+02	-0,9040	-0,9382	-0,8374	-0,9278	-0,8329	-0,8325	-0,8207	-0,8195	-0,7719	-0,7436
03+04+05	2,6532	3,5082	0,3074	2,2763	3,5177	1,9677	-0,6740	1,0000	1,3640	1,6737





BILAGA 3

Genomsnittlig utveckling AGFX

	AFGX									AFGX i genomsnitt		
									Summa	på månadsbasis	150 portfölj	1mdkr portfölj
Månader	03+04+05	02+03+04	01+02+03	00+01+02	99+00+01	98+99+00	97+98+99	96+97+98				
jan	-0,036779	-0,059327	0,054659	0,022129	0,023603	0,034685	0,07015	0,0173	0,126421	0,015803	0,040706	0,03162
feb	-0,052896	-0,053537	-0,0597	0,183422	0,038552	0,112928	0,118922	0,0747	0,362391	0,045299	0,05634	0,041416
mar	-0,075763	-0,029296	-0,184466	0,135622	0,058432	0,183806	0,158707	0,0917	0,338742	0,042343	0,043278	0,050462
apr	0,03616	-0,118221	-0,097076	0,147793	0,110359	0,198074	0,115588	0,1119	0,504577	0,063072	0,065174	0,072442
maj	0,029823	-0,172882	-0,092575	0,112197	0,107684	0,241691	0,181607	0,1332	0,540746	0,067593	0,083274	0,088743
jun	0,073077	-0,234974	-0,141509	0,059592	0,168424	0,252538	0,260019	0,1404	0,577565	0,072196	0,077993	0,072904
jul	0,148151	-0,318757	-0,158649	0,068696	0,161133	0,246679	0,330966	0,0929	0,571119	0,07139	0,084758	0,0876
aug	0,189131	-0,337337	-0,224039	0,088392	0,183268	0,066701	0,266758	0,1532	0,386075	0,048259	0,086813	0,095025
sep	0,150975	-0,436979	-0,313985	-0,001581	0,181379	-0,043385	0,352634	0,2033	0,092359	0,011545	0,068594	0,046667
okt	0,253392	-0,36443	-0,266671	-0,033732	0,276895	-0,001392	0,200667	0,2302	0,294929	0,036866	0,105863	0,078233
nov	0,258558	-0,282937	-0,180253	-0,101859	0,42738	0,121397	0,259729	0,3301	0,832115	0,104014	0,189783	0,126093
dec	0,297335	-0,37264	-0,166679	-0,122028	0,659166	0,105794	0,249438	0,3799	1,030287	0,128786	0,2115	0,135838
jan	0,373028	-0,395714	-0,216117	-0,074039	0,695883	0,131895	0,292775	0,4767	1,284411	0,160551	0,309456	0,176296
feb	0,423927	-0,405825	-0,211292	-0,174444	0,963493	0,148425	0,390536	0,544	1,678821	0,209853	0,354251	0,227529
mar	0,402783	-0,42017	-0,191092	-0,283985	0,884186	0,170408	0,479093	0,5989	1,640122	0,205015	0,336411	0,223335
apr	0,398375	-0,349955	-0,265195	-0,207258	0,90438	0,227829	0,49692	0,5394	1,744495	0,218062	0,32377	0,227583
