

Innehållsförteckning

1. Inledning	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemdiskussion	1
1.2.1 Problemformulering	2
1.3 Syfte	2
1.4 Avgränsning	2
1.5 Målgrupp	2
1.6 Definitioner	3
1.7 Disposition	3
2. Metod.....	4
2.1 Kvalitativ vs Kvantitativ metod	4
2.2 Den empiriska undersökningen	5
2.2.1 Urvalsmetod	6
2.2.2 Den statistiska metoden.....	7
2.2.3 Mätfel	7
2.3 Val av teorier	8
2.4 Källkritik	8
3. Beskrivning av blankning.....	10
3.1 Historik.....	10
3.2 Varför blanka?.....	11
3.2.1 Motiv till blankning.....	11
3.2.2. Förväntad avkastning och risker	12
3.3 Motiv till lån av aktier.....	12
3.4 Motiv till utlåning av aktier.....	13
3.4.1 Långivarens risk	14
3.5 Aktörerna på aktielånemarknaden.....	14
3.6 Praktiska exempel på utnyttjande av blankning.....	15
3.6.1 Hur tjänar man pengar?	15
4. Den svenska lagstiftningen för aktielån	17
4.1 Lån och försträckning.....	17
4.2 Beskattning.....	17
4.3 Uppköp under lånetiden	18
5. Den amerikanska lagstiftningen för aktielån.....	19
5.1 Regelsystemets införande.....	19
5.1.1 Argument för och emot blankning enligt SEC.....	19
5.2 Den grundläggande regeln 10a-1	20
5.3 Regel 10a-2 om aktielån.....	20
5.4 Regeln mot manipulation	20
5.5 Blankningen på Nasdaq.....	20
5.6 Förslag till förändringar enligt SEC	21
5.6.1 Diskussion kring förändringsförslagen	21
6. Teoretisk referensram.....	22
6.1 Capital Asset Pricing Modell – CAPM.....	22
6.1.1 Antaganden för CAPM:s giltighet.....	23
6.1.2 Kravet på blankningsmöjligheter	24
6.2 Portföljvalsteori.....	24
6.2.1 Beräkningstekniker.....	24

6.2.2 Den effektiva fronten	25
6.3 Aktielikviditet.....	27
6.3.1 Adverse selection kopplat till likviditet	28
6.4 Principal Agent theory	28
6.5 Effektiva marknader	29
7. Artikelstudien	31
7.1 Åsikterna under 90-talets början	31
7.2 Åsikterna i media idag.....	33
7.3 Skillnader och likheter – förr till nu	35
8. Analys	37
8.1 Aktielånens utveckling	37
8.2 De utvalda aktierna.....	38
8.3 Beskrivning av den statistiska regressionsanalysen	39
8.4 Atlas Copco A	42
8.5 Ericsson B	43
8.6 Holmen B	44
8.7 Industrivärden A.....	46
8.8 Sandvik B	47
8.9 SCA B	48
8.10 Scania B.....	49
8.11 SEB A.....	51
8.12 Skanska B.....	52
8.13 SKF B.....	52
8.14 Genomsnittlig avkastning.....	54
9. Slutsatser	55
9.1 Analysens resultat	55
9.2 Artikelstudien	56
9.3 Förändringsförslag	57
9.4 Förslag till fortsatta studier	58

KÄLLFÖRTECKNING

BILAGA 1-11 ANALYSDIAGRAM – Kursutvecklingen för aktierna, aktielåns volymer och plotterdiagram

BILAGA 12 REGRESSIONSANALYSEN – Överblick av de undersökta aktiernas max- och minvärde, medelvärde och standardavvikelse för kursförändring, samt aktielåns förändring

BILAGA 13 – VECKOSTATISTIK – Veckobaserad statistik över aktielån, börskurser och index

Sammanfattning

Titel	Aktielån och kursrörelser – Finns det något samband?
Författare	Daniel Berglund, Joel Sjöblom, Alexander Steen
Handledare	Hossein Asgharian och Tore Eriksson
Problem	<p>Vad är blankning och hur ser lagstiftningen ut i Sverige och USA? Finns det någon korrelation mellan aktiekursförändringar och antalet utlånade aktier? Hur har åsikterna och inställningen till blankningen förändrats sedan införandet? Vad kan göras för att förbättra blankning som instrument?</p>
Syfte	<p>Syftet med uppsatsen är att kartlägga om det finns någon korrelation mellan kursförändringar och antalet utlånade aktier. Vi avser även presentera blankningen som instrument och den lagstiftning som styr handeln i Sverige respektive USA. Syftet är vidare att se hur uppfattningen och inställningen till blankning har förändrats via en artikelstudie.</p>
Metod	<p>Vi började med att välja tio aktier till en undersökningsgrupp efter en rad kriterier. Sedan valde vi tio kontrollaktier som hörde hemma i samma bransch som respektive undersökningsaktie. Vår analys baserade sig sedan på dessa aktier. Analysen gjordes i form av en regressionsanalys med enkel linjär modell där variablerna var aktielån och aktiekurs och gällde för perioden 1999-09-17 – 2002-11-08. Ur regressionsanalysen får man även korrelationen mellan variablerna som vi sedan har studerat för att försöka hitta något samband. För vi skulle se hur inställningen till blankning förändrats genomfördes en mindre artikelstudie.</p>
Slutsats	<p>Utifrån vår hypotes kunde inte regressionsanalysen påvisa något samband mellan variablerna aktielån och kursförändring. Avkastningen för de undersökta aktierna tenderade dock att vara sämre än dels de utsedda kontrollaktierna del respektive index. Artikelstudien visade att åsikterna om blankning går vitt isär. Dessa tenderar dock att baseras på åsikter istället för fakta.</p>
Nyckelord	Blankning och aktielån

FÖRORD

Det är januari och detta är det sista vi skriver på vår kandidatuppsats. Det känns som om det bara var några dagar sedan vi satt på första metodföreläsningen och vår handledare, Tore Eriksson, pratade om problemformuleringens olika nivåer. Under tio veckor har vi arbetat mycket intensivt och nu känner vi dels en stor lättnad för att vi orkade fullborda projektet och dels en stolthet över uppsatsens utformning och innehåll.

Först och främst vill vi tacka Stockholmsbörsen för deras hjälpsamhet vid insamlandet av den nödvändiga statistik som krävdes för att kunna genomföra denna uppsats.

Vi vill tacka Ulf Petersson på Affärsvärlden, Per Höglund på Swedbank och Pia Ekman på Lendtech AB för att de tog sig tid att svara på våra frågor.

Vi vill även tacka Mattias Andersson på Stroede Customer Development för hjälpen med statistiken.

Sist men inte minst vill vi tacka våra handledare Tore Eriksson på Företagsekonomiska Institutionen och Hossein Asgharian på Nationalekonomiska Institutionen.

Helsingborg i januari, 2003

Daniel Berglund
Rektorsgatan 11A
254 36 Helsingborg
042-21 35 15

Joel Sjöblom
Viskgatan 12C
252 47 Helsingborg
042-14 50 42

Alexander Steen
Skånegatan 32A
252 52 Helsingborg
042-712 00

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Börsen har uppvisat en nästintill uteslutande negativ trend under två dystra år. Det hela började år 2000 då luften gick ur det som många definierar som en IT-bubbla. IT-sektorns kollaps överraskade inte bara privata placerare utan även de mest rutinerade handlarna blev tagna på sängen. Denna för många osannolika börsutveckling har fått förtroendet för finansmarknaden att vackla, med följderna att många investerare idag uppvisar ett mer riskavert beteende. IT-krisen är dock inte det enda som urholkat placerarnas förtroende och skrämt bort dem från börsen. Ett flertal redovisningsskandaler och kriser i enskilda företag har lett till att stämningen på finansmarknaden har sänkts ytterligare.

Som en följd av ovanstående faktorer har handeln på börsen successivt avtagit med fallande börskurser som konsekvens. Detta har satt kapitalförvaltarna i en otrevlig sits vars primära uppgift är att förränta kundernas kapital och utan en bred uppgång på börsen försvåras deras arbete betänkligt. För att möjliggöra avkastning på kapitalet även i tider av nergång har de i allt större utsträckning börjat tillämpa blankning.

Den allt större användningen av blankning har inte gått media och småplacerare obemärkt förbi. En livlig debatt har återigen blossat upp kring blankningens vara eller icke vara. Blankning har också blivit ett allt vanligare inslag i de omdiskuterade hedgefonderna. Generellt finns det idag två huvudsakliga uppfattningar om blankningen och dess effekter. En del journalister och mindre placerare, framförallt privatpersoner, tenderar att ha en negativ inställning till blankning, medan dess utövare och förvaltare generellt är positiva. Dessutom har flera av de företagsledare vars företag är vanligt förekommande i blankningssammanhang blandat sig i debatten. Deras uttalanden har övervägande varit av det negativa slaget. Situationen lämnar den fördomsfria studenten mittemellan, men möjliggör samtidigt en bra utgångspunkt för att bringa en djupare och klarare bild av blankning.

Det har inte alltid varit lagligt för de svenska fondförvaltarna och bankerna att ägna sig åt blankning. Det var först hösten 1991 som det blev tillåtet och lagstiftningen har inte förändrats sedan dess. Eftersom finansmarknaden och placeringsinstrumenten är i ständig förändring kan den gamla lagstiftningen delvis tänkas ligga bakom dagens diskussion.

1.2 Problemdiskussion

I den allt hetare diskussionen i media är *"blankning gör nedgångarna djupare"* och *"svängningarna på börsen blir större på grund av blankning"* vanligt förekommande kommentarer. Andra, mer positiva, uttalanden som vanligtvis lyfts fram brukar vara: *"börsens likviditet ökar"* och *"bolagen blir mer korrekt"*

värderade". Dessa åsikter visar att uppfattningen om blankning och dess effekter går vitt isär.

Den statistik som finns att tillgå beträffande blankning, grundar sig på antalet aktielån. Anledningen till att genomföra aktielån är flera, varav blankningen är ett. Detta innebär att det vi egentligen kommer att studera är aktielånen på Stockholmsbörsen och inte blankningen.

1.2.1 Problemformulering

- Vad är blankning och hur ser lagstiftningen ut i Sverige och USA?
- Finns det någon korrelation mellan aktiekursförändringar och antalet utlånade aktier?
- Hur har åsikterna och inställningen till blankningen förändrats sedan införandet?
- Vad kan göras för att förbättra blankning som instrument?

1.3 Syfte

Syftet med uppsatsen är att kartlägga om det finns någon korrelation mellan kursförändringar och antalet utlånade aktier. Vi avser även presentera blankningen som instrument och den lagstiftning som styr handeln i Sverige respektive USA. Syftet är vidare att se hur uppfattningen och inställningen till blankning har förändrats med hjälp av en mindre artikelstudie.

1.4 Avgränsning

Uppsatsen kommer att fokusera på aktielån och indirekt blankningen av aktier på Stockholmsbörsen. För att få lite perspektiv på instrumentet kommer vi även att beskriva blankningen i USA. De mätningar som kommer att utföras är baserade på data från de aktier som är noterade på "mest omsatta-listan" på Stockholmsbörsen. För att ytterligare begränsa undersökningens omfattning är den fokuserad på tio aktier på ovanstående lista. För att undersökningsresultat skall kunna anses som giltigt kommer kontrollaktier som inte förekommer i aktielåns statistiken att uteses. Tidsperioden vi har valt att studera är 1999-09-17 till 2002-11-08. En gång i veckan sammanställer Stockholms fondbörs statistik över aktielån för de aktier som är noterade på "mest omsatta-listan", vilket innebär att vår empiriska undersökning är baserad på veckodata.

1.5 Målgrupp

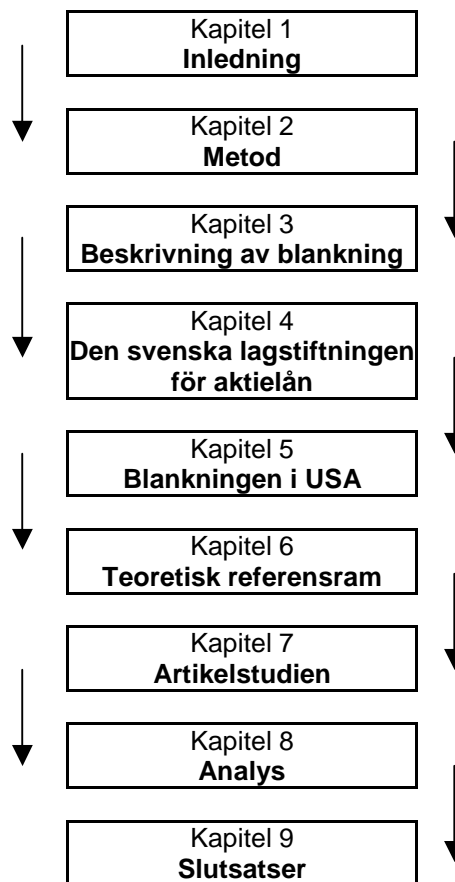
Uppsatsens målgrupp är personer som arbetar med att förvalta kapital och är intresserade av aktielånens inverkan på börskurserna. En annan tänkbar målgrupp är de ekonomistudenterna som läser om finansmarknaden och de instrument som placerare utnyttjar för att förränta det placerade kapitalet.

1.6 Definitioner

Det är viktigt att skilja på de två begreppen aktielån och blankning. Det finns tre olika syften till aktielån: blankning, utnyttjande av rösträtten och täckning av leveransförseningar. Eftersom vår undersökning grundar sig på offentlig statistik beträffande aktielån på Stockholmsbörsen är det därmed viktigt att läsaren inte likställer aktielån med blankning.

1.7 Disposition

Efter detta inledande kapitel följer en utförlig diskussion av vårt val av metod. I kapitel tre presenteras en allmän redogörelse av blankning för att ge läsaren en grundläggande förståelse för instrumentet. Kapitel fyra behandlar de gällande lagar och förordningar som styr aktieutlåningen i Sverige. Kapitel fem behandlar lagarna i USA. Kapitel sex tar upp teorier och modeller för vilka vi kommer att bygga vårt resonemang på i slutsatserna. Exempel på teorier som behandlas är effektiva marknader, portföljvalsteori och aktielikviditet. I kapitel sju följer en genomgång av åsikterna i media vid införandet av blankningen respektive för dagsläget. Kapitel åtta behandlar den statistiska analysen av de undersökta aktierna, vilken sker med hjälp av en regressionsanalys. Slutligen avslutar vi arbetet med att i kapitel nio presentera slutsatserna för uppsatsen. Samtidigt ger vi även förslag till fortsatta studier inom området.



2. Metod

Med detta kapitel avser vi presentera de redskap, d.v.s. den metod vi kommer att använda oss av för att lösa de problem som formulerats. Vi kommer också att presentera andra ställningstaganden och utgångspunkter, vilka kommer ha betydelse för problemlösningen.

Eftersom åsikterna angående blankning går vitt isär ser vi det som motiverat att utgå från en deskriptiv ansats, där målet är att försöka ge en faktisk bild av den föreliggande situationen, d.v.s. beskriva blankningen och den lagstiftning som styr denna handel. Under arbetets gång kommer dock ansatsen att övergå till att vara allt mer normativ, d.v.s. värderande.¹ Dels eftersom vi vill mäta om, och i så fall i vilken omfattning, aktiekurserna påverkas av aktielån och dels med hjälp av vår analys ge förslag på eventuella förändringar av instrumentet.

2.1 Kvalitativ vs Kvantitativ metod

Med kvalitativ metod blir tillvägagångssättet mindre strukturerat och formaliserat. Anledningen är i grunden metodens sätt att använda siffror och statistik. Metodens primära syfte är att skapa förståelse genom djupare studier av ett mindre antal observationer. Metoden är därmed mindre lämplig för exempelvis förklaring av generella giltigheter. Då kvalitativ metod används riskerar man att uppnå mindre validitet, d.v.s. giltighet i resultatet. Däremot kommer den närhet och flexibilitet som forskaren har till undersökningen generera hög reliabilitet, d.v.s. vara pålitlig.²

Ett av syftena med arbetet är att presentera blankningen i Sverige. Vi kommer också att introducera regelverken i Sverige och i USA, med syftet att peka på alternativa sätt att utforma reglerna. Metoden för detta kommer att utgöras av en kvalitativ ansats, där en djupare studie av regelverk och de i media uttryckta åsikterna kommer att ligga till grund för vår diskussion.

För att få en bra bild av medias inställning till blankning kommer vi utföra en artikelstudie där de framförda åsikterna i media kartläggs dels vid tidpunkten för införandet av blankningen kontra de åsikter som framförs i dagsläget. Detta syftar till att genom medias ögon sett se hur inställning till blankning över tiden har förändrats, samt även kartlägga de argument som vid införande presenterades för respektive mot och jämföra dessa mot dagens argument. För att ytterligare öka kunskapen och förståelsen kommer vi även att genomföra intervjuer med personer på den svenska finansmarknaden, som till vardags kommer i kontakt med aktielån och blankning.

För att vidare söka stöd för blankningens effekter på börsen kommer vi tillämpa en kvantitativ metod. Denna metod är mer formaliserad och strukturerad till skillnad från den kvalitativa. En kvantitativ undersökning har dessvärre den negativa effekten att den inte är särskilt flexibel. Analysens konstruktion innebär att antalet svar i undersökningen kommer att begränsas. Vår kvantitativa metod kommer att

¹ Holme, Idgar Magne & Solvang, Bernt Krohn, *Forskningsmetodik*, (1996), s 43

² Holme, Idgar Magne & Solvang, Bernt Krohn, *Forskningsmetodik*, (1996), s 14 och 94

bygga på en statistisk analys av offentligt tillgänglig data över antalet aktielån.³ Tillvägagångssättet vid analysen beskrivs under efterföljande rubrik.

2.2 Den empiriska undersökningen

Att observera svängningar på börsen utgör inga större problem. Dock är det betydligt mer problematiskt att beskriva enskilda variablers inverkan på börskurserna. Anledningen är omfånget av variabler, samt att flera av dem samverkar. Vad vi står inför är att försöka identifiera hur variabeln aktielån påverkar börskurserna. Risken är att andra för oss ej relevanta variabler av misstag kommer med i beräkningarna på grund av komplexiteten i att särskilja dem åt.

För att överhuvudtaget ha något empiriskt material att grunda vår analys på blir vårt första mål att lokalisera användbar statistik. De primära källorna för denna statistik kommer att vara Stockholmsbörsen och affärstidningen Affärsvärlden. Stockholmsbörsen redovisar veckobaserad statistik över aktielån för de aktier som är noterade på "mest omsatta-listan". Vår undersökningsperiod sträcker sig mellan den 17 September 1999 och den 8 November 2002.

För de värdepapper som återfinns på andra listor finns det tyvärr ingen statistik tillgänglig. Dessutom visar den erhållna statistiken endast de aktielån som Stockholmsbörsen har förmedlat. Detta innebär att aktielån då långivaren är bosatt utomlands inte nödvändigtvis behöver synas i statistiken. Börskurser och övrig information om dels de utvalda företagen och dels kontrollaktierna kommer vi att erhålla från Affärsvärldens Internetupplaga.

Att endast titta på de företag som relativt sett har haft ett stort antal utlånade aktier på Stockholmsbörsens "mest omsatta-lista" kommer dock inte att vara speciellt givande. För att undersökningen skall bli meningsfull måste dessa siffror sättas i relation till någon annan parameter. Vår undersökning fokuserar på aktiernas kursrörelser och således kommer vi att sätta andelen utlånade aktier i förhållande till de respektive aktiernas kurssvängningar.

Det är, som initierat tidigare, svårt att mäta blankningen som den enda inverkan faktorn på börskurserna. Företag med likartade affärsinriktningar har i större utsträckning en korrelerad kursutveckling än de som ej är verksamma inom samma bransch. Anledningen till detta är att snarlika företag är känsliga för samma yttre inverkan faktorer. För att undersökningens resultat skall få högre värde kommer varje analyserad akties avkastning eller kursutveckling jämföras med en kontrollaktie, samt även ett index för den bransch den undersökta aktien och kontrollaktien tillhör. Branschindelningen vi kommer att tillämpa är den som Affärsvärldens använder och hämtas således från deras Internetupplaga. Kontrollaktierna kommer att bestå av branschtillhörande företag där det enligt den av Stockholmsbörsen givna statistiken inte har förekommit några aktielån. Det innebär att dessa aktier inte kommer att vara noterade på "mest omsatta-listan".

³ Holme, Idgar Magne & Solvang, Bernt Krohn, *Forskningsmetodik*, (1996), s 14

Som nämndes tidigare sträcker sig undersökningsperioden från september 1999 till november 2002. Denna period är vår primära, varför de statistiska beräkningarna kommer att ske på detta intervall. Utvecklingen i aktiekursen respektive utlåningsvolymen kommer att åskådliggöras i diagramform. För att även se hur aktielånens utveckling i det kortare perspektivet förhåller sig till kursutvecklingen kommer vi i vissa fall att göra utdrag ur den totala perioden. Dessa kommer också att illustreras i diagramform. Skillnaden blir att några statistiska beräkningar inte kommer att utföras för de kortare perioderna.

2.2.1 Urvalsmetod

Med hjälp av Stockholmsbörsens aktielåns statistik kommer en undersökningsgrupp bestående av tio värdepapper att väljas ut. Det första och grundläggande kriteriet för att ingå i denna undersökningsgrupp är att antalet utlånade aktier i förhållande till det totala antalet utestående aktier i företaget är högt. Om två eller flera aktier från ett samma företag får tillräckligt höga värden för att de skall ingå i studien kommer endast den med högst värde att vara med i undersökningen. Nästa steg i urvalsprocessen görs för att minimera risken för mätfel. Eftersom aktielån där utländska ägare är långivare inte inkluderas i den statistik vi har tillgänglig, kommer vi att sträva efter att de utvalda aktierna huvudsakligen har svenskregistrerade aktieägare. Detta innebär att företag som i sin senaste nyhetsnotis angående ägarstrukturen uppgav att utländska placerare ägde mer än 40 % av kapitalet inte kommer att ingå i undersökningsgruppen.