maj	0,373855	-0,35393	-0,310745	-0,203307	0,845319	0,224871	0,551417	0,6305	1,75798	0,219747	0,336824	0,239487
jun	0,418486	-0,326794	-0,362487	-0,24627	0,758038	0,292036	0,564968	0,7387	1,836678	0,229585	0,326607	0,232305
jul	0,392176	-0,279696	-0,432306	-0,261318	0,773145	0,283974	0,557649	0,8366	1,870224	0,233778	0,283571	0,228473
aug	0,384324	-0,253986	-0,447789	-0,318728	0,805822	0,308451	0,332778	0,748	1,558872	0,194859	0,265744	0,212279
sep	0,429437	-0,277924	-0,530822	-0,397699	0,656543	0,306363	0,195232	0,8665	1,24763	0,155954	0,253112	0,183851
okt	0,4293	-0,213672	-0,470366	-0,356158	0,6032	0,411983	0,247699	0,6568	1,308786	0,163598	0,250384	0,181766
nov	0,513947	-0,210431	-0,402456	-0,280286	0,490165	0,578389	0,401116	0,7383	1,828745	0,228593	0,313676	0,234954
dec	0,523796	-0,186104	-0,477207	-0,268367	0,456701	0,834696	0,381622	0,7241	1,989237	0,248655	0,310272	0,236816
jan	0,535987	-0,138616	-0,496435	-0,311773	0,536323	0,875297	0,414233	0,7839	2,198916	0,274865	0,333376	0,264752
feb	0,605827	-0,106685	-0,504861	-0,307537	0,369735	1,17122	0,434887	0,9188	2,581386	0,322673	0,383602	0,301877
mar	0,610028	-0,11995	-0,516815	-0,289801	0,187988	1,083522	0,462352	1,041	2,458324	0,307291	0,391979	0,294828
apr	0,553964	-0,122715	-0,458303	-0,354862	0,31529	1,105852	0,534097	1,0656	2,638922	0,329865	0,403842	0,330015
maj	0,637992	-0,138098	-0,461616	-0,394853	0,321846	1,040543	0,530401	1,1408	2,677014	0,334627	0,440041	0,354019
jun	0,706109	-0,110098	-0,439003	-0,440282	0,250564	0,944029	0,61432	1,1595	2,685138	0,335642	0,443642	0,333129
jul	0,791721	-0,126604	-0,399755	-0,501581	0,225597	0,960733	0,604247	1,1494	2,703758	0,33797	0,428971	0,312995
aug	0,768441	-0,13153	-0,378331	-0,515175	0,130344	0,996868	0,634829	0,8391	2,344546	0,293068	0,405245	0,288916
sep	0,869963	-0,103228	-0,398279	-0,588075	-0,000682	0,831796	0,63222	0,6493	1,893016	0,236627	0,399604	0,247094
okt	0,834562	-0,103314	-0,344736	-0,534996	0,06824	0,772809	0,764186	0,7217	2,178451	0,272306	0,427064	0,28576
nov	0,921	-0,05021	-0,342035	-0,475373	0,194125	0,647816	0,972099	0,9334	2,800823	0,350103	0,497666	0,350532
dec	1,024933	-0,044031	-0,321763	-0,541003	0,2139	0,610811	1,29234	0,9065	3,141688	0,392711	0,527544	0,38807