De till undersökningen utvalda aktierna skall som tidigare nämnt jämföras med varsin kontrollaktie. Eftersom företag inom samma bransch tenderar att vara känsliga för samma omvärldsfaktorer är det första urvalskriteriet för kontrollaktierna branschtillhörighet. Det får inte heller finnas någon omfattande utlåning av aktien, vilket innebär att kontrollaktierna inte kommer att vara noterade på "mest omsatta-listan". Dessutom skall företagets volatilitet inte avvika i alltför stor grad till de respektive undersökta bolagen. Ett bra mått på en akties rörlighet är dess betavärde. Betavärdet mäter som bekant enskilda aktiers systematiska risk i förhållande till t.ex. index⁴. Man kan säga att desto högre betavärde desto mer tenderar aktiekursen att röra på sig, vilket betyder högre risk. Vidare bör börsvärdet på kontrollaktien vara likvärdigt med den undersökta aktien. Det sista kriteriet kommer dock inte att vara av primär betydelse.

Vi skrev tidigare att kortare perioder ska lyftas ut för att se hur aktielån påverkar kurserna på kort sikt. Syftet med detta är framförallt att vi vill belysa aktielånens inverkan på kursen då dessa varit högre än normal. Kriteriet för att en period skall anses vara intensiv i utlånings hänseende är att volymerna måste ligga 50 % över den genomsnittliga nivån i minst tio veckor i sträck.

⁴ Ross, Stephen, Westerfield, Randolph & Jaffe, Jeffrey, *Corporate finance*, (2002), 6:e upplagan, s 918

2.2.2 Den statistiska metoden

När de tidigare beskrivna kriterierna och tillvägagångssätten är utförda påbörjas den statistiska bearbetningen av de tio utvalda undersökningsaktierna. Den statistiska modell vi kommer att använda oss av för att undersöka hur och om kursförändringen i en aktie har något samband till den utlånade volymen aktier är via regressionsanalys. Då analysen som i vårt fall innehåller två variabler, en beroende, d.v.s. kursen och en förklarande variabel i detta fall aktielån blir regressionen av enkel linjär modell.⁵ Att modellen är linjär kommer från att sambandet mellan variablerna beskrivs i form av en linje. Ur regressionen får man också reda på korrelationen mellan de två undersökta variablerna, vilket indikerar på styrkan i sambandet. Om styrkan i sambandet är ansenligt kommer varje observation att ligga närma regressionslinjen. Bearbetningen av det statistiska materialet sker med hjälp av det statistiska programmet SPSS version 11.1. Vi kommer inte här att gå in djupare på regressionen utan sparar det till analyskapitlet.

2.2.3 Mätfel

Vid denna typ av kvantitativa undersökningar är det viktigt att reflektera över hur representativ den insamlade informationen är. Undersökningen skall ju mäta det den avser att mäta. Samtidigt utvärderar man också om den information som insamlats är reliabel. Vi har dock ingen anledning att misstänka att statistiken som fås från Stockholmsbörsen eller Affärsvärlden Internetupplaga skulle ha låg reliabilitet. Dessa mätfel kommer dock inte uppdagas förrän undersökningen belyses ur validitetshänsyn.⁶

Eftersom aktielån även förekommer ”over the counter”, d.v.s. för oss ej synliga lån, via exempelvis fondförvaltare och institutioner kommer resultatet endast spegla en del av aktielåns verksamheten. Detta leder naturligtvis till att risken för feltolkningar inte kan uteslutas. ”Over the counter”-handeln är anledningen till att vi i vår undersökning aktivt kommer att välja bort företag med övervägande utländska ägare. Vi är dock övertygade om att det kommer att förekomma ej registrerade aktielån i de av oss utvalda aktierna. Vår förhoppning är dock att tack vare ovanstående gallring kommer denna del av aktielånen att relativt sett vara likvärdig i de olika bolagen.

Vi vill som bekant studera hur blankningen påverkar den svenska börsen, vilket utförs med hjälp av statistik över aktielån. Det innebär således att resultatet inte kommer att spegla blankningen utan lånens inverkan på aktiekurserna. Eftersom statistiken är över aktielån kommer resultatet att ligga på för hög nivå. De procentuella förhållandena mellan motiven till aktielån kan naturligtvis variera dels med tiden och del inom varje enskild aktie. Hur de olika orsakerna till aktielån förhåller sig till varandra kommer vi inte att ha någon möjlighet att mäta. Vi tror dock att blankningens andel av aktielånen, sett över en längre tidshorisont, ligger på en relativt konstant nivå. Det är ju vidare så att mätfelet kommer att finnas på alla de aktier vi analyserar och p.g.a. detta anser vi att undersökningen ändå håller.

⁵ Körner, Svante & Wahlgren, Lars, *Statistisk dataanalys*, (2000), s 351

⁶ Holme, Idgar Magne & Solvang, Bernt Krohn, *Forskningsmetodik*, (1996), s 94

2.3 Val av teorier

De inledande kapitlena i denna uppsats kommer att introducera läsaren till blankning och den svenska respektive amerikanska lagstiftning som finns för instrumentet. För att sedan på ett akademiskt korrekt sätt kunna diskutera och analysera presentationen kommer vi söka stöd för våra ställningstaganden i ett antal ekonomiska modeller och teorier. Därav anser vi det lämpligt att enskilt presentera de modeller och teorier som vi avser tillämpa.

De modeller och teorier vi kommer att beröra är:

- Hypotesen kring ”Den effektiva marknaden”, d.v.s. hur marknaden reagerar på information kopplad till en specifik händelse.
- ”Agency theory” med inriktning på informationen och dess signaler det skickar till företagets intressenter.
- ”CAPM” (Capital Asset Pricing Model)
- Aktielikviditet
- Portföljvalsteori

2.4 Källkritik

Vad vi erfar är blankning ett relativt okänt begrepp för den stora allmänheten. Så kan dock även vara fallet när det gäller ekonomistudenter. Förklaringen till att även studenternas kunskap om blankning är begränsade, kan vara att t.o.m. i kurslitteraturen på kandidatnivån i finansiering vid Lunds Universitet⁷ nämns den engelska termen short sales eller short selling för blankning överhuvudtaget inte.

Diskussionen kring blankning har historiskt sett blossat upp med jämna mellanrum i media. De åsikter som presenteras är och har varit av varierande slag. Vad vi dock kunnat utläsa är att det är vanligt att personen som framför sin åsikt i frågan bevakar egna intressen. Ett exempel på detta är den avlidne företagsledaren Jan Stenbeck som kritiserade de som blankade aktier i hans bolag Tele 2, men som själv var en av de första att utnyttja instrumentet.⁸ Frågan man dock måste ha i åtanke är huruvida detta resonemang är korrekt. Tidningsartiklar hämtar material från olika källor som kan vara både av primär- och sekundärkaraktär. När vi använder oss av artiklar kommer detta att utgöra en sekundär källa. Om exempelvis artikeln vi använder oss av i arbete redan bygger på sekundära källor blir risken större för att innehållet någonstans på vägen slumpmässigt eller avsiktligt förändrats.⁹

Eftersom flera av våra källor är av artikelkaraktär kommer analysen av källorna och dess trovärdighet vara ett viktigt inslag i arbetet. Man talar om att det finns en yttre och en inre analys av källor. Genom att jämföra den aktuella källan med andra oberoende källor kan man kontrollera dess överensstämmelse och trovärdhet, vilket kallas för den yttre analysen. Den inre analysen behandlar själva källan där saker som säkerheten i källan och upphovsmannens subjektiva perspektiv analyseras.¹⁰

⁷ Ross, Stephen, Westerfield, Randolph & Jaffe, Jeffrey, *Corporate finance*, (2002), 6:e upplagan

⁸ ”Sveriges blankningspionjär”, *Affärsvärlden*, 2002-06-05

⁹ Holme, Idgar Magne & Solvang, Bernt Krohn, *Forskningsmetodik*, (1996), s 132

¹⁰ Holme, Idgar Magne & Solvang, Bernt Krohn, *Forskningsmetodik*, (1996), s 135

När det gäller blankning är den objektiva informationsmängden tyvärr mycket begränsad. Detta innebär att det framförallt finns information där en viss åsikt förs fram och det blir därmed väldigt svårt att jämföra olika källor med varandra. I den mån det är möjligt kommer vi naturligtvis sträva efter att utföra denna jämförelse. När det inte är möjligt kommer vi kritiskt att granska källorna och fokusera på dess objektivitet.

Analysen blir viktigare då källan är av normativ karaktär, d.v.s. värderande än då den är kognitiv, d.v.s. berättande. Anledningen till detta är att de normativa källorna i regel mer eller mindre propagerar för en viss ståndpunkt. Vi kommer dock framförallt att använda oss av rent kognitiva källor genom den statistik Stockholmsbörsen och Affärsvärlden publicerar. Våra normativa källor kommer att bestå dels av de lagar och förordningar vi använder i uppsatsen för att studera och beskriva de regelverk som styr handel med lånade aktier¹¹ och dels ett flertal tidningsartiklar från diverse ekonomiska facktidningar.

¹¹ Holme, Idgar Magne & Solvang, Bernt Krohn, *Forskningsmetodik*, (1996), s 126-127

3. Beskrivning av blankning

*”En blankningsaffär är en transaktion där en person lånar värdepapper från en annan och säljer dem till en utomstående till marknadspris. Före tidpunkten för återlämnandet köper han aktier motsvarande dem som han lånat. Detta kallas täckningsköp. Detta innebär att han säljer först och köper efteråt”.*¹²

3.1 Historik

Den 1 augusti 1991 hävdades förbudet mot blankning som varit gällande i Sverige sedan 1979. Tidigare hade banker och fondkommissionsbolag inte tillåtits medverka vid aktielån, varken för egen eller annans räkning. Det rådde i och för sig inget förbud för företag och privatpersoner att blanka, men den rådande lagstiftningen gjorde det svårt att praktiskt genomföra transaktionen.

Motiven till restriktionerna som fanns före 1991 var att omsättningen på Stockholmsbörsen var för låg, vissa aktörer ansågs ha bättre kännedom om marknadsläget och därmed hade de ett övertag gentemot sin motpart och blankning bedömdes vara ett alltför spekulativt instrument.¹³

Under 1980-talet förändrades dock omständigheterna på den svenska finansmarknaden. Detta uppmärksammades av regeringen som gav Värdepapperskommittén i uppgift att utreda blankningsförbudet. I november 1989 presenterades kommitténs betänkande¹⁴, där det föreslogs att förbudet mot blankning i Sverige var förlegat och borde upphävas. De skäl som förts fram vid införandet av förbudet 1979 var inte längre hållbara. Stockholmsbörsens omsättning hade mångdubblats under 1980-talet, och att en part skulle kunna ha bättre information ansågs gälla generellt. Blankning betraktades dessutom inte längre som mer spekulativt än något annat av de placeringsalternativ som fanns på marknaden. Detta ledde fram till en regeringsproposition¹⁵ som gick på samma linje som kommittén.

Kommittén föreslog även att Bankinspektionen skulle avgöra vilka värdepapper som skulle vara lämpliga för blankning. Motivet till detta var att försöka undvika kursmanipulation i värdepapper med liten omsättning. Regeringspropositionen gick dock emot förslaget, med hänvisning till att det kan motverka syftet att minska riskerna för kursmanipulation.

Istället för förbudet infördes ett krav på skriftliga avtal vid förfogandet av finansiella instrument som tillhörde någon annan. Kravet gällde dock endast om ett företag som stod under Finansinspektionens tillsyn var inblandat i transaktionen. Inledningsvis var dock antalet utlånade aktier mycket få till antalet. Först då ett förhandsbesked kom från skattenämnden den 6 februari 1992 tog handeln fart

¹² Prop. 1975/76:180, s 164 och prop. 1989/90:110, s 450

¹³ Ek, Bengt-Göran & Petersson, Ulf, *Den svenska marknaden för aktielån och blankning*, (1994), s 10

¹⁴ SOU 1989:72

¹⁵ Prop. 1990/91:142

ordentligt. I detta besked framgick det att aktielån som löpte på mindre än ett år inte skulle klassas som avyttring ur ett skattemässigt perspektiv. Detta innebär att det inte längre fanns något krav på reavinstbeskattningen för långivarens del vilket ledde till ett ökat intresse att låna ut aktier.¹⁶

3.2 Varför blanka?

Blankningsaffärer är ett sätt att möjliggöra vinster även då kurserna går ner. Man kan säga att proceduren är det omvända jämfört med köp av aktier. Detta innebär att blankningsaffären börjar med en försäljning istället för ett köp av aktier. Eftersom placeraren säljer något som han inte har tvingas man först låna tillgången, d.v.s. aktien. Detta lån kan idag erbjudas av ett flertal banker och mäklare, vilket vi åter kommer till längre fram. Efter denna initiala handling är det bara för placeraren att hoppas på att kurserna vänder neråt. När sedan kurserna förhoppningsvis nått den önskade nivån köper man på sig samma kvantitet av den aktuella aktien som man lånade och lämnar tillbaka dem till långivaren. Vinsten som man eventuellt gör beror på hur mycket kurserna har sjunkit till återköps dagen jämfört med dagen för försäljningen. Dock är detta inte den sanna vinsten eftersom det tillkommer transaktionskostnader och kostnad för lånet.

3.2.1 Motiv till blankning

Det första och kanske mest logiska motivet till blankning är rena spekulationer. Dessa torde uppkomma då placerare anser att en aktie är felaktigt prissatt av marknaden. Att enbart använda blankning i ett spekulativt syfte och inte för att gardera en annan position kommer också ha den största potentialen för höga vinster.¹⁷

Många placerare väljer idag att hedga sina placeringar, d.v.s. att skydda dem från allt för stora förluster. Ett bevis på detta är den ökade förekomsten av hedgefonder där blankning ingår som en väsentlig strategi. Som placerare kan man hedga sin portfölj genom att äga och blanka samma aktie samtidigt. Tror man att kurserna kommer att stiga skall man äga fler aktier än vad man blankat. Tror man på minskande kurser skall förhållandet vara tvärtom. Hedging kan också uppnås genom att man intar en lång position, d.v.s. köper en köpoption samtidigt som blankning sker.¹⁸

Arbitragemöjligheter kan utnyttjas via blankning genom t.ex. prisskillnader i A- och B-aktier. Placeraren blankar då den dyrare och köper den billigare. Man kan också tänka sig att investeraren köper en konvertibel tillgång och samtidigt blankar den underliggande aktien för att utnyttja eventuella prisskillnader. Om marknaden är effektiv borde dock inte dessa arbitragemöjligheter uppstå.¹⁹

¹⁶ Ek, Bengt-Göran & Petersson, Ulf, *Den svenska marknaden för aktielån och blankning*, (1994), s 11

¹⁷ www.investopedia.com/university/shortselling/, 2002-11-18

¹⁸ Ek, Bengt-Göran & Petersson, Ulf, *Den svenska marknaden för aktielån och blankning*, (1994), s 50

¹⁹ Ek, Bengt-Göran & Petersson, Ulf, *Den svenska marknaden för aktielån och blankning*, (1994), s 14

3.2.2. Förväntad avkastning och risker

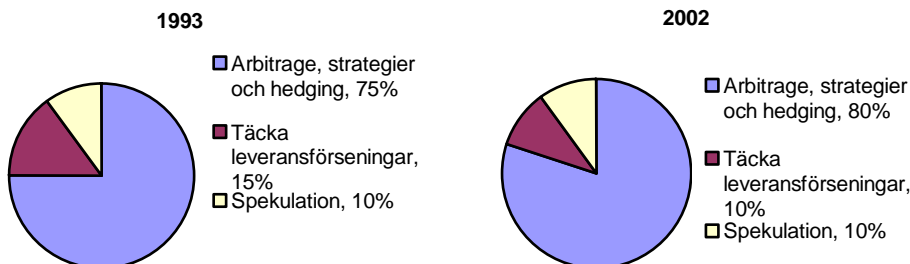
Eftersom vinsten man gör vid blankning är knuten till aktiekursens nedgång kommer avkastningen teoretiskt sett vara begränsad till kursens nollpunkt, vilket innebär att man kommer tjäna pengar på blankning tills dess att aktien värderas till noll kronor. Naturligtvis är detta utfall inte direkt troligt, sett ur ett kort perspektivet. Anledningen är marknadens effektivitet, som vi diskuterar längre fram. Enskilda företags börskurser kan dock uppvisa stora fluktuationer i tider av oroligheter, vilket vi nyligen fått erfara med bl.a. Ericsson och ABB.

Blankningsaffärer medför också en betydande risk. Vi skrev tidigare att blankning är ett omvänt aktieköp, vilket innebär att man förlorar pengar i en uppgång. Aktiekurser kan teoretiskt sett stiga hur mycket som helst. Det finns således egentligen ingen gräns för hur mycket aktien kan öka i värde. Konsekvensen blir således att även risken kommer att vara obegränsad.

Att blankaren förlora pengar då kurserna stiger är en generell benämning på risk. Kursstegringar kan bero på en rad olika variabler varför dessa enskilt utgör ett hot. Vi kan exempelvis tänka oss att kurserna minskat relativt mycket under en period vilket gynnat blankaren. Samtidigt kommer företaget man blankat i att framstå som bättre investering och kanske till och med som en uppköpskandidat. Rykten om uppköp eller rent av ett faktiskt bud på företaget kan få kurserna att ta en oväntad vändning och snabbt radera den vinst blankaren just haft.

3.3 Motiv till lån av aktier

Som vi nämnde i metodstycket kommer vår empiriska data grunda sig på aktielån och därmed inte blankningen. Eftersom motiven till aktielån är fler än själva blankningen kommer vi kortfattat presentera dem här. Enligt tidigare undersökningar av aktielån uppskattade man blankningen till att utgöra mellan 60-90 procent av det totala antalet utlånade aktier²⁰. Denna siffra bygger på en tio år gammal undersökning och presenteras i diagrammet nedan. Som synes i diagrammet finns det flera syften med att låna aktier. I undersökningen från 1993 tillfrågades ett flertal banker och fondkommissionärer om hur de uppskattade de olika användningssätten för aktielån, vilket illustreras i diagrammet nedan till vänster. För att få en uppfattning om denna fördelning hade förändrats frågade vi två förmedlare²¹ samma sak. Deras svar syns i diagrammet nedan till höger.



Källa : "Den svenska marknaden för aktielån och blankning", 1994 och intervjuer med Pia Ekman och Per Höglund, december 2002

²⁰ Ek, Bengt-Göran & Petersson, Ulf, *Den svenska marknaden för aktielån och blankning*, (1994), s 14

²¹ Ekman, Pia, Lendtech AB, 2002-12-11 och Höglund, Per, Swedbank, 2002-12-18

Resultatet av våra intervjuer kan på intet sett ses som statistiskt bevisat och bygger endast på intervjupersonernas antaganden. Det verkar dock som om ingen större förändring har skett i aktörernas uppfattning om vad låntagarna använder aktielånen till.

Arbitrage, strategier och hedging utgör uppskattningsvis den största delen av aktielånen. Som vi presenterade under rubrik 3.2.1 kan dessa ses som olika sätt att utnyttja blankning, fast i kombination av andra instrument. Den rena blankningen däremot, d.v.s. blankning endast i spekulativt syfte tros utgöra cirka 10 % av aktielånen.

Aktieägares enda inflytande över företaget är idag via den rösträtt som medföljer aktien. Rösten i aktien kan vidare variera beroende på sort och utformning. På grund av den olika rösträtten kan ägare av aktier med stor rösträtt utöva betydande inflytande på beslutsfattandet sett till det satsade kapitalet i förhållande till det totala. Det är ur detta perspektiv som vi finner ett av syftena med aktielån, nämligen utnyttjandet av rösträtten. Aktielån borde vara ett bra alternativ för ägare som under en begränsad period vill öka sitt inflytande i företaget. Om detta resonemang skall hålla borde låneverksamheten med motivet att öka röstandelen endast ske i A-aktier, eftersom de har fler röster. Hur många det är i verkligheten som använder aktielån på detta sätt vet man inte, men troligtvis är förekomsten inte särskilt stor.²²

Det sista motivet till aktielån som vi behandlar är täckandet av leveransförseningar. Anledningen till att aktielån används till detta är för att garantera leveransen av aktier. Leveranstiden av aktier är idag tre dagar, vilket kan skapa problem speciellt om säljaren är en utländsk aktör där leveranstiden kan se annorlunda ut. För att inte olika länders bestämmelser skall skapa problem på den svenska marknaden kan kommissionärerna garantera leveransen genom lån. Syftet med detta förfarande är att öka börsens leveranseffektivitet. Hur stor del av aktielånen som utgörs av leveranstäckning är svårt att uppskatta, men tros ligga på cirka 10 %. Vad man tror sig veta är att aktielån med detta motiv tenderar ha betydligt kortare löptider än vad blankarna har. Att låna aktier i leveranssyfte torde förekomma i större utsträckning i aktier med stor andel utländska ägare, förutsatt att tidigare resonemang håller²³.

3.4 Motiv till utlåning av aktier

Att låna aktier är naturligtvis inte gratis, varför långivaren kan ta betalt i form av ränta. Hur stor räntesatsen är beror på hur avtalet är utformat. Det vanliga är en årsränta på cirka 3 %.²⁴ Därmed är det billigare att låna aktier än pengar. Om man som aktieägare i ett företag har för avsikt att under överskådlig framtid inte avyttra tillgången kan man lika bra låna ut dem under tiden och erhålla ränta.

Om låneperioden skulle sträcka sig över en utdelning kommer låntagaren bli tvungen att kompensera givaren med det utdelade beloppet. Detta innebär att långivaren inte behöver vara orolig för att missa en utdelning och kan därmed se

²² Ek, Bengt-Göran & Petersson, Ulf, *Den svenska marknaden för aktielån och blankning*, (1994), 14, 51

²³ Ek, Bengt-Göran & Petersson, Ulf, *Den svenska marknaden för aktielån och blankning*, (1994), s 52

²⁴ http://info.avanza.se/dsr/kunskapscenter/depahandbok.jsp?page=shght_blankning, 2002-11-15

ränteintäkten som en ren vinst. Dock är intäkten skattepliktig, varför 30 % försvinner.²⁵

3.4.1 Långgivarens risk

Att låna ut sina aktier är inte helt och hållet riskfritt. Anledningen är bland annat att långgivaren under utlåningsperioden tappar sin rösträtt. En annan risk är att låntagaren inte kan lämna tillbaka aktier av samma slag denne lånade. Detta kan bero på att det aktuella företaget blivit uppköpt, för vilket sannolikheten torde öka då börskurserna sjunker. Långgivaren riskerar därmed att bli ersatt med pengar istället eller aktier från det nybildade bolaget. Om långgivaren har ett betydande innehav i ett företag sett ur ett strategiskt perspektiv och denne ersätts med pengar kommer inflytandet i bolaget att försvinna.

3.5 Aktörerna på aktielånemarknaden

Aktörerna på den svenska aktielånemarknaden kan delas in i tre kategorier: ”långgivarna”, ”låntagarna” och ”förmedlarna” eller ”mellanhänderna”. Deras olika roller vid ett aktielån torde vara uppenbar. Det kan ändå vara på sin plats med en beskrivning av deras olika funktioner. Av större vikt är dock vilka som tillhör de olika kategorierna, vilket också kommer att redogöras för.

Långgivaren är den som inledningsvis äger tillgången och är villig att låna ut denna mot en premie och därmed öka avkastningen. De stora långgivarna var i början på 1990-talet stiftelser, försäkringsbolag och investmentbolag. Anledningen till att de lånade ut aktier är deras krav och behov av hög direktavkastning. Några år senare kom även traditionella fonder och pensionsfonder, som internationellt är de dominerande långgivarna in på den svenska marknaden för aktieutlåning.

Låntagaren är den som vill låna aktien och av denna anledning letar efter någon som är villig att låna ut värdepappret. De dominerande låntagarna var inledningsvis bankernas och fondkommissionärernas tradingavdelningar. På senare år har dock det ökade antalet hedgefonder tagit över marknaden. Antalet privatpersoner som är aktiva vid handeln med aktielån har också tilltagit de senaste åren

För att förenkla mötet mellan långgivaren och låntagaren etablerade flera s.k. ”förmedlare” sig på marknaden. Flera av dessa var redan aktörer på Stockholmsbörsen när förbudet mot aktielån togs bort hösten 1991 och utökade därmed bara sitt sortiment av tjänster gentemot sina kunder. Inledningsvis var det fyra företag som började med förmedlingsverksamhet. Dessa var OM Stockholm AB, S-E banken, Handelsbanken och Lendtech AB. 1995 köptes Lendtech AB upp av OM Stockholm AB och integrerades med OM:s verksamhet.²⁶ Idag finns därmed bara tre av de ursprungliga förmedlarna kvar på marknaden. Numera erbjuder mer eller mindre alla banker, fondkommissionärer och Internet mäklare aktielån till sina kunder, oavsett om kunderna vill agera långgivare eller låntagare.²⁷

²⁵ http://www.aaroport.se/vpa/vpa_rutin_bl.html, 2002-11-15

²⁶ Ekman, Pia, Lendtech AB, 2002-12-11

²⁷ Höglund, Per, Swedbank, 2002-12-18

3.6 Praktiska exempel på utnyttjande av blankning

Placerare som idag vill använda sig av blankningsinstrumentet kan gå tillväga på flera olika sätt. Det vanligaste är att man vänder sig till en fondkommissionär eller någon annan form av förmedlare. Det finns som vi skrev tidigare en rad olika aktörer på marknaden som erbjuder blankningstjänster av varierande slag.

Innan placeraren kan starta upplåningen av aktier måste denne underteckna ett avtal med mäklaren. Dessa avtal brukar benämnas ramavtal och reglerar saker som lånepremie, löptid och andra komponenter som ställd säkerhet, vilka varierar efter överenskommelse. Det finns inget tvång att gå via en förmedlare eller annan professionell aktör vid upplåning av aktier. Vilket innebär att man även kan låna tillgången från en privatperson. Transaktionen mellan privatpersoner utförs med ett meddelande till värdepappersinstitutet som sedan överför de aktuella aktierna mellan parternas VPC-konton. Dock bör placeraren vara observant på utformningen av det tidigare benämnda ramavtalet.²⁸

Vid ett aktielån uppstår det bara en avgift och det är den premie som låntagaren måste betala. Premien beräknas i procent på årsbasis och de faktorer som påverkar denna procentsats är:²⁹

- Utbud och efterfrågan
- Volym på enskild lånetransaktion
- Total lånevolym
- Förväntad löptid

Lånepremien beräknas dag för dag utifrån de lånade aktiernas marknadsvärde. Vid beräkningen av marknadsvärdet används senaste betalkurs från närmast föregående handelsdag. Samtidigt som antalet aktörer på marknaden för aktielån har ökat har priset, d.v.s. premien sjunkit. Ett aktielån hos Swedbank kostar idag i genomsnitt låntagaren 0,75 % i ränta.³⁰ Av denna ränta får långivaren ca 75 %, d.v.s. 0,5625 %. Resten, 0,1875 %, tar Swedbank i kommission för affären.

Löptiden på aktielånen följer vanligtvis options- och terminsförfalldatum ganska väl. Detta innebär att de sträcker sig mellan 30-90 dagar. Medianlånet för Swedbank är för närvarande³¹ 70 dagar gammalt.

3.6.1 Hur tjänar man pengar?

Blankning av aktier kan användas i flera syften där det mest uppenbara är vinsten av kursfall, vilket nedan beskrivs genom ett litet exempel.

Antag att investerare Andersson anser att Ericssons är övervärderad vid den nuvarande börskursen på 9 kr. Han uppskattar att en mer korrekt kurs borde ligga på

²⁸ Ek, Bengt-Göran & Petersson, Ulf, *Den svenska marknaden för aktielån och blankning*, (1994), s 12

²⁹ <http://www.omgroup.com/lendtech/>, 2002-12-10

³⁰ Höglund, Per, Swedbank, 2002-12-18

³¹ December 2002

5 kr och bestämmer sig för att låna 10 000 aktier av Bengtsson till 3 % årsränta under maximalt 3 månader. Direkt därefter säljer Andersson aktierna på marknaden och erhåller 90 000 kr. Redan efter en månad har aktiekursen sjunkit till 5 kr och Andersson köper tillbaka aktierna för 50 000 kr. Han avslutar låneavtalet med Bengtsson genom att lämna tillbaka aktierna. Förtjänsten av affären kommer se ut som följande:

Försäljning 10 000 st * 9 kr =	+ 90 000 kr
Återköp 10 000 st * 5 kr =	- 50 000 kr
Räntekostnad $(0,03/12)*90\ 000 =$	- 225 kr
Resultat	+ 39 775 kr

Ovanstående exempel bortser dock från en väsentlig bit. Eftersom affären inleds med en försäljning genererar detta ett positivt kassaflöde för låntagaren, i exemplet på 90 000 kr. Dessa pengar kommer denne inte att behöva förrän vid återköpstidpunkten, varför denna kan investera kapitalet i t.ex. en riskfri placering. Troligtvis kommer investeraren att erhålla en högre riskfri avkastning än vad denne betalar för aktielånet. Placeringen behöver naturligtvis inte vara riskfri, men är att rekommendera för den inte obegränsat kapitalstare placeraren. Vissa aktielåns avtal kräver dock att låntagaren ställer en form av kreditsäkerhet för lånet. Denna säkerhet brukar normalt sett ligga på mellan 110-120 %³² av marknadsvärdet för aktierna. Beloppet omräknas varje dag efter hur kursen svänger, precis som med räntan. Låntagaren kan därför då kursen på aktien stiger tvingas sätta in mer pengar på ett speciellt konto för att möta det ökade marknadsvärdet på aktierna³³.

Andra motiv till utförandet av liknande strategi kan hämtas i portföljvalsteorin. Om investeraren exempelvis håller en portfölj med tillgångar A och B med en förväntad avkastning på 15 respektive 8 %. Då investeraren endast har 5 000 kr att investera i portföljen kan denne blanka aktier i tillgång B för att placera mer kapital i A och öka avkastningen. Exempelvis kan han blanka för 20 000 kr i aktie B som denne sedan använder för att investera i tillgång A med högre förväntad avkastning. Den förväntade avkastningen i A kommer med en investering på totalt sett 25 000 kr att hamna på 3 750 kr, fast till en kostnad av 1600 kr för lånet i B. Därmed har man med en investering på 5000 kr skapat sig en avkastning på 2 150 kr efter kostnaderna, vilket motsvarar en förräntning på 43 %³⁴.

³² <http://info.avanza.se/dsr/kunskapscenter/sakvarden.jsp>, 2002-11-15

³³ Ek, Bengt-Göran & Petersson, Ulf, *Den svenska marknaden för aktielån och blankning*, (1994), s 17

³⁴ Elton, Edwin & Gruber, Martin, *Modern portfolio theory and investment analysis*, (1991), 4:e upplagan, s 56

4. Den svenska lagstiftningen för aktielån

I detta kapitel kommer vi att ta upp delar av den svenska lagstiftningen. Syftet är skapa en bild av lagstiftningens utformning.

4.1 Lån och försträckning

Civilrättsligt skiljer man på lån och försträckning.³⁵ Skillnaden ligger på två plan, dels i den egendom som lämnas tillbaka till långivaren och dels äganderätten till egendomen under lånetiden. Vid ett lån stannar äganderätten kvar hos långivaren och egendomen skall behandlas enligt dennes direktiv. När lånetiden är över måste samma egendom som lånades lämnas tillbaka.

Vid en försträckning har däremot låntagaren normalt sett full disponeringsrätt över den lånade egendomen. Om denna är en aktie kan låntagaren med andra ord sälja den eller pantsätta den. Han kan även lyfta utdelning och utöva rösträtten. När lånetiden är slut måste inte samma egendom lämnas tillbaka. Det räcker med att den är av samma slag, mängd och värde. Den vanligaste formen av försträckning torde vara pengar.³⁶

4.2 Beskattning

Långivaren

Huvudregeln, när det gäller försträckning, är att försäljningen av egendomen anses ha skett och därmed skall detta reavinstbeskattas. Utlåning av aktier för blankning utgör emellertid ett undantag från denna regel. Blankningsaffärer, ur långivarens perspektiv, räknas inte som försäljning vilket får till följd att någon reavinstbeskattning inte behöver ske.³⁷ Eftersom utlåningen inte anses som avyttring, kommer inte heller återlämnandet av aktien att få någon skattemässig effekt för utlånaren och aktien behåller därmed sitt ursprungliga anskaffningsvärde.

Den som lånar ut en aktie får normalt sett en ersättning i form av en premie. All löpande ersättning för egendom skall beskattas.³⁸ Den erhållna premien bör därmed beskattas av långivaren såsom löpande avkastning på aktien. När det gäller utdelningsrätten ingår denna vanligtvis i den erlagda premien.³⁹ Parterna kan dock avtala om att den skall ligga kvar hos utlånaren. Under aktielånets löptid är det möjligt att aktien ger upphov till teckningsrätter eller delrätter. Ersättningen som låntagaren får för dessa beskattas på samma sett som för premien, d.v.s. som löpande ersättning för egendom.

³⁵ Malmström, Åke & Agell, Anders, *Civilrätt*, (1991), s 142

³⁶ Andersson, Lennart, *Värdepapper - en genomgång av kapitalmarknaden och skattereglerna*, (2002), s 214

³⁷ Lagen om statlig inkomstskatt 44 kap 9 §

³⁸ Lagen om statlig inkomstskatt 41 kap 1 §

³⁹ Andersson, Lennart, *Värdepapper - en genomgång av kapitalmarknaden och skattereglerna*, (2002), s 215

Utlåningen innebär att äganderätten övergår till blankaren och att långivaren har en fordran som motsvarar den utlånade aktiens värde. För att beskattningen skall bli riktig skall utlånanen inkludera fordringen i sin förmögenhet.⁴⁰ Fordringen skall uppgå till marknadsvärdet av den utlånade aktien.

Låntagaren

Låntagarens vinst- eller förlustberäkning grundar sig på dennes försäljning av aktien och det där på följande täckningsköpet. Vid blankning redovisas affären det år som täckningsköpet görs. Detta måste dock senast vara året efter avyttringsåret. Om aktien inte har återlämnats före utgången av året efter avyttringsåret, kommer beskattningen att grundas på försäljningslikviden.⁴¹ Om låntagaren vid tidpunkten för avyttringen av den lånade aktien redan äger aktier av samma slag kommer skatteskuldigheten att gälla vid avyttringen.⁴² Anledningen till detta är att de aktier som inte lånades kommer att anses ha ingått bland de som såldes.

Exempel

Blankaren äger 30 Astra A-aktier sedan tidigare och lånar ytterligare 100 stycken. Nu väljer han att sälja 100 Astra A-aktier. Detta leder till att omedelbar kapitalvinstbeskattning sker av de 30 som han ägde från början. De återstående 70 aktierna, som ingår i blankningsaffären, kapitalvinstbeskattas vid återlämnandet av de 100 lånade aktierna.

Den premie som blankaren betalar till långivaren för att få låna värdepapper är avdragsgill i deklarationen.⁴³ När en blankningsaffären avseende aktier skall deklarerar sker detta på samma sätt som en vanlig aktieförsäljning, d.v.s. på blankett K4.

Eftersom låntagaren står som ägare till aktien kan denne erhålla utdelning för aktien under lånetiden. Om så sker blir denna utdelning skattepliktig. När det gäller blankarens förmögenhetssituation så har han en skuld till utlånanen. Värdet på denna skuld skall inte reduceras på något sett. Om låntagaren har en lånad aktie vid beskattningsårets slut, ska denna tas upp som en tillgång och till marknadsvärdet.

4.3 Uppköp under lånetiden

Det händer att blankaren inte kan lämna tillbaka de värdepapper som lånats. Det kan t.ex. röra sig om att bolaget har köpts upp under lånetiden. I ett sådant fall återlämnar blankaren tillbaka kontanter till långivaren. Vid vissa uppköp får aktieägarna aktier i det köpande bolaget i utbyte mot sina aktier. Vid sådana uppköp lämnas de erhållna aktierna tillbaka till långivaren. När återlämnandet sker med hjälp av kontanter eller en annan aktie än den som blankaren lånade anses aktierna vara avyttrade. Detta innebär att beskattning bör ske för att reglera förhållandet mellan blankaren och utlånanen. Ibland kan det vara svårt att bedöma hur denna slutreglering kommer att ske. De ursprungligen lånade aktierna kan exempelvis komma ut på marknaden igen.

⁴⁰ Andersson, Lennart, *Värdepapper - en genomgång av kapitalmarknaden och skattereglerna*, (2002), s 217

⁴¹ Lagen om statlig inkomstskatt 44 kap 35 och 36 §§

⁴² Prop. 1989/90:110

⁴³ Lagen om statlig inkomstskatt 42 kap 1 §

5. Den amerikanska lagstiftningen för aktielån

USA:s ställning som troligtvis den största och mest inflytelserika aktören på den globala finansiella marknaden, samt Sveriges betydligt mer begränsade inflytande gör det intressant att jämföra ländernas användning av blankning som instrument och dess regelverk.

I USA är det Securities and Exchange Commission (SEC), New York Stock Exchange och National Association of Securities Dealers (NASD), som står för utformningen av det rådande regelverket för blankning.⁴⁴

Innan vi fördjupar oss ytterligare i regelverket kring blankning kommer vi kort sammanfatta reglerna. I stort sett innebär dessa att placerarna endast är tillåtna att blanka då det senaste aktieköpet är till samma kurs eller högre som köpet dessförinnan. Följden blir att investerare i praktiken inte kan blanka i en nergående marknad. Syftet är att hindra redan fallande kurser från att genom blankning falla ytterligare. Regler finns också mot kursmanipulation.⁴⁵

5.1 Regelsystemets införande⁴⁶

Grunden till dagens regelsystem i USA lades redan 1934 genom SEC:s Securities Exchange Act of 1934. Eftersom lagen är från 1934 grundar den sig på de förhållanden som rådde på marknaden under denna period. Sedan dess har finansmarknaden genomgått stora förändringar. Likviditeten på börsen ökat, d.v.s. handeln har gått upp, nya ekonomiska modeller inom den akademiska världen har introducerats, varför handeln blivit mer komplex och fler instrument har tillkommit. Reglerna i USA har i stort sett förblivit oförändrade sedan 1934 vilket lett till krav på omarbeting. Detta resulterade i att man så sent som 1999 bestämde sig för att utvärdera och omarbete lagen.

5.1.1 Argument för och emot blankning enligt SEC

Bakgrunden till varför blankning infördes är enligt SEC dess positiva inverkan på prisseffektiviteten och likviditeten. Man menar att likviditeten ökar då placerarna blankar eftersom det leder till tillfällig obalans i efterfrågan och utbudet av tillgångar. Vid blankning ökar tillgången på aktier vilket innebär att risken för att betala ett för högt pris minskar. Effektiviteten ökar eftersom blankarnas agerande informerar marknaden om dess tro om aktiens framtida utveckling.

SEC ser dock inte enbart positivt på blankning, man menar t.ex. att det är en grund för att manipulera kurserna. Syftet med manipulationerna är i regel att pressa ner priset på en aktie genom att blanka denna. Anledningen till att priset sjunker är det plötsligt stora utbudet. Många menar att detta var en starkt bidragande faktor till kraschen 1929, samt den långa återhämningsperioden efter. Efter denna händelse

⁴⁴ <http://www.sec.gov/answers/shortrestrict.htm>, 2002-11-21

⁴⁵ <http://www.sec.gov/answers/shortrestrict.htm>, 2002-11-21

⁴⁶ <http://www.sec.gov/rules/concept/34-42037.htm>, 2002-11-21

överlät den amerikanska kongressen ansvaret på SEC vars uppgift blev att förhindra missbruk av blankningsinstrumentet.

5.2 Den grundläggande regeln 10a-1⁴⁷

Den första av de lagar SEC instiftade var 10a-1 vilken i stort sett likadan ut från 1937 fram till 1999. Denna säger inledningsvis att alla noterade aktier på National Securities Exchange får lov att blankas, fast under de förutsättningar som följer: (i) till ett pris som överstiger senast betalt, vilket man kallar ”plus tick”. Eller (ii) till samma som senast betalt om senast betalt är högre än dess föregående pris (zero plus tick). Man tillåter alltså inte så kallad zero minus tick som uppstår då senast betalkursen är lägre än kursen innan. SEC:s mål med denna utformning är att:

1. Tillåta relativt oreglerad blankning då kurserna stiger.
2. Förhindra blankning vid betydligt lägre priser, för att blankningsinstrumentet inte ska pressa priserna nedåt ännu mer.
3. Förhindra blankare från att accelerera den nedgående marknaden genom att bjuda ett lägre pris på tillgångarna.

5.3 Regel 10a-2 om aktielån

Lagen kräver att mäklarfirmor som blankar eller tillåter sina kunder att blanka garanterar att de aktier man vill blanka går att låna, samt att leveransen av de blankade aktierna kan ske till köparen på det bestämda datumet.⁴⁸

5.4 Regeln mot manipulation

Regeln syftar till att förhindra manipulation genom blankares anbud på tillgångar. Denna förbjuder användare av blankningsinstrumentet från att gradera sin position med tillgångar utbudna av mäklare och handlare som samtidigt deltar i denna handel.⁴⁹

5.5 Blankningen på Nasdaq

Den ovannämnda regeln innefattar inte handeln på Nasdaq. Däremot antog man en egen regel 1994 som till mångt och mycket liknar 10a-1. Den innehåller dock befrielse för kvalificerade Nasdaq garanter, options- och warrantsgaranter. Regeln kräver dock att alla blankare rapporterar till Nasdaq hur mycket de har blankat och i vilka företag.

För att få svar på vilka konsekvenser införandet av regeln fått på marknaden genomfördes en undersökning 1996. Undersökningen visade att lagen effektivt har

⁴⁷ <http://www.sec.gov/rules/concept/34-42037.htm>, 2002-11-21

⁴⁸ <http://www.sec.gov/answers/shortrestrict.htm>, 2002-11-21

⁴⁹ <http://www.law.uc.edu/CCL/regM/rule105.html>, 2002-11-22

begränsat blankningsmöjligheterna då marknaden faller, samt att den i övrigt ej begränsar handeln på marknaden.

5.6 Förslag till förändringar enligt SEC⁵⁰

Som vi har nämnt tidigare härstammar regel 10a-1 från 1934. Det är därmed inte så konstigt att regelns lämplighet diskuterats och utsatts för kritik genom tiderna. Som en konsekvens av detta har SEC gjort flera utvärderingar av lagen. Den senast var 1999 där man själv kom med förslag på förändring, vilka vi kort kommer att återge nedan.