BILAGA 4

Data præsntation:	Contrarian Strategies
Forfatter:	Martin Lind / Daniel Hansson
Dato for publicering:	09-05-2005 15:48:52
Beskrivelse:	En enkätundersökning som har i syfte att analysera intresset för contrarian strategier bland svenska fondförvaltare.
Forventet:	49
Påbegyndt:	21
	43%
Færdiggjort:	10
	20%

2. Er ålder?			
1 25-35	3	30 %	
2 36-45	4	40 %	
3 46-55	2	20 %	
4 56-	1	10 %	
Total:	10	100%	

Antal år ni varit verksam med aktie/fondförvaltning?

3.1	
1	5
2	20
3	11
4	5
5	18
6	16
7	12
8	7
9	18
10	15

Befattning?

4.1

- 1 chef
- 2 Fondförvaltare
- 3 Förvaltare
- 4 Förvaltare
- 5 vd
- 6 fondförvaltare
- 7 Förvaltare
- 8 Vd och vice Vd
- 9 Fondförvaltare
- 10 Fondförvaltare

Kan ni kortfattat beskriva er aktuella placeringsstrategi? t.ex. indexbenchmarking, P/E-tal;

5.1

- 1 P/E
- 2 Bottom Up, absolut avkastning
- 3 vinstmarginal, tillväxt, stabilt track-record, förståelig verksamhet, sund balansräkning, någorlunda fokuserat företag, tillhöra de bästa i sin bransch
- 4 Skapa långsiktigt god avkastning genom aktieurval oavsett indexvikt baserat på aktiens långsiktiga avkastningspotential i relations till dess risk.
- 5 neutral alt tillväxtinriktning i vissa portföljer
- 6 Småbolag med hög tillväxtpotential
- 7 Vi har flera olika placeringsstrategier för våra 10 fonder.
- 8 Vi inriktar oss på mindre bolag med stark potential
- 9 Investera i aktier med lågt P/E i sin bransch, tillväxtinriktade företag.
- 10 Branschindelad, tar ut de bästa i varje bransch

Förekommer nyttjande av anomalier vid era placeringsbeslut? I sådana fall, vilka?

6.1

- 1 nej
- 2 No
- 3 nej
- 4 Vi investerar mkt i småbolag och gillar ev värderingsanomalier som från tid till annan dyker upp på mknd.
- 5 nej
- 6 -
- 7 Nej
- 8 nej
- 9 nej
- 10 Nej

I vilken utsträckning nyttjar era konkurrenter placeringsstrategier som bygger på anomalier?

7.1

- 1 Vet ej
- 2 Vet ej
- 3 vet ej
- 4 Vet ej
- 5 vet ej
- 6 -
- 7 Vet ej
- 8 Vet ej
- 9 vet ej
- 10 Vet ej

Flertalet fonder handlar idag efter contrarian-strategier, dock inga som till vår kännedom är svenskbaserade. Vad är er uppfattning om detta?

8.1

- 1 ingen
- 2 Finns men är inte uttalat
- 3 ingen uppfattning
- 4 Har ingen
- 5 Få svenska hedgefonder, som har andra strategier
- 6 -
- 7 Ingen kommentar
- 8 Ingen
- 9 Ingen uppfattning om detta
- 10 Ingen uppfattning

Använder ni er av contrarian strategies i era placeringsbeslut? I sådana fall, när kom ni i kontakt med denna strategi?

9.1

- 1 nej
- 2 Alla vill vara men få äro kallade
- 3 Vi försöker finna företag som är lågt värderade och samtidigt sälja de som är högt värderade
- 4 Vi kanske uppfattas som contrarian ibland men i sådana fall som et resultat av vår fundamentala analys
- 5 nej
- 6 -
- 7 Nej
- 8 nej
- 9 Ja delvis
- 10 nej

Upplever ni något som helst intresse hos era kunder rörande alternativa strategier såsom contrarian strategies?

10.1

- | | |
|----|---|
| 1 | nej |
| 2 | No. Performance är allt. Hur det gick till spelar mindre roll. |
| 3 | vet ej |
| 4 | Nej inte specifikt |
| 5 | alternativa - det händer, har inte hört någon efterfråga contrarian |
| 6 | - |
| 7 | Nej |
| 8 | nej |
| 9 | Nej inte just contrarian |
| 10 | Inga direkta, men kunder kommer alltid med förslag på allt möjligt |

Om det uppvisas ett starkt samband mellan hög avkastning och investering mha contrarian strategies på Stockholmsbörsen, är det då en fondtyp ni är intresserade att introducera?

11.1

- | | |
|----|---|
| 1 | ja |
| 2 | No |
| 3 | inte en renodlad contrarian |
| 4 | Nej vi kommer att följa den valda inv strategin |
| 5 | ja |
| 6 | - |
| 7 | Nej inte för närvarande |
| 8 | För svårsålt, men strategin är intressant |
| 9 | Ja, om det skulle visa sig att det finns ett samband |
| 10 | Inte en fond som bara baserar sina beslut på detta men man skulle kunna ha det i åtanke |