1. Omarbetning av "ticksen" som vi presenterade tidigare. Förslaget var att införa ett tröskelvärde för de enskilda aktierna. Anledningen var att underlätta för blankarna då kurserna stiger, eftersom det med "ticksen" även kan vara svårt att blanka då börskurserna stiger långsamt.
2. Aktier med stor handel, d.v.s. hög likviditet torde vara mindre känslig mot manipulation, varför dessa skulle kunna tänkas undantas från regel 10a-1.
3. Förbjuda blankning för enskilda aktier som befinner sig i känsliga situationer. Med känsliga marknadssituationer menar man då t.ex. ett företag skall introduceras på börsen eller då två företag håller på att fusioneras. Anledningen menar man är dess betydligt känsligare läge.
4. En total eliminering av regel 10a-1 och istället förlita sig på regeln om manipulation och bedrägeri. En av de många åsikter om blankning är att instrumentet påverkar kurserna starkt och kan därmed utnyttjas. Denna åsikt låg bland annat till grund för införandet av regel 10a-1. Om detta stämmer eller ej är svårt att veta med stor säkerhet. 1963 gjordes en undersökning som kom fram till att blankning hade en försämrande inverkan fast blankning var reglerat. Dock var det empiriska belägget för korrelationen mellan blankning och marknadsrörelserna knapphändig. Förespråkarna för regelns avskaffande anser att marknaden skulle spegla ett mer effektivt pris. Man menar också att regeln kostar investerarna pengar eftersom man tvingas vänta på ett s.k. "uptick" vilket uppstår då kurserna stiger.

5.6.1 Diskussion kring förändringsförslagen

Motivet till dessa förslag var som ovan nämnt den allmänna kritiken mot lagstiftningen. För att de eventuella förändringarna skulle spegla de berörda parterna åsikter uppmanade SEC allmänheten att komma med kommentarer. Vad vi erfar har ännu ingen förändring skett av lag 10a-1. Anledningen till den uteblivna förändringen kan naturligtvis bero på att utvärderingen ännu ej är klar, men en trolig orsak enligt vår uppfattning är att förändringarna inte ansetts tillräckligt bra för att en ändring skulle vara motiverad. Detta pekar på den komplexitet det innebär att utforma en optimal reglering av blankning.

⁵⁰ <http://www.sec.gov/rules/concept/34-42037.htm>, 2002-11-21

6. Teoretisk referensram

Detta kapitel syftar till att presentera relevant finansiell teori, med vilken vi kommer att underbygga våra diskussioner och analyser med längre fram i arbetet.

6.1 Capital Asset Pricing Modell – CAPM

Idén bakom CAPM är att marknaden i jämviktsläge premierar investerare efter den risk de utsätter sig för genom att investera i en viss portfölj. Marknaden kommer dock inte premiera investeraren i hur stor utsträckning som helst. Anledningen är att ineffektiva portföljer inte premieras, varför investeraren tvingas att diversifiera sitt innehav. Detta betyder att en tillgångs enskilda risk inte är kopplad till riskpremien utan istället till den risk det innebär att hålla tillgången i en effektiv portfölj. En effektiv portfölj enligt CAPM kan skapas genom att hålla en riskfri tillgång och blanda den med en optimal kombination av riksfyllda tillgångar.⁵¹

Om man skapar en portfölj med alla tillgångar på marknaden i den proportion som varje enskild tillgångs värde har mot det totala marknadsvärdet får man en marknadsportfölj. CAPM säger att i jämvikt kommer investerarens relativa innehav i portföljen med riskfyllda tillgångar vara den samma som i marknadsportföljen. Därefter beroende på investerarens riskaversion kommer denna att hålla olika mängder riskfri tillgång i förhållande till de riskabla.⁵²

Som vi beskrev innan erhåller investeraren kompensation via premien p.g.a. att denne utsätts för risk. Storleken på riskpremien bestäms av den samlade riskaversionen bland investerarna och volatiliteten på marknadsavkastningen. Detta innebär att ju känsligare investerarna är för risk desto högre riskpremium kommer att krävas. Volatiliteten på marknaden kan mätas via portföljens standardavvikelse. Desto större standardavvikelse portföljen har desto större kommer den förväntade avkastningen att vara. Standardavvikelsen mäter dock inte de enskilda tillgångarnas risk i portföljen, utan det görs via det s.k. betavärdet. Beta definieras som kovariansen mellan placeringens och marknadens avkastning dividerat med variansen på marknadsportföljens avkastning. Enligt CAPM kommer avkastningen för en portfölj i jämvikt vara lika med riskpremien gånger tillgångarnas betavärde. Via detta resonemang skapas formeln:⁵³

$$E(r_j) = r_f + \beta_j(E(r_m) - r_f)$$

Riskpremien är den sista delen i uttrycket där $E(r_m)$ är den förväntade avkastningen på marknadsportföljen. Från denna summa subtraheras den riskfria räntan. Till detta uttryck multipliceras det ovannämnda betavärdet.

Då beta för en aktie betingar ett värde lika med 1 säger man att aktien följer marknaden. När värdet är högre än 1 brukar man beteckna aktien som aggressiv eftersom den går upp mer i en marknadsuppgång och ner mer i en nergång. Det

⁵¹ Bodie, Zvi & Merton, Robert, *Finance*, (2000), s 344

⁵² Bodie, Zvi & Merton, Robert, *Finance*, (2000), s 345

⁵³ Bodie, Zvi & Merton, Robert, *Finance*, (2000), s 348

omvända gäller därmed för aktier med betavärde mindre än 1. Betavärdet har en linjär relation till riskpremien, vilken kallas Security Market Line (SML). De aktier som ligger på SML är enligt CAPM rätt prissatta. Om exempelvis en tillgång ligger över SML innebär det att avkastningen är för stor i förhållande till priset. Aktien är därmed för lågt prissatt och priset kommer därmed att stiga tills SML nås.

6.1.1 Antaganden för CAPM:s giltighet⁵⁴

Eftersom verkligheten är komplex krävs det att man gör antaganden och förenklingar av och om verkligheten för att CAPM modellen skall fungera i praktiken. Bland de antaganden som oftast görs i ekonomiska modeller som exempelvis CAPM är bortseendet från institutionella konsekvenser på börskurserna. Vi kommer nedan lista de förutsättningar som CAPM modellen kräver:

1. Marknaden har inga transaktionskostnader för att köpa och sälja tillgångar. Att ta med transaktionskostnader i modellen skulle öka komplexiteten. Dock bör beaktas huruvida dessa kostnader är av betydelse för placerarens investeringsbeslut.
2. Tillgångarna måste vara oändligt delbara, vilket innebär att en investerare ska ha möjligheten att inta vilken position på marknaden som denne önskar. Ett annat sätt att förklara det på är att man ska kunna köpa aktier för precis så mycket som önskas.
3. Ingen inkomstbeskattning. Detta betyder att investeraren är likgiltig mot vilket sätt denne erhåller avkastningen på investeringen.
4. Enskilda aktörer kan inte påverka köp- och säljkurser genom sin aktivitet på marknaden. Det betyder alltså att investeraren kan sälja hur många aktier han vill utan att priset på dem minskar.
5. Investerare förutsätts fatta sina investeringsbeslut på framtida förväntad avkastning och standardavvikelse på portföljen.
6. Obegränsad blankning tillåts. Varje investerare kan blanka vilken aktie och till hur stor kvantitet som han vill.
7. Obegränsad in- och utlåning till den riskfria räntan. Investerare skall kunna låna den önskade mängden kapital till samma ränta som för riskfria tillgångar.
8. Investerarna antas vara intresserade av medelvärdet och variansen på avkastningen över en period, där alla definierar perioden på samma sätt.
9. Denna punkt har precis som 8 att göra med investerarens homogena förväntningar. De förväntas ha exakt samma uppfattning om betydelsefulla uppgifter för beslutsfattande angående portföljen.

⁵⁴ Elton, Edwin & Gruber, Martin, *Modern portfolio theory and investment analysis*, (1991), 4:e upplagan, s 284

10. Den sista förutsättningen av dem alla är att alla tillgångar skall vara säljbara. Med alla tillgångar menas även att saker som humankapital kan säljas på marknaden.

Av naturliga skäl håller inte alla dessa förutsättningar till 100 procent i den verkliga världen. Vissa håller dock bättre än vad andra gör, men vad som egentligen är intressant är att reflektera över hur förvrängd verkligheten blir av att göra dessa antaganden.

6.1.2 Kravet på blankningsmöjligheter

Som vi skrev i punkt 6 under föregående rubrik var blankningens förekomst på marknaden en förutsättning för CAPM:s funktionalitet. Kravet på blankningens existens för härledningen av CAPM kan dock diskuteras i vilken utsträckning detta är ett nödvändigt antagande. Anledningen är att CAPM tenderar att ge samma resultat även då blankning inte tillåts. Då CAPM gäller håller alla investerare marknadsportföljen i jämviktsläget och eftersom inga investerare blankar aktier i jämvikt kan heller inte ett förbud av blankning ändra jämvikten. Därmed skulle samma CAPM samband gå att härleda oavsett om blankning är tillåtet eller förbjudet på marknaden.⁵⁵

6.2 Portföljvalsteori

Vi har tidigare under rubriken CAPM redan snuddat vid dess användbarhet inom portföljvalsteorin. Det framfördes där att investerare ska hålla en effektiv marknadsportfölj av riskfyllda tillgångar. Man kan utifrån detta resonemang dra slutsatsen att placerare likaväl kan inta en passiv strategi genom att kombinera en marknadsindex fond med en riskfri tillgång, istället för att aktivt försöka slå marknaden.⁵⁶

Vi tänker dock beskriva hur man faktiskt kan gå tillväga för att kombinera tillgångar till en effektiv portfölj. Vi kommer bland annat ta upp den effektiva fronten till diskussion, vilken kommer att se olik ut beroende på om investeraren tillåts blanka.

6.2.1 Beräkningstekniker

Att räkna ut den förväntade avkastningen för en portfölj utgör inga större bekymmer. Det enda man behöver göra är att ta varje enskild tillgångs förväntade avkastning och multiplicera det med tillgångens vikt i portföljen. Då detta inte säger särskilt mycket om kopplingen mellan de enskilda tillgångarna beräknar man korrelationen. Detta mått mäter hur enskilda tillgångar är kopplade till varandra, d.v.s. i vilken mån kursutvecklingen har samma mönster. Värdet kommer att ligga

⁵⁵ Elton, Edwin & Gruber, Martin, *Modern portfolio theory and investment analysis*, (1991), 4:e upplagan, s 303

⁵⁶ Bodie, Zvi & Merton, Robert, *Finance*, (2000), s 349

mellan +1 och -1. Värdet på +1 innebär att kursutvecklingen sker likadant, medan -1 innebär att tillgångarnas utvecklingen är raka motsatsen.⁵⁷

Då standardavvikelsen och korrelationen har bestämts kan investeraren övergå till nästa steg, att räkna fram portföljens risk, vilket betecknas som variansen. Uträkningen av variansen i en portfölj med två tillgångar sker via följande formel:

$$X_a^2 \sigma_a^2 + X_b^2 \sigma_b^2 + 2 X_a X_b \sigma_{a,b}$$

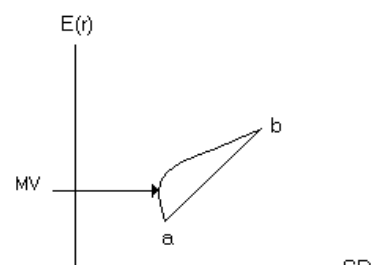
Som framgår av formeln tar man först och multiplicerar tillgång A:s vikt med dess varians, vilket sedan adderas med på samma sätt uträknat tal för B. Slutligen används tillgångarnas korrelation multiplicerat med två samt A och B:s vikt. Standardavvikelsen för en enskild tillgång som upphöjs till två ger som används i formeln variansen (σ^2).

För att exemplifiera ovanstående formel antar vi att en investerare avser investera i två riskfyllda tillgångar. Varje enskild tillgångs varians är känd, samt även korrelationen mellan de två som vi antar har ett positivt värde. Risken d.v.s. variansen för denna portfölj kommer totalt sett att öka, eftersom två positivt korrelerade tillgångar hålls tillsammans.⁵⁸

6.2.2 Den effektiva fronten

Den effektiva portföljfronten för riskfyllda tillgångar kan definieras som blandningen av riskfyllda tillgångar vars förväntade avkastning är högst möjligast för varje given standardavvikelse.⁵⁹ Den effektiva fronten kommer att karaktäriseras av en böjd kurva mellan tillgångarna. Om en investerare inte ligger på den effektiva fronten innebär det att denne kan genom att omfördela sitt innehav erhålla en högre avkastning till samma risk eller samma avkastning till lägre risk. På den effektiva fronten finner man också den punkt där kombinationen av två tillgångarna i portföljen antar den minsta variansen (MV). Ingen investerare kommer att vilja hålla en portfölj med en förväntad avkastning som ligger under MV eftersom de då erhåller lägre avkastning till högre risk. Man kan säga att desto högre riskaversion en investerare har desto närmare MV punkten tenderar denne att ligga. Observera att fronten endast är effektiv tills dess att den når MV.

Den effektiva frontens utseende bestäms av korrelationen mellan de två tillgångarna, i detta fall a och b. Om dessa är perfekt korrelerade, d.v.s. värdet är 1 kommer fronten karaktäriseras av en rak linje mellan tillgångarna. Desto mindre tillgångarna är korrelerade desto mer kommer den effektiva fronten att bukta ut. Vi har i denna beskrivning bortsett från möjligheten att blanka och riskfri in- och utlåning.



Figuren visar effektiva fronten utan blankning och möjligheten till riskfria lån.

⁵⁷ Ross, Stephen, Westerfield, Randolph & Jaffe, Jeffrey, *Corporate finance*, (2002), 6:e upplagan, s 245

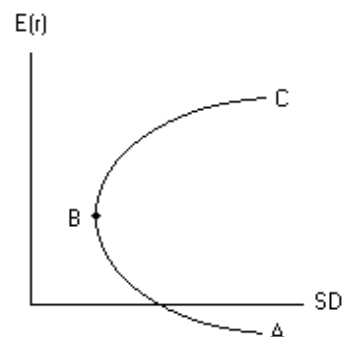
⁵⁸ Ross, Stephen, Westerfield, Randolph & Jaffe, Jeffrey, *Corporate finance*, (2002), 6:e upplagan, s 249-250

⁵⁹ Bodie, Zvi & Merton, Robert, *Finance*, (2000), s 336

Den effektiva fronten kommer att ändras beroende på vilka förutsättningar som finns på marknaden. Grafen på föregående sida visar det enklaste fallet då varken blankning eller riskfria lån är möjliga på marknaden. Vi kommer nu visa vad som händer då blankning tillåts, men inte riskfri in- och utlåning enligt grafen nedan.

I figuren representerar BC den effektiva fronten, medan B visar minsta varians portföljen. Den effektiva fronten kommer dock variera mellan investerare beroende på varierande uppfattningar.⁶⁰

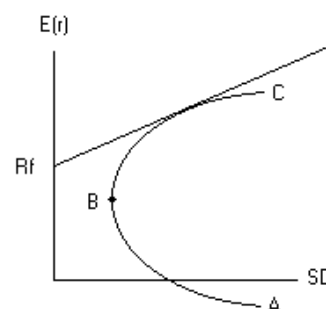
Fördelningen av tillgångarna i en effektiv portfölj går att beräkna. Om en tillgång skulle framstå som ofördelaktig att hålla i portföljen, d.v.s. anta ett negativt värde skall investeraren blanka denna. Vi nöjer oss dock bara med att konstatera att den effektiva fronten kan härledas via en rad beräkningar. Via dessa får man fram olika brytningsvärden för när placeraren skall blanka aktierna.



Figuren visar effektiva fronten vid blankning utan riskfritt in- och utlånande.

För att någon annan ska vara villig att hålla den tillgång som blankas krävs att det på marknaden finns aktörer med olika uppfattningar.⁶¹ Resonemanget bakom grafen bygget till stor del på det som presenterades under rubrik 3.5.1. Nämligen att investerare med olika förväntade avkastningar på tillgångarna i portföljen kan blanka den aktie med lägst avkastning för att möjliggöra större investering i den tillgång där avkastningen förväntas bli högre.

Den sista situationen inom effektiva fronten som vi tänker ta upp är då blankning är tillåtet samt riskfri in- och utlåning är möjligt. Då möjligheten till riskfria lån introduceras kan den portfölj av riskfyllda tillgångar som alla investerare kommer att hålla identifieras utan att ta hänsyn till dess riskpreferenser. Denna portfölj kommer att ligga vid den punkt där linjen från det riskfria lånet tangerar den effektiva fronten. Då alla investerare i jämvikt antas hålla samma portfölj kommer denna utgöra marknadsportföljen. Eftersom investerarna antas ha samma portfölj blir även dess risk den samma. Den möjlighet som finns för att matcha sin känslighet mot risk är att variera mängden av den riskfria tillgången.⁶²



Figuren visar effektiva fronten med riskfri in- och utlåning.

Att beräkna den optimala portföljen där linjen tangerar den effektiva fronten görs genom att först beräkna i vilken proportion de två tillgångarna ska förekomma i portföljen. Utifrån denna portföljs avkastning och varians beräknas hur mycket som av det totala investerade beloppet skall investeras i den riskfria räntan respektive i portföljen, enligt följande enkla formel.

$$\text{Andel i tangentportföljen: } R_p - R_f / \sigma_p$$

⁶⁰ Elton, Edwin & Gruber, Martin, *Modern portfolio theory and investment analysis*, (1991), 4:e upplagan, s 287

⁶¹ Elton, Edwin & Gruber, Martin, *Modern portfolio theory and investment analysis*, (1991), 4:e upplagan, s 87

⁶² Elton, Edwin & Gruber, Martin, *Modern portfolio theory and investment analysis*, (1991), 4:e upplagan, s 287

6.3 Aktielikviditet⁶³

Flera faktorer inverkar på den förväntade avkastningen på aktier och därmed investerares val av tillgångar i portföljen. En av dessa faktorer är aktiernas likviditet.

Skillnaden mellan sälj- och köp pris kallas för spread, vilket utgör en del av kostnaden för att handla med aktier. Vi kan illustrera detta med hjälp av ett exempel: om för en aktie säljkursen är 105 och köpkursen är 100 kronor då kommer investeraren som köper först för att direkt sälja samma aktie förlora 5 kronor på varje aktie.

Andra kostnader förutom spreaden som uppkommer vid handel med aktier är courtaget, d.v.s. avgiften till mäklaren och marknadskostnader. Exempel på marknadskostnader är då priserna på aktierna förändras vid en enskild placerares handel. Det är exempelvis möjligt att köparen tvingas höja sitt anbudspris över den nuvarande nivån för att erhålla den kvantitet han önskar. Detta resonemang har till viss del att göra med hur effektiv marknaden är vilket vi tar upp längre fram, men även hur likvid denna är.

För att en investerare totalt sett skall erhålla den förväntade avkastningen måste bruttoavkastning för alla tillgångar med olika likviditet spegla kostnaderna för att handla med aktierna. Faktorer som styr aktiers likviditet är priset på aktien, volymen på handeln under dagen, spreaden mellan köp- och säljkurs och graden av institutionellt ägande. Placerare kommer därför kräva högre avkastning vid investering i aktier med höga handelskostnader, d.v.s. låg likviditet.

Vi har tidigare nämnt att investerare som kompensation kräver högre avkastning desto högre riskexponeringen är. Ett mått på risken är aktiens betavärde. Den förväntade avkastningen för en investerare är samma som företagets kostnad för kapital, vilken därmed är positivt korrelerad med betavärdet. Eftersom investerare kräver högre avkastning i aktier med låg likviditet kommer även dessa företags kostnad för kapital att vara högre.⁶⁴

Inom ett område där likviditeten är betydelsefull är aktiefonderna. Anledningen är att kapitalet varierar i fonderna genom att folk investerar respektive plockar ut pengar. Fondmäklarna kan då exempelvis snabbt behöva göra sig av med tillgångar för att möta kundernas uttag. Därmed har aktiefonderna i regel en större efterfrågan på likvida aktier.

⁶³ Haugen, Robert, *Modern investment theory*, (1997), 4:e upplagan, s 176

⁶⁴ Ross, Stephen, Westerfield, Randolph & Jaffe, Jeffrey, *Corporate finance*, (2002), 6:e upplagan, s 325

6.3.1 Adverse selection kopplat till likviditet

Vi beskrev tidigare olika faktorer som påverkar aktiers likviditet. Nu går vi ett steg längre och introducerar adverse selection i sammanhanget. Detta fenomen uppkommer då placeraren besitter mer information än vad mäklaren eller säljaren gör om en viss akties värde. Eftersom det inte går att förbjuda investerare med viktig information från att handla med aktier blir det bästa sättet att skydda mäklare och säljare genom att öka spreaden mellan köp- och säljkurser. Det får dock konsekvensen att alla placerare får högre handelskostnader. Vad man strävar efter är att storleken på spreaden i en aktie skall följa andelen investerare som har bättre information än de utan information. Detta leder till att informerade placerare höjer avkastningskravet på en aktie eftersom spreaden ökar, vilket också innebär att företagets kostnad för kapital ökar.⁶⁵

6.4 Principal Agent theory⁶⁶

En företagsledning står ofta i valet mellan aktieägarnas bästa och sitt eget bästa. Det finns alltså en inbyggd intressekonflikt. Denna konflikt har gett upphov till en speciell gren inom finansiell forskning, som nu är en av hörnstenarna inom finansiell ekonomi.

Som aktieägare träffar du sällan eller aldrig företagsledningen och som en bland många aktieägare har du heller inte någon möjlighet att påverka företagsledningens beslut. Anledningen till din investering är förhoppningen om framtida avkastning. Företagsledningen är anställd för att verka för att ett sådant mål uppfylls. Det är emellertid inte troligt att företagsledningens enda bekymmer är hur den ska öka avkastningen på dina pengar. Skillnaden mellan den potentiella avkastningen och den faktiska kallas för *agency costs*. Ej att förknippas med förvaltarkostnad, utan *agency costs* är summan som det kostar för aktieägarna att se till att företagsledningen gör sitt bästa. Den består inte bara av en hög lön som tillfredställer utan kan även vara t.ex. bonus.

Man kan definiera "agent-modellen" som aktieägarnas bekymmer att välja det "bästa" anställningskontraktet för ledningen.⁶⁷ "Bästa" är definierat i sammanhang med Pareto-optimalitet. Ett kontrakt som är Pareto-optimalt är sådant att det inte kan förbättra situationen för den ena parten utan att göra situationen sämre för den andra.⁶⁸ Ett sådant kontrakt bedöms vara självmotiverande när man inte kan övervaka ansträngningen.

Det finns också ett informationsproblem i *Principal-Agent* förhållandet. Företagsledningen är betydligt bättre insatt i företagets investeringar och framtidsplaner. Dessutom kan det vara långa perioder mellan tillfällena då ägarna ges möjlighet att bli informerade, men även då kan företagsledningen välja vilken information och i vilken omfattning den skall ges.

⁶⁵ Ross, Stephen, Westerfield, Randolph & Jaffe, Jeffrey, *Corporate finance*, (2002), 6:e upplagan, s 326

⁶⁶ Wrambsy, Gunnar & Österlund, Urban, *Företagets finansiella miljö*, (1993), s 9-11.

⁶⁷ Barnea, Amir, Haugen, Robert & Senbet, Lemma, *Agency Problems and Financial Contracting*, (1985), s.26.

⁶⁸ Barnea, Amir, Haugen, Robert & Senbet, Lemma, *Agency Problems and Financial Contracting*, (1985), s.26.

Tidsaspekten är också viktig, en företagsledare som vet att anställningstiden är begränsad eller osäker, kan till exempel prioritera kortsiktiga investeringar. Ett annat scenario vidtar om bonussystemet gynnar kortsiktiga vinster. Då kan man undvika investeringar som är lönande på längre sikt.

Det kan ses som att *agency costs* i första hand bärs av ägarna. Det är emellertid inte säkert att det är så om ägarna är medvetna om *Principal-Agent* problemen. Det innebär att ägare som är medvetna om företagsledningens egenintresse är benägna att hålla nere löner och andra förmåner. Företagsledare som har rykte om sig att i första hand se till sitt eget bästa blir sämre kompenserade än de som främst ser till företagets bästa. Det kan t.ex. leda till att företag där ledningen uppenbart utnyttjar företaget får ett sämre värde än det annars skulle ha haft.

Förståelse för hur problemet med *agency costs* uppstår och hur de påverkar priset på värdepapper kan förbättra förståelsen för olika affärstransaktioner. Att förstå och veta om att *agency costs* existerar och hur de uppstår kan vara viktigt att ha med i ett beslut om att låna eller låna ut aktier.

6.5 Effektiva marknader

När pengar satsas i aktiemarknaden, görs det med mål om att få avkastning på sin investering. Många investerare försöker inte bara göra en vinstgivande investering utan även ”slå” marknaden.

De finansiella marknaderna kan indelas i primärmarknader och andrahandsmarknader. Primärmarknaderna är hemvist för nyemissioner, där olika institutioner tar in kapital genom att emittera värdepapper. Dessa papper blir sedan föremål för andrahandsmarknader där handel sker mellan olika investerare. För att detta skall fungera krävs någon form av marknadsplatser där olika transaktioner av värdepapper kan ske.⁶⁹

En effektiv marknad kan enligt Fama⁷⁰ definieras som:

En marknad där det finns ett stort antal effektiva aktörer som vill maximera sina vinster. Som aktivt konkurrerar med varandra för att försöka förutsäga framtida marknadsvärde av enskilda värdepapper. Där nästan all viktig information är fritt tillgänglig för alla deltagare.⁷¹

Om den här teorin stämmer för aktiemarknaden så kommer all ny information som blir tillgänglig för marknaden att snabbt avspeglas i priset, annars kommer det att finnas möjligheter till avvikande avkastningar.⁷²

Hur blir då en marknad effektiv? För att få en marknad att bli effektiv måste man anta att den är ineffektiv och omöjlig att slå. Strategier som går ut på att manipulera ineffektiviteten är vad som gör en marknad effektiv. Vidare så måste en marknad

⁶⁹ Wrambsby, Gunnar & Österlund, Urban, *Företagets finansiella miljö*, (1993), s 15

⁷⁰ Fama, Eugene, anses som ”fadern” till den effektiva marknadsteorin.

⁷¹ <http://gbr.pepperdine.edu/022/stockmarket.html#Fama>, 2002-12-08

⁷² <http://gbr.pepperdine.edu/022/stockmarket.html#Fama>, 2002-12-08

vara stor och likvid. Information måste vara fritt tillgänglig och släppas exakt samtidigt för alla. Transaktionskostnaderna måste vara lägre än den strategi de förväntade avkastningarna förväntas generera. Viktigast av allt är att man tror det går att göra bättre ifrån sig än själva marknaden.⁷³

Den effektiva marknaden har klassificerats in i tre typer av effektivitet: *svag form*, *semistark form* och *stark form*. Dessa bygger på tre olika typer av information: information om förflutna priser, offentligt tillgänglig information samt all information. Nedan beskrivs de olika typerna av effektivitet.

- Svag form av effektivitet, innebär att priset på värdepapper endast avspeglar historisk information om tidigare priser och annan tillgänglig historisk information.⁷⁴ Svag form av effektivitet följer en formel som innehåller en komponent som kallas "Random Error". Denna komponent kan vara både positiv och negativ. Detta innebär att priset på ett värdepapper har en faktor som är slumpmässig och inte är baserad på tidigare slumpmässiga värde, därför går det inte att förutse denna faktorn in i framtiden, om en aktie följer denna ekvation säger man att den följer en "Random Walk".⁷⁵ En gren inom finansvärlden som faller inom denna form är "teknisk analys" som baserar sina antaganden på historisk information och ett antal antaganden och formler för att kunna förutsäga aktiekursen i framtiden.
- Semistark form av effektivitet, som innebär att priset speglar all offentlig information som till exempel årsredovisningar samt all historisk prisinformation.⁷⁶
- Stark form av effektivitet, innebär att ingen aktör har mer information än någon annan aktör.⁷⁷ Detta gäller all information vare sig den är offentlig, privat eller insider.

I verkligheten kan en marknad varken vara helt effektiv eller oeffektiv. Dagens marknad är en mix av båda delar och dagliga händelser kan inte direkt avspeglas i marknaden. Om alla skulle tro att marknaden var effektiv skulle ingen försöka göra vinster utöver det vanliga och då skulle hjulen sluta snurra. I dagens samhälle är effektiviteten större, information kan nås snabbare genom till exempel datorer och priser kan ändras snabbare. Det kan också leda till att information inte hinner granskas tillräckligt vilket kan leda till den motsatta effekten det vill säga att marknaden blir mindre effektiv.⁷⁸

⁷³ <http://www.investopedia.com/articles/02/101502.asp>, 2002-12-08

⁷⁴ Wramsby, Gunnar & Österlund, Urban, *Företagets finansiella miljö*, (1993), s 17

⁷⁵ Ross, Stephen, Westerfield, Randolph & Jaffe, Jeffrey, *Corporate finance*, (2002), 6:e upplagan, sid 344

⁷⁶ Ross, Stephen, Westerfield, Randolph & Jaffe, Jeffrey, *Corporate finance*, (2002), 6:e upplagan, sid 346

⁷⁷ Wramsby, Gunnar & Österlund, Urban, *Företagets finansiella miljö*, (1993), s 18

⁷⁸ <http://www.investopedia.com/articles/02/101502.asp>, 2002-12-08

7. Artikelstudien

Vi har tidigare i arbetet presenterat de argument som framfördes i den proposition som låg till grund för införandet av blankning. För att undersöka dessa närmare kommer vi även redogöra för de åsikter som framfördes för respektive mot blankningen i media under perioden 1990-92. Vidare kommer dessa att jämföras mot dagens diskussion om blankningen. Syftet är att på detta vis försöka urskilja om några eventuella förändringar har ägt rum kring den allmänna inställningen och uppfattningen om blankningen.

7.1 Åsikterna under 90-talets början

Lagförändringen som gjorde det möjligt att använda sig av blankningsinstrumentet genomfördes i slutet av 1991. Det dröjde dock något innan utlåningen av aktier kom igång, eftersom handlarna först behövde finansinspektionens tillstånd för att bedriva utlåningsverksamhet. De åsikter som framfördes i tidningsartiklar under början av 90-talet är därmed av relativt spekulativ karaktär eftersom författarna ännu inte sett konsekvenserna av blankningen. Vi anser det ändå som intressant att återge de förväntningar journalisterna och allmänheten hade på blankningen.

Som läsaren kommer att märka är de flesta artiklar vi fått tag på innan blankningen infördes av positiv karaktär, vilket kan förklaras av de förväntningar som fanns på blankningsinstrumentet. Nedan kommer vi i löpande form presentera framförda argumenten för blankning i kronologiskordning med de äldsta artiklarna först.

I Dagens Industri, en av Sveriges största affärstidningar, var uppfattningen att blankningsaffärer skulle bidra till ökad likviditet på Stockholmsbörsen, mindre kurssvängningar och att Sverige i högre grad skulle locka utländska placerare. Med ökad likviditet menade man att blankningen skulle komma att "öka snurren på aktiehandeln". Motiveringen var att en sovande depå skulle bli aktiv hos någon annan. Detta skulle i sin tur innebära att det handlas mer och aktiernas likviditet skulle öka. Som en konsekvens av detta kommer småspararen att framstå som en vinnare, eftersom hög likviditet leder till bättre prissättning, d.v.s. skillnaderna mellan köp och säljkurser minskar.⁷⁹

Dagen efter att lagändringen hade skett gick det vidare att läsa i Dagens Industri att stora förändringar skulle äga rum under hösten på börsen. Man var så fast besluten vid detta så att man ansåg att handeln helt skulle komma att ändra karaktär. Jämförelser gjordes även med USA, där man ansåg att standardavvikelsen var cirka 5 procentenheter lägre än i Sverige. Många menade att det i och med införandet av aktielån i Sverige var tänkbart att standardavvikelsen, d.v.s. risken, skulle sjunka även i vårt land.

Det görs även fler kopplingar till den amerikanska blankningen i artikeln, fast dock inte lika positiva som tidigare. En del journalister i Sverige såg dock en risk för ökad ryktesspridning. Anledningen till detta var uppfattningen om att negativa rykten ofta spreds i USA för att skapa möjligheten att tjäna pengar på börsfall. Detta

⁷⁹ Bruce-Martinsson, Madeleine, "Tjäna på börsfall", *Dagens Industri*, 1991-03-01

hade hänt bl.a. angående biverkningar på läkemedel. Sammanfattningsvis kan vi avsluta beskrivningen av åsikterna från början av 1990-talet med att hänvisa till en artikel i Dagens Industri där Björn Davegårdh skriver att *”det mesta i den nya lagen är bra eller t.o.m. mycket bra.”*⁸⁰

Dagens Industri var långt ifrån den enda affärstidningen där åsikterna om blankningen ventilerades i början av 90-talet, även Affärsvärlden hade en del artiklar. I en artikel skrev Vigg Troedsson om blankningens omfattning på marknaden: *”Jag tror vi kan komma upp i en volym motsvarande en tredjedel av totala omsättningen på några års sikt”*. Andra troliga effekter av blankningen som presenterades i tidningen var att likviditeten och flexibiliteten skulle öka. Möjligheten att agera snabbare torde också öka, vilket skulle skapa balans på köp- och säljsidan. Kurserna förväntades också anpassa sig snabbare till ett riktigt marknadsläge p.g.a. den ökade volymen i handeln. Detta skulle leda till mindre ryckig kursutvecklingen.⁸¹

Att blankningen på några år skulle utgöra cirka en tredjedel av den totala omsättningen på börsen var inte alla överens om. I ett nummer av Aktiespararen från 1992 uttalade sig OM:s informationschef, Michael Kongstad, att han såg det som ett problem att blankningen tidigare varit förbjudet, eftersom detta påverkade utvecklingstakten av aktielån. Han ansåg att det tar tid innan marknaden har tagit till sig kunskapen om en nytt instrument.⁸²

Som man kan se i det axplock av artiklar vi har presenterat var optimismen inför blankningens introduktion i Sverige av varierande storlek. Det bör dock påpekas att vi inte hittade en enda artikel från början av 1990-talet där journalisten tog avstånd från lagförändringen. För att se hur åsikterna om blankning förändrades med tiden valde vi att även studera blankningsartiklar under 1992-1993.

Dagens Industri var en av de tidningar som lovordade blankningen och blåste upp förväntningarna om instrumentet. Intressant är därför när just denna tidning cirka ett år efter blankningens införande, publicerar en artikel där tonen är allt annat än av lovordande karaktär. Artikeln inleds med följande mening: *”Jag vet ett sätt att höja börsvärdena med 10 % på en vecka”*. Sättet journalisten hänvisar till är att ägarna i en rad storföretag skall kräva tillbaka utlånade aktier. Följden till detta skulle bli en snabb återhämtning av kurserna. Artikeln publicerades i oktober 1992, samma år som börsen upplevde en tuff hösten präglad av fallande kurser, vilket kan ses som en bakgrund till artikeln.⁸³

I samband med ovanstående artikel väcktes också kravet på större insikt. Journalisten ansåg exempelvis att eftersom fonderna tilläts låna ut sina aktier försämrades insikten i blankningen, varför det var motiverat med krav på redovisning. Liknande krav flaggades också upp i samband med den s.k. ”Trelleborgsaffären” 1993, där de inblandade bland annat anklagades för att ha ingått i ett blankningskonsortium. Förslagen då var att införa en öppen redovisning med offentlig information om antalet utlånade aktier för de lån som sker sidan om

⁸⁰ Davegårdh, Björn, ”Blanknings-revolutionen”, *Dagens Industri*, 1991-08-02

⁸¹ Treutiger, Paula, ”Blankning sätter fart på börsen”, *Veckans affärer*, 1991-08-21

⁸² ”Låna ut dina aktier riskfritt och fördubbla avkastningen”, *Aktiespararen*, 1992, nr 3

⁸³ ”Säg upp aktielånen”, *Dagens Industri*, 1992-10-15

OM. Frågan i detta fall är dock om marknadens medvetande om en ökad blankning i Trelleborg hade kunnat rädda aktien.⁸⁴

7.2 Åsikterna i media idag

På senare tid när börsen har fallit konstant under en längre tidsperiod har man riktat strålkastarna mot de som utövar blankning. I media har ämnet debatterats livligt, varför vi nu kommer att studera åsikterna och debatterna som förekommit i media på senare tid.

Under våren 2002 började kritikerstormen mot blankarna öka. Det ansågs att de förvärrade ett redan dåligt börsklimat. Ledande finansmän och företagsledare som Sven Hagströmer, Jan Stenbeck, Gustaf Douglas och Michael Treschow har öppet kritiserat hur blankningen sköts. Sven Hagströmer har beskrivit hur blankningen fungerar på Stockholmsbörsen som *"rena rama vilda västern"*.⁸⁵ Michael Treschow menade att *"elementet med kraftig spekulation från hedgefonder och stora spelare som lånar ut aktier till blankare är oroande"*.⁸⁶ På "andra sidan" har vi storägarna i börsbolagen, vanligtvis fonderna där de flesta är positiva till instrumentet. Tredje AP-fonden uttalade sig i saken med: *"Vi har tagit del av debatten kring aktielån, men anser att de förbättrar marknadens likviditet och funktionssätt"*.⁸⁷ Björn Lind på SEB Fonder försvarade bankens agerande med: *"Vi gör det i begränsad och kontrollerad form som ett sätt att ge lite extraavkastning till portföljen, men aktieutlåning är inte bra i alla lägen, man måste använda det med omdöme"*.⁸⁸ Men långt ifrån alla fonder ägnar sig åt utlåning av aktier. De motiverar detta med att marginalerna är för små, det är för administrativt krångligt och man vill ha handlingsfrihet att kunna sälja på en skakig marknad.

I ett brev till sina aktieägare under våren 2002 vädjade Lars-Johan Jarnheimer, VD för Tele2, att de skulle sluta låna ut aktier till blankare. Han la skulden för aktiens dåliga kursutveckling på de utländska hedgefonder och uppmanade sina ägare att ta tillbaka alla aktier de hade lånat ut. Bolagets kursutveckling hade varit minst sagt dålig under en tid trots att företaget gick med vinst och klarat sina mål. Skulden till detta la han helt på blankarna. *"Enligt vår uppfattning beror detta på att så kallade hedge funds har sålt aktier de inte äger, utan lånat i syfte att pressa ned aktiekursen som spekulation. Dessa fonder förfogar över så mycket kapital att i stället för att bidra till en bättre prisbildning och likviditet, överväldigar de övriga aktörerna i en liten aktiemarknad som den svenska"*.⁸⁹

Reaktioner på detta brev kom omedelbart. Björn Germer förvaltare på SEB:s hedgefond kommentar i media blev: *"hedgefonder är väldigt små i förhållande till den totala köpmassan som finns"*.⁹⁰ Han ansåg vidare att det hade varit en bred

⁸⁴ "Utred först - döm sedan", *Veckans affärer*, 1993-02-17

⁸⁵ Levander, Margaretha & Svensson, Karin, "Rena vilda västern", *Dagens Industri*, 2002-06-01

⁸⁶ Steneberg, Kristofer, Blankare retar Treschow, *Dagens Industri*, 2002-08-30

⁸⁷ Svedbom, Anna, "Storägare försvarar blankning av aktier", *Dagens Industri*, 2002-05-31

⁸⁸ Hedenborg, Virve & Huldshiner, Henrik, "Nordea och SEB säger också ja till blankning", *Dagens Industri*, 2002-08-27

⁸⁹ "Jarnheim väddar: Hjälp inte blankarna", *Dagens Industri*, 2002-05-30

⁹⁰ Svedbom, Anna, "Storägare försvarar blankning av aktier", *Dagens Industri*, 2002-05-31

nedgång på aktiemarknaden och att hedgefonderna inte hade någon större skuld till kursfallet i Tele2. Björn Germer sa även att aktier som blankas måste köpas tillbaka någon gång och därmed torde effekten av blankningen vara liten. Andra reaktioner som gavs på Jarnheimers brev var att han kunde lika gärna ha uppmanat folk att inte sälja Tele2-aktier.

Sven Hagströmer som beskrev marknaden för aktielån som *”rena vilda västern”* ansåg sommaren 2002 att det amerikanska regelsystemet för blankning borde införas även i Sverige. Det är nämligen olagligt att blanka i en nedgång i USA och man skall tala om för sin mäklare om man säljer eller blankar. Som svar på Sven Hagströmers förslag på regeländringar säger Claes Norgren, generaldirektör för Finansinspektionen, spontant att han inte anser att det krävs någon förändring i lagstiftningen. Vidare tycker Claes Norgren att det inte är konstigare med blankning än med terminer och optioner. Han säger också att *”det är precis som om de anser att man inte skulle få sälja”*.⁹¹

Bengt Rydén⁹², f.d. chef på Stockholmsbörsen, tycker att reglerna i USA för blankning är för hårda. *”Man betraktar en neråtgående marknad som mindre önskvärd än en uppåtgående, och den logiken förstår inte jag. Även en uppåtgående marknad har sina problem och det har vi ju sett alldeles nyligen”*. Han säger vidare att *”om blankning hade förekommit i större utsträckning för ett par år sen hade det kanske dämpat uppgången”*. Bengt Rydén anser att flera av debattörerna har talat i egen sak och att dom ropar på reglering när de gynnar dom själva.⁹³

Aktiespararnas VD Lars-Erik Forsgårdh åsikt gällande reglerna för blankning är att man borde *”begränsa fondernas utlåning till blankare”*. Vidare anser han att avkastningen är så pass liten och att fonderna istället borde utnyttja aktierna till att utöva ett aktivt ägande. Han vill dock poängtera att Aktiespararna inte är negativa till blankning men skulle vilja se lite mer ordning och reda.⁹⁴

Mycket kritik riktas mot den statistik som förs av Stockholmsbörsen. I den veckorapportering som görs anges bara utlånade aktier från mest omsatta-listan. Detta gör att en mängd bolag exkluderas från statistiken. Bolag på O-listan, så som H&M, Tele2, Saab, Eniro, Drott, MTG och Europolitan är inte med. Att utländska aktörer som inte har en fysisk filial i Sverige undantas från rapportskyldigheten tycker många är mindre bra. Lars-Erik Forsgårdh på Aktiespararna, säger att *”det faktum att utländska aktörer inte alls finns med i statistiken är minst sagt hjälpsväckande”*. Kerstin Hessius, chef för Stockholmsbörsen, påpekar angående den bristande statistiken att *”vi på Stockholmsbörsen kan inte styra över hela marknaden”*. Peter Thelin, förvaltare på hedgefonden Zenit, stödjer idén med mer statistik, *”ju mer statistik som finns över värdepapperslånen desto mer hjälper det oss i vårt arbete”*. Vidare säger han att *”vi blankar bara aktier som vi tycker är fundamentalt övervärderade”*.⁹⁵

⁹¹ Levander, Margaretha & Svensson, Karin, ”Rena vilda västern”, *Dagens Industri*, 2002-06-01

⁹² Bengt Rydén var chef för Stockholmsbörsen under 15 år fram till 1999.

⁹³ Levander, Margaretha, ”Bengt Rydén försvarar blankning”, *Dagens Industri*, 2002-06-14

⁹⁴ Huldshiner, Henrik, Svensson, Karin, ”Begränsa fondernas utlåning till blankare”, *Dagens Industri*, 2002-11-27

⁹⁵ Huldshiner, Henrik & Svensson, Karin, ”Hårdare krav på blankare”, *Dagens Industri*, 2002-11-27

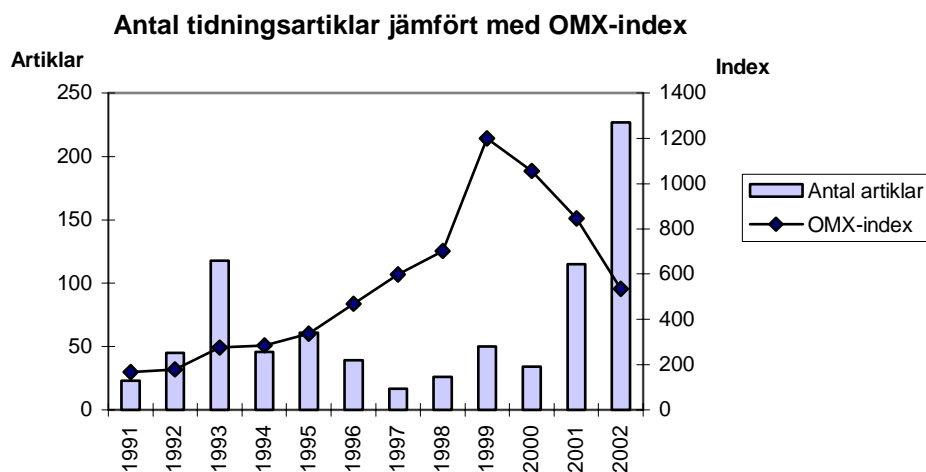
Som sammanfattning kan sägas att de flesta aktörer är för blankning men att det krävs bättre genomlysning och mer regler för hur blankningen skall utföras. Statistiken vill alla att den förbättras men att det är svårt att få med alla aktielån är en uppfattning som är väl spridd.

7.3 Skillnader och likheter – förr till nu

Som vi har kunnat se målade de flesta av affärsjournalisterna upp en alltför förskönad bild av vad blankningen skulle innebära. När dessa förväntningar inte infriades skrev en lika enig journalistkår radikalt ner instrumentet.

Kritiken som har framförts och som även framförs än idag har mycket att göra med hur insynen är direkt i aktielånen och indirekt i blankningen. Många anser, då som nu, att en ökad insyn skulle vara ett första steg att förbättra instrumentet. Att det inte har hänt något sedan dessa åsikter framfördes förklaras troligen bäst med att lånen sker på flera olika sätt, varför rapporteringsmodellen därmed måste vara väldigt flexibel. Det kan dock tyckas anmärkningsvärt att endast aktielånen för de mest omsatta aktierna finns offentlig, eftersom det inte torde var särskilt komplicerat att även föra statistik över de andra listorna.

Vi har också kunnat utläsa en tendens till att missnöjet mot blankningen växer då börsen går sämre. Blankningen verkar i tider av dåligt börs klimat fungera som syndabock. Vår uppfattning i detta avseende är att många journalister i allmänhet gör det lite för enkelt för sig, genom att skriva ner blankningen. Denna teori illustreras i nedanstående diagram.



Källa: <http://bors.affarsvarlden.se> och <http://www.ad.se>

Den 16:e december genomförde vi en artikelsökning på Affärsdata.⁹⁶ De nyckelorden vi sökte på var ”aktielån”, ”blankning” och ”blankare”. Resultatet av ”undersökningen” visas i ovanstående diagram. I diagrammet kan även utläsas OMX-värdet den sista börsdagen för respektive år. För 2002 har vi dock använt datumet då artikelsökningen genomfördes, d.v.s. den 16:e december.

⁹⁶ <http://www.ad.se/>, 2002-12-16

Att begreppet blankning har förekommit mer eller mindre frekvent i svensk affärspress de senaste åren torde i och med detta diagram vara bevisat. En intressant detalj är att samtidigt som OMX-index har sjunkit de senaste tre åren har antalet artiklar kraftigt ökat. En trolig förklaring på detta är som vi nämnde tidigare att media har försökt hitta orsaker till börsnedgången och då har aktielån och blankning förts fram som en av anledningarna.

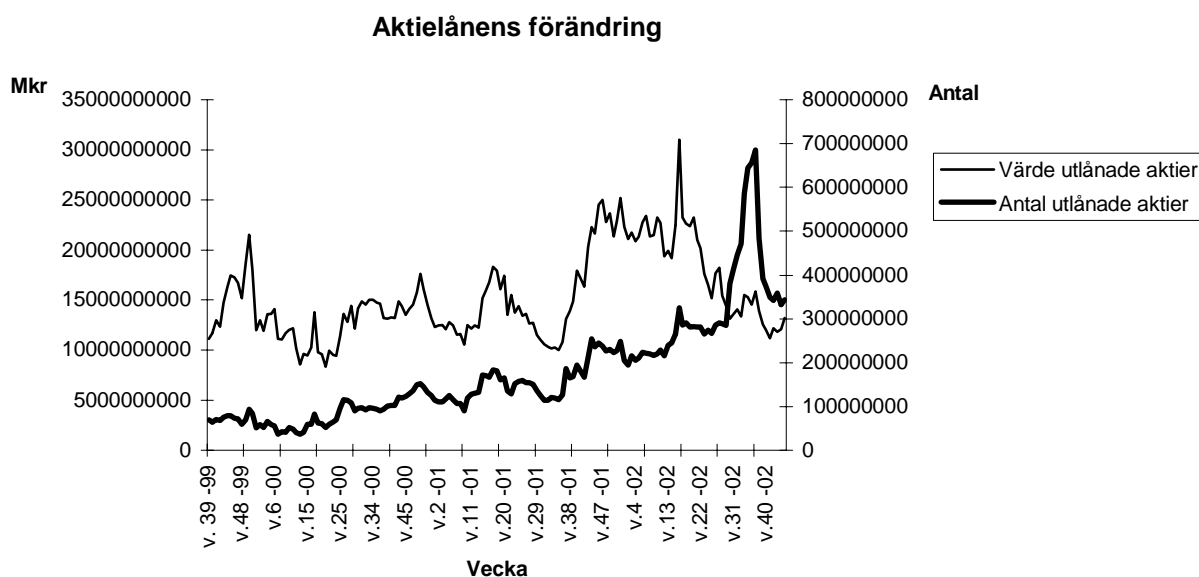
8. Analys

I detta kapitel presenteras vår empiriska undersökning. För att skapa förståelse för de statistiska beräkningar vi använder oss av kommer vi att beskriva tillvägagångssättet och de statistiska uttrycken. Detta syftar till att hjälpa läsaren förstå våra tolkningar i analysen. Eftersom vår statistiska analys genererar en rad statistisk information kommer en del förläggas i bilagor, vilka vi sedan i den löpande texten hänvisar till.

8.1 Aktielånens utveckling

En av våra frågeställningar är om det finns något samband mellan aktielån och kursutvecklingen. Som vi visat tidigare har förekomsten av blankningsartiklar i media ökat den senaste tiden. Enligt vad flertalet av artiklarna initierar finns det ett samband mellan blankningsverksamheten och kursutvecklingen.

För att visa hur blankningen har utvecklats under vår undersökningsperiod presenteras diagrammet nedan. Siffrorna är hämtade från OM:s aktielåns statistik varje vecka från oktober 1999 till november 2002. Siffrorna är den sammantagna mängden av alla aktier för vilka OM för statistik över. Den tjockare linjen visar det totala antalet utlånade aktier för varje vecka och den tunnare linjen visar dessa aktiers sammanlagda börsvärde.



Källa: <http://www.stockholmsborsen.se/statistics/index.asp>

Som utläsas kan av diagrammet har antalet utlånade aktier stadigt ökat. Värdet på dessa har däremot haft en betydligt ojämna utveckling. Om affärsjournalisternas resonemang om att aktielån påverkar börskurserna negativt håller borde en ökad mängd utlånade aktier leda till att värdet på dessa minskar. Alternativt kan man också tänka sig att värdet på aktierna förblir oförändrat då antalet utlånade aktier stiger eller att värdeökningen inte motsvarar ökningen i antalet lån. Om så är fallet betyder det att aktiekurserna minskat i värde.

Hur detta kan yttra sig ser man tydligast i slutet av diagrammet där den utlånade mängden aktier på ett antal veckor mer än fördubblades. Värdeökningen på dessa aktier hade dock inte samma höga utveckling, vilket förklaras med att börskurserna har minskat. Det tycks därmed som om den ökade lånemängden haft en negativ inverkan på kurserna och journalisterna gjort en korrekt bedömning av blankningen, i varje fall i det korta perspektivet.

Att dra slutsatsen att aktielån påverkar börskurserna negativt genom att endast studera ett diagram är inte direkt någon bra metod. Eftersom diagrammet avser många olika aktier med olika karaktär kommer ett tiotal att väljas ut för en närmare statistisk analys. De aktier vi valt presenteras under rubriken nedan.

8.2 De utvalda aktierna

Bransch	Undersökt aktie	Börsvärde (Mdr)	Utländskt ägande	Beta-värde	Kontroll-aktie	Börsvärde (Mdr)	Beta-värde
Fordon & maskin	Atlas Copco A	43,8	39,8 %	0,82	Sapa	6,0	0,32
Telekommunikation	Ericsson B	141,4	52,2 % ⁹⁷	2,93	LGP Telecom	1,5	2,18
Skog	Holmen B	19,3	22,5 %	0,48	Rottneros	1,5	0,81
Investment & förvaltn.	Industrivärden A	22,6	8,0 %	1,15	Lundbergs B	12,1	0,19
Fordon & maskin	Sandvik B	56,5	37,0 %	0,55	Seco Tools B	6,9	0,23
Skog	SCA B	72,9	26,0 %	0,30	Klippan	0,3	0,19
Fordon & maskin	Scania B	36,3	21,4 %	0,65	Haldex	2,0	0,54
Bank & försäkring	SEB A	59,0	21,0 %	0,65	JP Nordiska	0,7	1,49
Bygg & anläggning	Skanska B	24,5	16,0 %	0,70	NCC B	6,0	0,65
Fordon & maskin	SKF B	29,2	38,0 %	0,68	Finnveden B	1,0	0,86

Källa: <http://www.afv.se> och de respektive företagens officiella hemsidor

I ovanstående tabell framgår dels vilka aktier som ingår i den statistiska undersökningen och dels vilka kontrollaktier de respektive undersökta aktierna har tilldelats. Det går dessutom att utläsa aktiernas branschtillhörighet, börs- och betavärde.

Vid valet av de aktier som skulle ingå i vår statistiska undersökning ansåg vi det viktigt att vi lyckades plocka ut de aktier som det hade förekommit omfattande utlåning i under den valda tidsperioden. För detta ändamål kontrollerade vi antalet utestående aktier i de företag som förekom i Stockholmsbörsens statistik över aktielån. Nödvändiga justeringar för nyemissioner och split kunde genomföras tack vare information från Stockholmsbörsen.⁹⁸ Vi beräknade sedan hur stor del av de olika företagens utestående aktier som hade förekommit vid aktielån under tidsperioden. För de aktier som visade höga värden kontrollerades andelen utländskt ägande. Det utländska ägande förändras naturligtvis hela tiden, men det visade sig vara förvånansvärt svårt att få historisk information i frågan. Detta ledde till att vi till slut tvingades använda oss av den senast givna procentsatsen på respektive företags hemsida.

⁹⁷ Det utländska ägandet i Ericsson B överskred den gräns vi ursprungligen hade satt upp. Bolagets storlek och betydelse för Stockholmsbörsens utveckling innebar dock att vi gjorde ett undantag från vår regel.

⁹⁸ <http://www.stockholmsborsen.se/statistics/index.asp>, 2002-11-15

Branschtillhörighet var det enskilt viktigaste kriteriet vid valet av kontrollaktier. Även om två bolag tillhör samma bransch kan dock deras verksamheter skiljas åt radikalt. Så är även fallet i vår undersökning, t.ex. klassas både SCA och Klippan som skogsbolag av Affärsvärlden, men det betyder inte att deras verksamhet är speciellt lika.

Det andra kriteriet för kontrollaktierna var att de skulle ha snarlika betavärden i jämförelse med sina respektive undersökta aktier. Anledningen till detta var att vi ville att aktierna skulle ha ungefär samma svängningsmönster och avkastning över en längre period. Det tredje och sista kriteriet var att kontrollföretaget skulle ha ungefär lika stort börsvärde som det undersökta bolaget. Vi insåg dock mycket snabbt att det var fullständigt omöjligt att uppfylla det sista kriteriet. För att kunna undersöka om aktielån påverkar avkastningen var det krav att det hade skett så lite utlåning i kontrollaktien som möjligt. I och med detta var vi tvungna att använda oss av kontrollaktier som inte var noterade på "mest omsatta-listan" vilket innebar att företagets börsvärde kraftigt minskade.

Ett av syftena med den statistiska undersökningen var att beräkna avkastningen för de tio utvalda aktierna. Denna del av undersökningen genomfördes på två sätt. Dels analyserades kursutvecklingen för de utvalda aktierna med förändringarna i utlåningsvolymen och dels jämfördes avkastningen för dessa aktier med en kontrollaktie och ett index bestående av bolag inom samma bransch. Vi valde att göra dessa beräkningar för hela den undersökta perioden, d.v.s. 17 september 1999 till 8 november 2002⁹⁹ och för perioder när utlåningen var synnerligen intensiv i de respektive aktierna. I det senare fallet ansåg vi utlåningen vara utmärkande när volymerna låg 50% över den genomsnittliga nivån i minst tio veckor.

8.3 Beskrivning av den statistiska regressionsanalysen

Vår statistiska analys har utförts i form av en regressionsanalys, med syftet att undersöka den oberoende X-variabeln aktielån inverkan på den beroende Y-variabeln kursförändring. Denna analys har utförts med hjälp av det statistiska beräkningsprogrammet SPSS. Regressionsanalysens resultat presenteras i ett flertal tabeller. Dessa kommer vi att förklara närmare, eftersom kurser i statistik inte är obligatoriska för studenten på C-nivån.

Man börjar ofta i statistiska sammanhang med att fastställa sin hypotes, vilken sedan skall testas. I vårt fall är hypotesen att det finns ett samband mellan aktiens belåning och aktiens kursförändring. Detta kallas för hypotes eller arbetshypotes, vilket oftast förkortas H1. Mothypotesen, eller nollhypotesen (H0) är således att det inte finns något samband. I detta fallet är alltså mothypotesen att det inte finns något samband mellan aktiens belåning och aktiens kursutveckling.

H0 = inget samband

H1 = Signifikant samband (positivt eller negativt)

⁹⁹ I diagrammen och tabellerna är tidsperioden indelad i veckor, p.g.a. att aktielåns statistiken är veckobaserad.

Nedan presenteras de tabellerna som erhålls vid regressionsanalys samt beskrivning av de för oss väsentliga värdena. Värden i exempel tabellerna representerar SKF, vilken är en av våra undersökningsobjekt.

Correlations

		%KURS	LÅN
%KURS	Pearson Correlation	1	,119
	Sig. (2-tailed)	,	,129
	N	165	165
LÅN	Pearson Correlation	,119	1
	Sig. (2-tailed)	,129	,
	N	165	165

I korrelationsanalysen ovan kan man se att det finns ett svagt positivt linjärt samband mellan kursförändringen och belåningen (0,119). Att korrelationen är ett positivt tal innebär att kursen tenderar gå upp då aktielånen ökar respektive minska då aktielånen går ned. Detta samband illustreras i form av ett plotterdiagram, vilken återfinns i bilaga 11 diagram 10.3. Varje mätvärde i plotterdiagrammet illustreras i form av en fyrkant. Desto högre korrelation som föreligger desto mer kommer mätvärdena att följa regressionslinjen.

Förkortningen Sig. (2-tailed) står för en tvåsidig signifikansnivå. Då Sig. 2-tailed är större än 0,05 innebär detta att mothypotesen inte kan förkastas. Då vi säger att Sig. 2-tailed inte får vara större än 0,05 betyder detta att vi utgår från ett 95 % konfidensintervall. Med andra ord tvingas vi acceptera nollhypotesen vilket innebär att vi inte kan påvisa något linjärt samband mellan den beroende variabeln kursförändring och oberoende variabeln belåning. I detta fall testas enbart om det finns ett linjärt samband. Således kan det förekomma samband av icke-linjär karaktär, men detta framgår ej av regressionen, eftersom denna enbart behandlar linjära förhållanden. För att vi ska kunna säga att vår H1 hypotes är sann och därmed statistiskt säkerställd brukar man i statistiska sammanhang generellt sett kräva en säkerhet på 95 %, därav detta tal.¹⁰⁰

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,119 ^a	,014	,008	,05410

a. Predictors: (Constant), LÅN

Måttet på de linjära sambandens styrka kallas för korrelationskoefficienten, R. R antar alltid ett värde mellan minus ett och ett ($-1 \leq R \leq 1$). Om vi antar att $R = 1$ så betyder detta att alla observationer ligger på regressionslinjen.¹⁰¹ I detta fall har vi ett R-värde på 0,119, vilket är nära noll. Den enda slutsatsen som därför kan dras är att det knappast föreligger något samband. Det vore inte rimligt att korrelationen skulle hamna på 1, eftersom aktielån då skulle vara den enda inverkan variabeln

¹⁰⁰ Körner, Svante & Wahlgren, Lars, *Statistisk dataanalys*, (2000), s 200

¹⁰¹ Körner, Svante & Wahlgren, Lars, *Praktisk statistik*, (2002), s 165

på börskurserna. I verkligheten är det naturligtvis flera andra faktorer som styr kursutvecklingen.

R Square, även kallad för förklaringsgrad visar på hur stor andel av den totala variationen för den oberoende variabeln som förklaras av det linjära sambandet med den beroende variabeln.¹⁰² Detta används ofta för att utvärdera olika modeller mot varandra. I vårt fall är R-square 0,014 eller 1,4 % vilket innebär att vår regressionsmodell inte är bra på att förklara variationen i kursförändringen. Således finns det säkerligen andra variabler som gör ett bättre jobb i att förklara kursförändringen.

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
%KURS	165	-,12	,15	,0027	,05432
LÅN	165	119236	8712511	3227106	2035281,368
Valid N (listwise)	165				

I tabellen ovan kan vi i kolumn 1 (N) se hur många observationer som analysen baserats på. I kolumn 2 och 3 kan vi se min- respektive maxvärdet för de två variablerna kursförändring samt belåningen. Kursen för SKF har alltså som mest stigit med 15 procent på en vecka, respektive fallit som mest med 12 procent. I 4:e kolumnen ser vi medelvärdet för dessa två variabler. I den sista kolumnen redovisas standardavvikelsen för variablerna. Eftersom dessa tal inte kommer att ha så stor betydelse för vår analys presenteras dom i sammanställd form i bilaga 12.

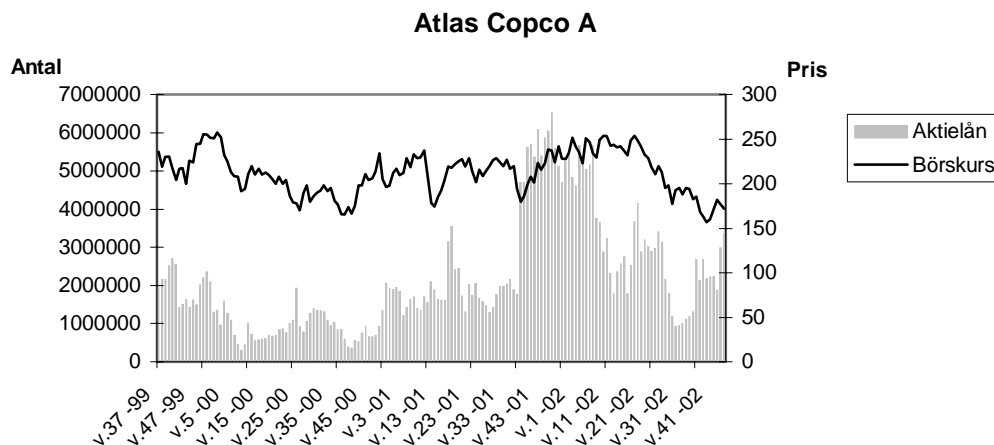
Eftersom vår fokus endast kommer att ligga på ett fåtal av de värde som erhålls vid en regressionsanalys presenteras nedan en sammanfattande tabell över de för oss relevanta värdena för alla de undersökta aktierna.

	Korrelation	Sig. 2-tailed	R	R-square
Atlas Copco A	0,049	0,535	0,049	0,002
Ericsson B	-0,059	0,449	0,059	0,004
Holmen B	0,118	0,132	0,118	0,014
Industrivärden A	-0,095	0,224	0,095	0,009
Sandvik B	-0,012	0,881	0,012	0,000
SCA B	0,017	0,832	0,017	0,000
Scania B	0,149	0,085	0,149	0,022
SEB A	-0,091	0,242	0,091	0,008
Skanska B	-0,026	0,737	0,026	0,001
SKF B	0,119	0,129	0,119	0,014

Som går att utläsa av tabellen är det inga av våra utvalda aktier som uppvisar en korrelation, som håller på ett 95 procentigt konfidensintervall. Det vill säga alla har ett Sig. 2-tailed värde på mer än 0,05.

¹⁰² Körner, Svante & Wahlgren, Lars, *Praktisk statistik*, (2002), s 166

8.4 Atlas Copco A



Källa: <http://bors.affarsvarlden.se> och <http://www.stockholmsborsen.se/statistics/index.asp>

Atlas Copco A uppvisar en alldeles för svag positiv korrelation mellan lån och kursutveckling för att denna skall kunna vara något samband. Detta stöds vidare av det höga Sig-värdet, vilket ligger på 0,535. Skulle vi förkasta vår nollhypotes och därmed acceptera att ett samband föreligger hade detta skett till för stor osäkerhet. Beräkningarna för Atlas Copco A visar vidare ett lågt R-square värde, vilket indikerar regressionsmodellens olämplighet. Som det framgår av plotterdiagrammet¹⁰³ är observationerna väldigt spridda. Det finns t.ex. flera observationer då antalet utlånade aktier varit stort samtidigt som kursen både ökat och minskat.

Under hela den undersökta perioden sjönk kursen för Atlas Copco A med 27,1 %, vilket illustreras i bilaga 1 diagram 1.1 där även Sapa, Atlas Copcos kontrollaktie, samt Affärsvärldens index för fordon- och maskinbranschen presenteras. Utvecklingen för Sapa var inte lika dystert, den backade med måttliga 2,7 %. Utvecklingen för index var mer i linje med Atlas Copco och sjönk samma period med 26,6 %.

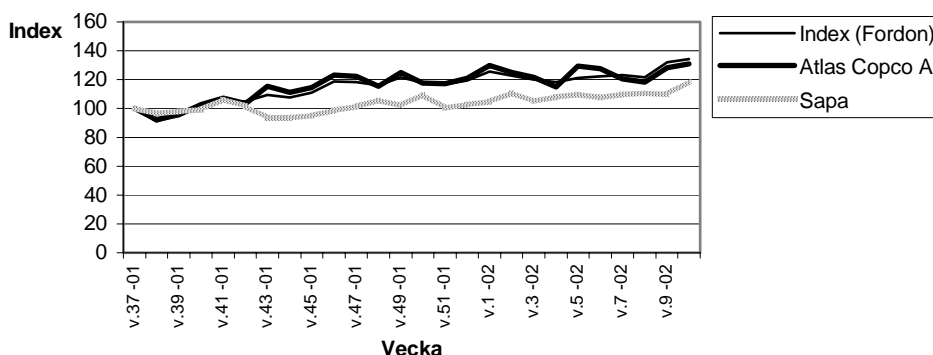
I ovanstående diagram över antalet utlånade Atlas Copco A aktier framgår att volymen för vecka 38 år 2001 steg med 270 % till 4,76 miljoner aktier jämfört med veckan före. Denna höga utlåningsnivå bibehölls under ett flertal veckor¹⁰⁴ för att sedan sjunka tillbaka igen. Kursutvecklingen var positiv under denna intensiva utlåningsperiod, och eftersom utlåningsvolymen under dessa veckor överskred det genomsnittliga antalet utlånade Atlas Copco A aktier gjorde vi avkastningsberäkningar för denna period.

Avkastningen under den för Atlas Copco A intensiva utlåningsperioden åskådliggörs i diagrammet nedan. Företagets aktiekurs steg med 30,9 %, vilket skall jämföras med Sapa som steg med 18,6 %. Index steg däremot med 34,1 % och visade därmed en bättre avkastning än Atlas Copco A.

¹⁰³ Se bilaga 1, diagram 1.3

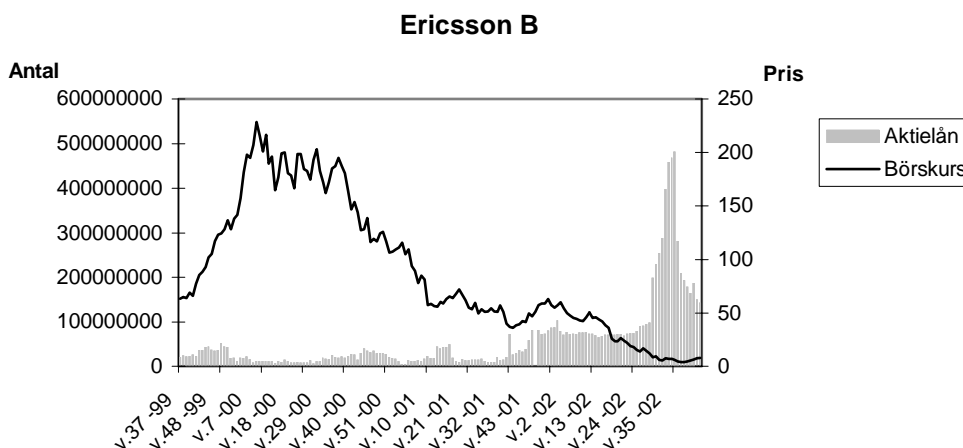
¹⁰⁴ Se bilaga 1, diagram 1.2

Avkastning för Atlas Copco A v.37 2001 - v.10 2002



Källa: <http://bors.affarsvarlden.se> och <http://www.stockholmsborsen.se/statistics/index.asp>

8.5 Ericsson B



Källa: <http://bors.affarsvarlden.se> och <http://www.stockholmsborsen.se/statistics/index.asp>

I diagrammet ovan framgår det tydligt att utlåningen av Ericsson B-aktier ökade dramatiskt under sensommaren 2002. I bilaga 2 diagram 2.2 åskådliggörs kursutvecklingen och utlåningsvolymen under denna period. Likheter med Atlas Copco A kan utläsas då aktielånens ökning ofta kommer efter det att kurserna redan fallit ett tag.

Korrelationen mellan lån och kurs i Ericsson B utgörs av ett negativt värde, på nästan 0,06, vilket betyder att kursutvecklingen sett över hela undersökningsperioden inte påverkas av lånen. Anmärkningsvärt är att observationerna för antalet aktielån i plotterdiagrammet¹⁰⁵ är väldigt koncentrerade kring samma värden. Kursutvecklingen för dessa värden tycks vara negativa lika ofta som de är positiva. Korrelationens värde kan bero på extremvärdena. Vad som också är intressant är att Ericssons B-aktie som mest under analysperioden gick upp under en veckas tid med hela 38 % respektive föll som mest med 35 %. Även det senare skedde under en vecka¹⁰⁶. Den veckan då aktien steg som mest observerades

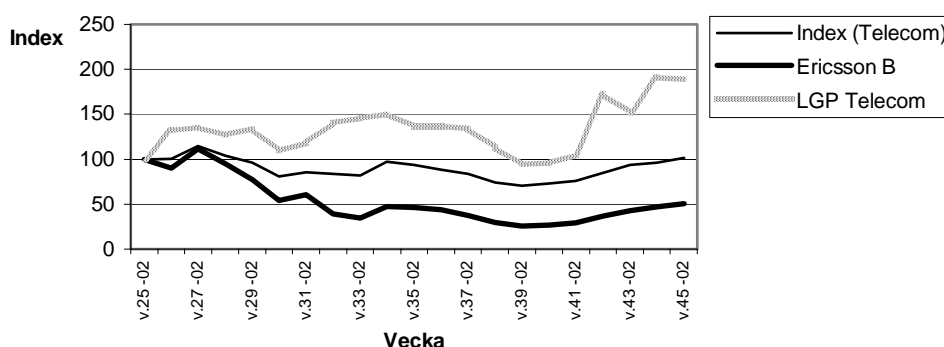
¹⁰⁵ Se bilaga 2, diagram 2.3

¹⁰⁶ Se bilaga 12

den fjärde största utlånade volymen under hela vår undersökningsperiod. Aktieutlåningen i Ericsson var även omfattande den veckan då kursen sjönk med 35 %, dock betydligt mindre än när den steg med 38 %.

Avkastningen för Telekom relaterade värdepapper har överlag varit mycket dyster de senaste åren. Detta återspeglas även i kursutvecklingen för Ericsson B, kontrollaktien LGP Telecom och Affärsvärldens index för Telekomföretag. För hela den undersökta perioden backade index 64,4 %, LGP Telecom 57,2 % och Ericsson hela 87,6 %, vilket illustreras i bilaga 2 diagram 2.1.

Avkastning för Ericsson B v.25 - v.45 2002

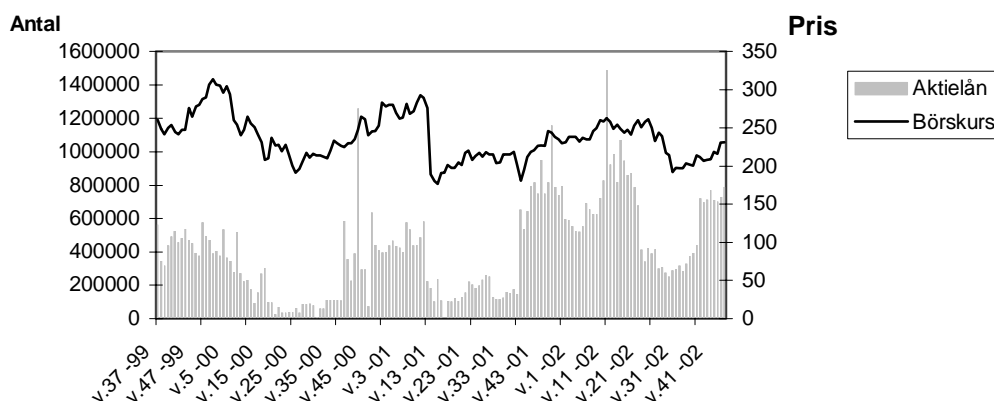


Källa: <http://bors.affarsvarlden.se>

Under den utlåningsintensiva perioden, som visas i diagrammet ovan, halverades börskursen för Ericssons B-aktie. LGP Telecom utvecklades däremot mycket bättre och uppvisade en avkastning på +88,6 %. Affärsvärldens Telekomindex steg under samma period med måttliga 1,7 %. Precis som för Atlas Copco A utvecklades alltså Ericsson B sämre än index under den utlåningsintensiva perioden.

8.6 Holmen B

Holmen B



Källa: <http://bors.affarsvarlden.se> och <http://www.stockholmsborsen.se/statistics/index.asp>

En intressant detalj som tydligt visas i diagrammet ovan är hur kursen för Holmen B i vecka 12 år 2001 faller mycket kraftigt. Samtidigt minskar antalet utlånade aktier markant, närmare bestämt från 581 708 veckan 11 till 224 588 aktier vecka

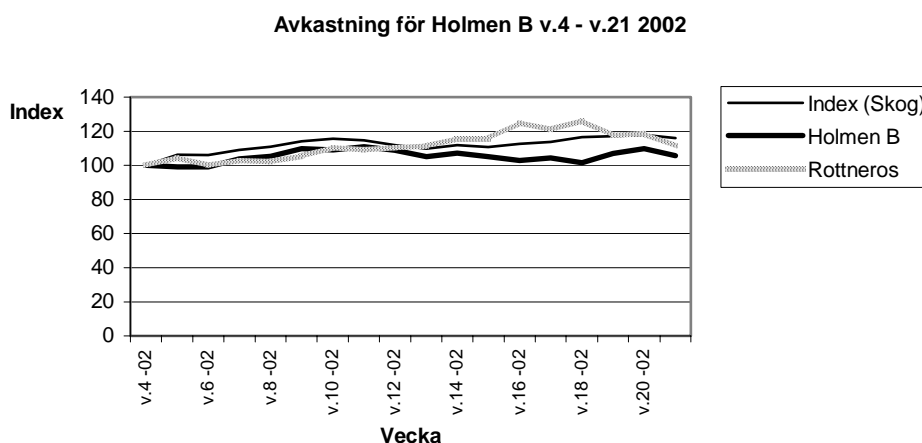
12. En förklaring till detta kan vara att marknaden blev överraskad av kursfallet i aktien. De potentiella låntagarna vågade inte ta en position i aktien efter raset med tanke på att sannolikheten för vidare kursfall sågs som små.

Holmen B har en positiv korrelation på närmare 0,12 för den undersökta perioden. Det framgår vidare av plotterdiagrammet¹⁰⁷ att observationerna är relativt samlade kring regressionslinjen jämfört med de andra undersökta aktierna. Sig. 2-tailed jämfört med de andra är också lågt, men inte tillräckligt för att möta vårt krav på 0,05. Den generella uppfattningen i media om blankningens negativa inverkan på börskursen verkar således inte stämma i detta fall. Vad detta kan bero på förtäljer dock inte regressionsanalysen. Vi konstaterar också att R-Square värdet är lågt.

Att kursen för Holmen B för hela undersökningsperioden backade med 11,3 % borde därmed inte bero på aktieutlåningen. Kursen för Rottneros, som var Holmens kontrollaktie, sjönk samma period med 5,2 % och Affärsvärldens skogsbolagindex steg med 22,5 % enligt bilaga 3 diagram 3.1.

I enlighet med vår metod för att lokalisera veckor då utlåningen var särskild omfattande hittades två perioder¹⁰⁸ för Holmen B. Den första av dessa perioder sträckte sig från vecka 39 till vecka 51 under 2001 och avkastningen för index och Rottneros var 16,4 % och för Holmen B 18,7 %. Detta framgår av bilaga 3 diagram 3.3. Holmens avkastning under dessa veckor var således över två procentenheter bättre än både index och kontrollaktien.

Avkastningen för den andra perioden då det pågick omfattande utlåning av Holmen B-aktier åskådliggörs i diagrammet nedan. Kursen i Holmen B steg dessa veckor med 5,7 % medan Rottneros ökade med 11,2 %. Affärsvärldens skogsbolagindex steg samma period med hela 15,9 %. Således utvecklades index betydligt bättre än Holmen B under denna period.



Källa: <http://bors.affarsvarlden.se>

Resultatet som erhöles i regressionsanalysen, d.v.s. att kurserna steg i takt med att aktielånen ökade, kan utifrån de intensiva utlåningsperioderna ifrågasättas.

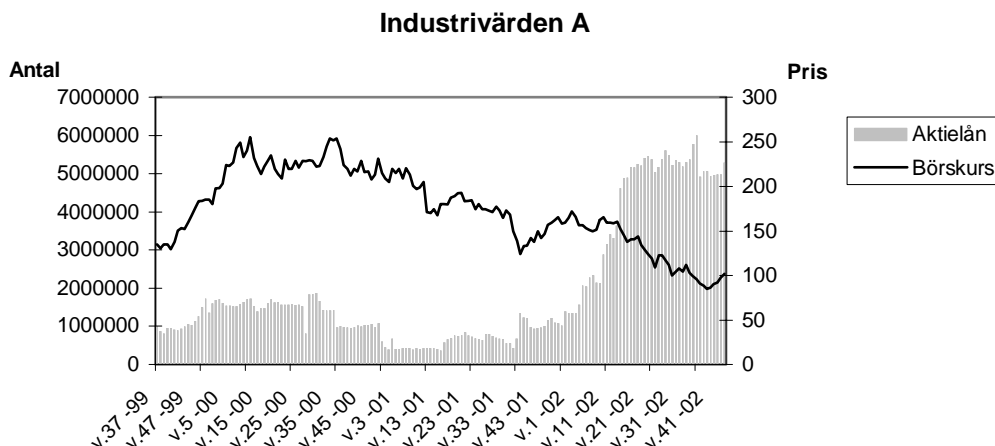
¹⁰⁷ Se bilaga 4, diagram 3.5

¹⁰⁸ Se bilaga 3, diagram 3.2 och bilaga 4, diagram 3.4

Anledningen är att kursutvecklingen för Holmen B vara bättre än index och Rottneros under vecka 39 till 51 2001, medan den var sämre vecka 4 till 21 2002.

8.7 Industrivärden A

Industrivärden är den aktie som har störst negativ korrelationsvärde av alla undersökta aktier på $-0,095$. Den har också ett Sig. 2-tailed värde på $0,22$. Problemet är som i flera av de andra fallen att värdet inte är tillräckligt lågt för att sambandet kan ses som statistiskt säkerställt.



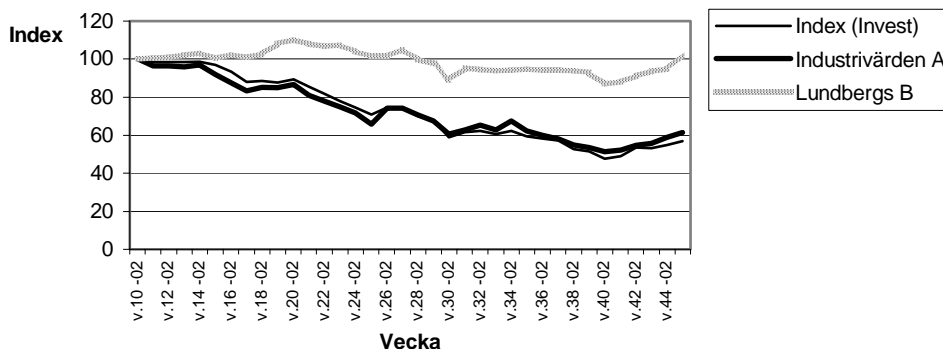
Industrivärden, som är storägare i bl.a. Ericsson¹⁰⁹, har också drabbats av den nedgång som haft Stockholmsbörsen i ett järngrepp de senaste åren. För hela den undersökta perioden föll företagets A-aktie med 24,8 %. Affärsvärldens index över investment- och förvaltningsbolag backade med 29,9 %. Lundbergs B, som utsågs till kontrollaktie, steg dock med 61,3 % under samma period.¹¹⁰

I nedanstående diagram framgår avkastningen för Industrivärden A, Lundbergs B och Affärsvärldens index för investment- och förvaltningsbolag under den period då det förekom omfattande utlåning av A-aktier i Industrivärden. Noterbart är att Industrivärden A utvecklades bättre än index under dessa veckor, vilket ett flertal undersökta aktier inte klarade av. Aktiens kursfall var 5,3 % procentenheter mindre än vad index sjönk med. Kursutvecklingen för Industrivärden A under perioden med intensiv utlåning var dock betydligt sämre än utvecklingen för hela den undersökta perioden. Lundbergs B lyckades dock uppvisa en positiv avkastning under perioden då Industrivärden A sjönk så kraftig och slutade till slut på + 2,2 %.

¹⁰⁹ Ägde 28,4 % av aktierna den 31 december 2001 enligt <http://www.ericsson.com/investors/owners.shtml>, 2003-01-02

¹¹⁰ Se bilaga 4, diagram 4.1

Avkastning för Industrivärden A v.10 - v.45 2002

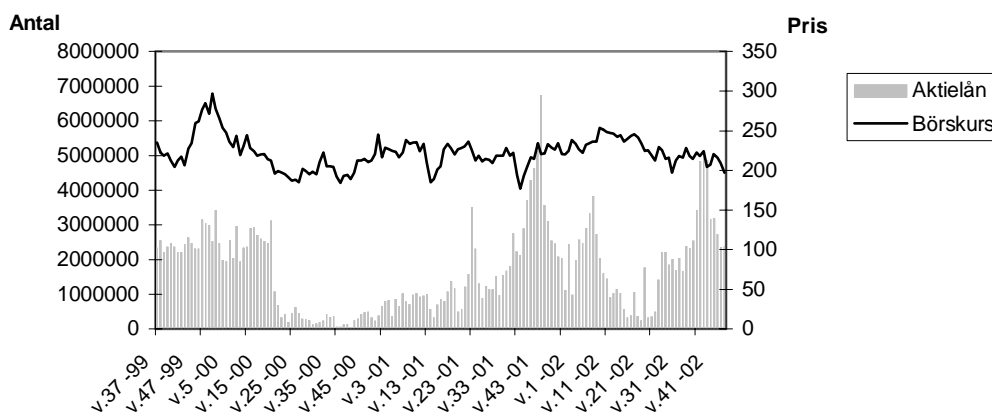


Källa: <http://bors.affarsvarlden.se>

8.8 Sandvik B

Antalet utlånade Sandvik B aktier varierade mycket under den undersökta perioden. November och december 2001 var en period av mycket intensiv utlåning av aktier i bolaget. Kursen hade fallit veckorna innan, men återhämtade sig nu och samtidigt som utlåningen kraftigt ökade steg kursen med drygt 28 % de nästkommande tre veckorna. Sett ur ett spekulativt perspektiv förväntade sig kanske placerarna ytterligare kursnedgång och av denna anledning ökade den utlånade volymen. Så blev nu inte fallet och lånevolymer föll snabbt tillbaka när kursen hade återhämtat sig.

Sandvik B



Källa: <http://bors.affarsvarlden.se> och <http://www.stockholmsborsen.se/statistics/index.asp>

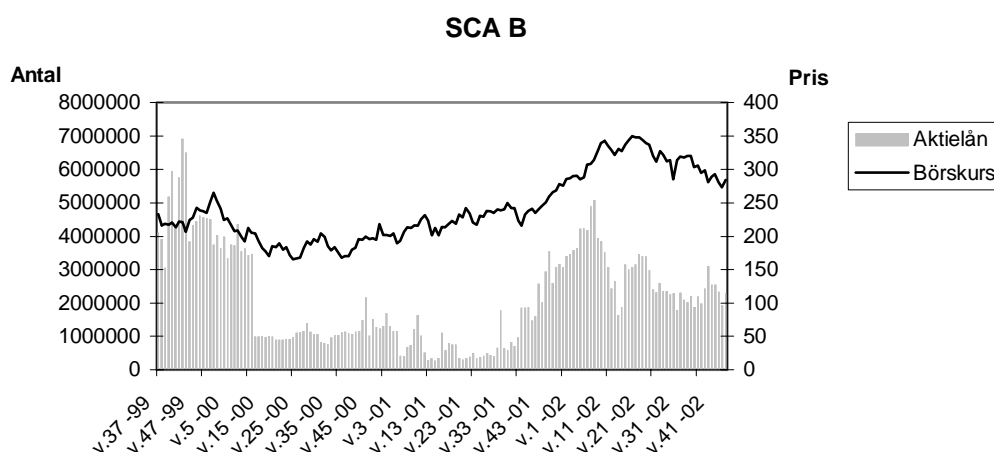
I Sandviks fall kan vi inte se något som helst samband mellan aktielån och kursen. Denna aktie talar dock starkast för att nollhypotesen stämmer, varför sambandet är ytterst tveksamt. Detta stöds även av R-square, vars värde ligger på obefintliga 0,000. Plotterdiagrammet¹¹¹ bekräftar även den stora spridningen och därmed det låga sambandet.

¹¹¹ Se bilaga 6, diagram 5.2

Kursen för Sandvik B sjönk med 16,2 % under den undersökta perioden. Företaget, som enligt Affärsvärldens indelning tillhör fordon och maskinbranschen, utvecklades dock bättre än branschindex, som sjönk med 26,6 %. Seco Tools B, Sandviks kontrollaktie, lyckades dock öka med 2,2 % under perioden¹¹². Det krav vi ställde upp för att en viss period skulle klassas som intensiv, var att antalet utlånade aktier under tio veckor i följd skulle vara minst 50 % högre än den genomsnittliga utlåningsvolymen. I Sandviks fall fanns det flera veckor då volymen översteg det genomsnittliga antalet utlånade aktier, men detta skedde aldrig under tio veckor i följd och således såg vi det endast som tillfälliga toppar.

8.9 SCA B

SCA B visar precis som Sandvik B en obefintlig korrelation. Värdet i SCAs fall ligger på 0,017. Aktien har likväl ett högt Sig. 2-tailed värde varför acceptans av nollhypotesen är det enda tänkbara. Regressionsanalysen är precis som i Sandviks fall dålig på att beskriva sambandet mellan lån och kursförändring. Vi ser också i plotterdiagrammet¹¹³ att värdena har en stor spridning.



Källa: <http://bors.affarsvarlden.se> och <http://www.stockholmsborsen.se/statistics/index.asp>

Till skillnad från Holmen B och Rottneros lyckades aktierna SCA B och Klippan utvecklas positivt under vår mätperiod. SCA B steg med 21,6 % och Klippan med hela 44,2 %. Affärsvärldens skogsbolagindex steg under samma period med 22,5 %.¹¹⁴

Utlåningen av SCA B aktier var särskilt intensiv under två perioder.¹¹⁵ Under den första perioden, vilken illustreras i bilaga 7 diagram 6.3, sjönk både index och kursen för SCA B med 6,6 %. Avkastningen för Klippan var under samma period -21,2 %. Avkastningen för den andra perioden åskådliggörs i diagrammet nedan.

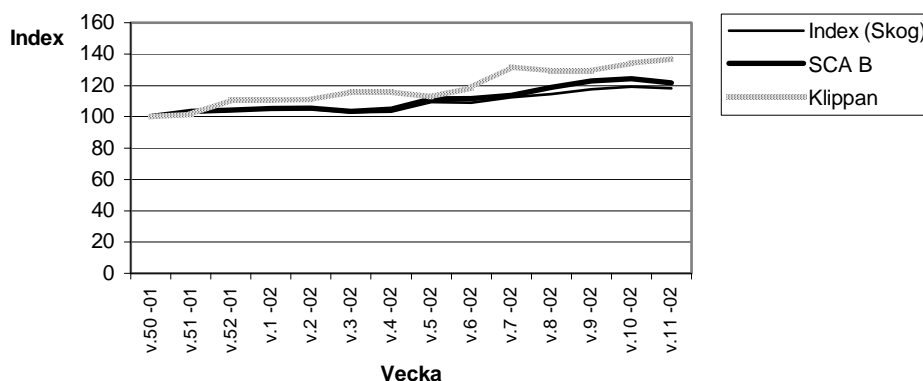
¹¹² Se bilaga 5, diagram 5.1

¹¹³ Se bilaga 7, diagram 6.5

¹¹⁴ Se bilaga 6, diagram 6.1

¹¹⁵ Se bilaga 6, diagram 6.2 och bilaga 7, diagram 6.4

Avkastning för SCA B v.50 2001 - v.11 2002

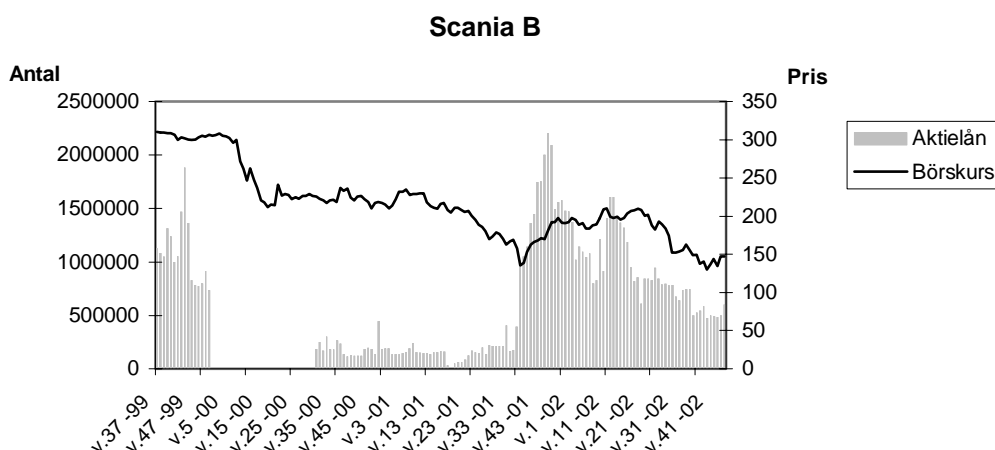


Källa: <http://bors.affarsvarlden.se>

Klippans börskurs steg under denna fjorton veckors period med hela 36,8 %. Både skogsindex och SCA B visade också positiv avkastning, men fick nöja sig med 18,1 % respektive 21,6 %.

Om man tittar på kursutvecklingen för SCA B under de intensiva utlåningsperioderna och jämför mot resultatet som erhöles ur regressionsanalysen kan man inte mer än bekräfta regressionsanalysens svar, nämligen att något samband mellan aktielån och kursutvecklingen inte verkar föreligga. Det kan tänkas att anledningen till kursökningarna i SCA B och Klippan B i den andra perioden av intensiv utlåning beror på att skogsbolagens kurser överlag ökade. Anledningen kan vara att då aktiekurser under en tid ökar brukar spekulationer om ett eventuellt tak på uppgången ha uppnått ta fart. Det är därför tänkbart att aktielånen i syfte att blanka ökar i takt med stigande börskurser.

8.10 Scania B



Källa: <http://bors.affarsvarlden.se> och <http://www.stockholmsborsen.se/statistics/index.asp>

Utlåningsvolymen i Scania B ökade dramatiskt under september 2001 och toppade vecka 46 på drygt 2,2 miljoner aktier. Detta kan tyda på att marknaden ansåg aktien övervärderad trots att den fallit mer eller mindre konstant sedan januari samma år.

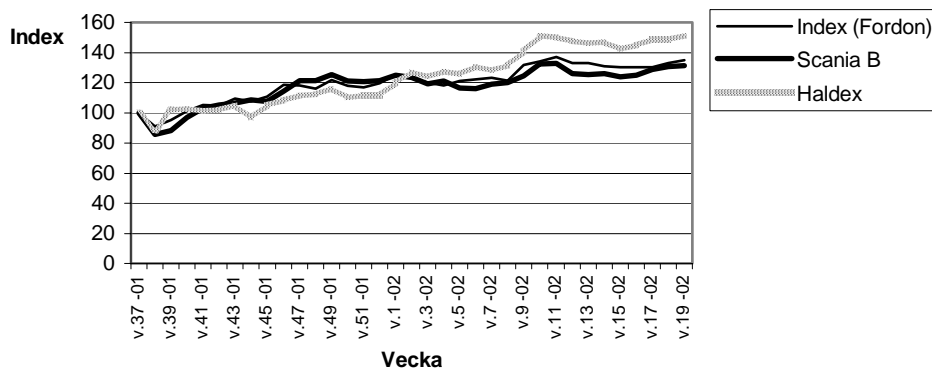
Utlåningsförändringen kan dock likaväl bero på att många investerare sålt aktien och således behövt låna aktier för att täcka leveransen.

Scania B är den aktie som uppvisar högst positiv korrelation på cirka 0,15. Aktiens Sig. 2-tailed är 0,085 och därmed lägst i vår undersökning, vilket innebär att man förkastar nollhypotesen till ett lågt värde. Dessvärre saknas det statistik över utlåningsvolymen för ett flertal veckor, vilket innebär att resultatet kunde ha varit annorlunda om vi även haft tillgång till denna information. Scania B har även det högsta R-square värdet på 2,2 %. Denna förklaringsgrad implicerar att en förändring i företagets utlåningsvolym inte kan bevisas påverkar börskurserna med regressionsmodellen i någon större utsträckning. Som framgår av plotterdiagrammet¹¹⁶ samt diagrammet låg antalet utlånade aktier under en längre period på en väldigt låg nivå.

Även Scania klassas av Affärsvärlden som ett företag som tillhör fordon och maskinbranschen. Index för denna bransch sjönk under vår undersökningsperiod med 26,6 % och Scanias B-aktie mer än halverades, -52,4 %, under samma period. Även Haldex, som utsågs till kontrollaktie, visade en negativ avkastning under vår mätperiod. Aktien minskade i värde med 27,7 %.¹¹⁷

När det gällde Scania B uppmärksammades två perioder som uppfyllde våra krav för att anses vara intensiva utlåningsperioder. Den första var veckorna 37 till 48 under 1999.¹¹⁸ Under denna tidsperiod sjönk index med 1,2 %. Kurserna för Scania B och Haldex backade också, men med 3,1 % respektive 9,2 %. Scania B utvecklades alltså sämre än index under denna period av intensiv utlåning.¹¹⁹ Detta resultat är alltså inte förenligt med vad regressionsanalysen utgav om man jämför med index. Däremot gick Scania bättre än kontrollaktien Haldex, vilket pekar på ett eventuellt samband.

Avkastning för Scania B v.37 2001 - v.19 2002



Källa: <http://bors.affarsvarlden.se>

Avkastningen för den andra perioden¹²⁰ som uppvisade hög utlåningsvolym visas i ovanstående diagram. Kursutvecklingen under denna tidsperiod var positiv men

¹¹⁶ Se bilaga 9, diagram 7.5

¹¹⁷ Se bilaga 8, diagram 7.1

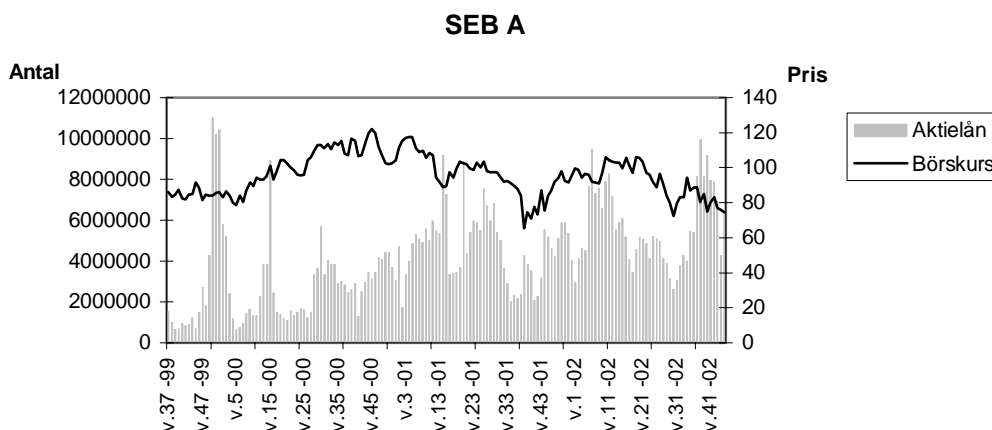
¹¹⁸ Se bilaga 8, diagram 7.2

¹¹⁹ Se bilaga 8, diagram 7.3

¹²⁰ Se bilaga 9, diagram 7.4

faktum kvarstår att index utvecklades med 34,9 % och Scania B med 31,3 %. Haldex lyckades öka sitt börsvärde med hela 51,3 % under samma period. Scania B gick således sämre än både kontrollaktien och index vilket går tvärt emot regressionen. Anledningen till detta kan ligga i avsaknaden av fullständig lån statistik.

8.11 SEB A



Källa: <http://bors.affarsvarlden.se> och <http://www.stockholmsborsen.se/statistics/index.asp>

Som det framgår av ovanstående diagram är utlåningsvolymen i SEB A mycket volatil. Vid flera längre perioder verkar kursen och antalet utlånade aktier följas åt. Volatiliteten i aktiekursen tycks dock var mindre jämfört med utlåningsvolymen.

Korrelationen för SEB A indikerar på ett svagt negativt samband på 0,091 mellan kursförändring och utlåningsvolym. Den kraftiga spridningen av mätvärdena illustreras i plotterdiagrammet.¹²¹ Modellens lämplighet att mäta sambandet mellan våra variabler uppgår till blyga 0,8 %.

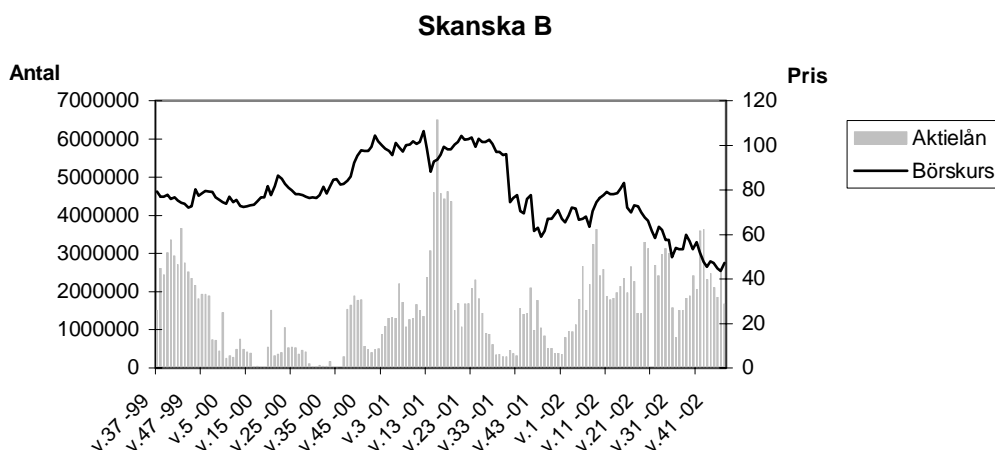
Inte heller bankaktierna har förskonats från börsnedgången de senaste åren. Det index som Affärsvärlden har sammanställt för bankaktierna på Stockholmsbörsen visar under vår mätperiod en nedgång på 22,2 %. SEB A klarade sig lite bättre och backade med 13,4 %. Kursen för den lilla nischbanken JP Nordiska, som utsågs till kontrollaktie, ökade dock med 1,0 %¹²².

Antalet utlånade aktier i SEB A har, som framgår ovan, varierat mycket under vår mätperiod. De extrema värdena för vissa veckor gjorde att den genomsnittliga utlånade volymen blev mycket hög. Detta ledde i sin tur till att kravet för en intensiv utlåningsperiod inte kunde uppfyllas och således har vi inte utfört några ytterligare avkastningsberäkningar.

¹²¹ Se bilaga 10, diagram 8.2

¹²² Se bilaga 9, diagram 8.1

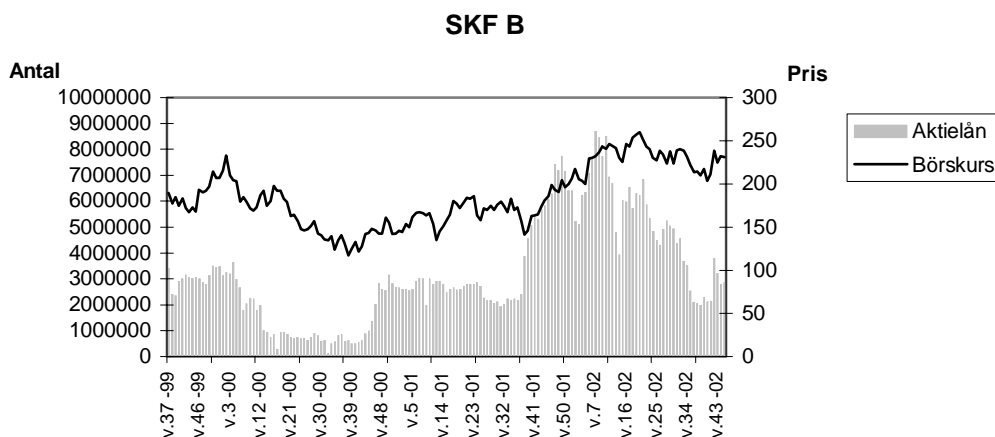
8.12 Skanska B



Korrelationen i Skanska B är negativ, men är dessvärre i det närmaste obefintlig. Dessutom är Sig.2-tailed värdet 0,737, vilket gör att vi måste acceptera mothypotesen at det inte finns något samband mellan de båda variablerna.

Även fastighet och byggrelaterade företag har haft det motigt de senaste åren. Affärsvärldens index för dessa företag visade en avkastning på $-13,9\%$ för den av oss valda undersökningsperioden. Under samma period backade Skanska B och dess kontrollaktie NCC B med $40,3\%$ respektive $41,9\%$.¹²³ Utlåningen av Skanska B aktier var under april 2001 exceptionellt hög. Den varade dock i endast ett par veckor och i enlighet med de krav vi ställde upp för undersökning av perioder av intensiv utlåning har vi inte beräknat något avkastning för denna period.

8.13 SKF B



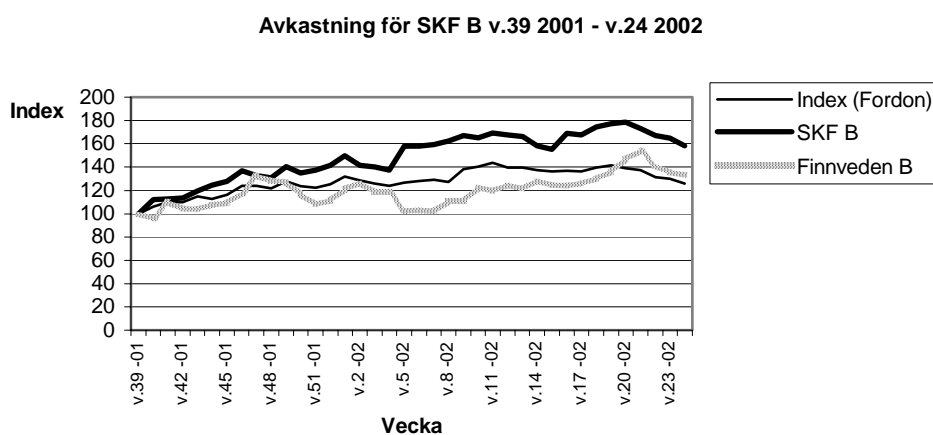
Kursutvecklingen och utlåningsvolymen för SKF B åskådliggörs i diagrammet ovan. Vid flera kursuppgångar har de utlånade volymerna tenderat att stiga, bl.a. under hösten och vintern 2001 följs de båda variablerna åt.

¹²³ Se bilaga 10, diagram 9.1

SKF B har vi egentligen tidigare beskrivit genom att använda företagets siffror i genomgången av regressionsanalysen. Sambandet som då påvisades var att börskursen tenderade att stiga samtidigt som aktielånen steg, den var alltså positivt korrelerad. Detta samband var dock, som i alla andra aktier lågt.

Affärsvärlden har placerat även SKF i fordon och maskinbranschen. För hela den undersökta perioden backade detta branschindex med 26,6 %. SKF B steg däremot med 21,9 % och kontrollaktien Finnveden visade upp den föga smickrande avkastningen -81,0 %.¹²⁴

SKF B hade en period då utlåningsvolymerna överskred det genomsnittliga antalet utlånade aktier.¹²⁵ I diagrammet nedan framgår det att under dessa drygt nio månader steg aktiekursen i SKF B med 58,4 %. Även index och Finnveden hade positiv avkastning. Deras avkastning stannade dock på 25,7 % respektive 33,2 %. SKF B utvecklades alltså betydligt bättre än index under den period som vi klassat som utlåningsintensiv. Troligtvis är detta en av förklaringarna till varför regressionsanalysen indikerade ett positivt samband. Vad motiven till aktielånen i detta fall var är som alltid svårt att uttala sig om, men de borde i varje fall inte ha varit av spekulativ karaktär, eftersom ett högre säljtryck då hade skapats och som troligen bromsat kursuppgången. Avkastningen för SKF B borde i alla fall inte ha blivit så mycket högre jämfört med index och kontrollaktien som den nu blev.



Källa: <http://bors.affarsvarlden.se>

¹²⁴ Se bilaga 11, diagram 10.1

¹²⁵ Se bilaga 11, diagram 10.2

8.14 Genomsnittlig avkastning

Genomsnittlig avkastning		
Finansiellt instrument	Hela perioden	Intensiva perioderna
Index	-19,2 %	+9,6 %
Undersökta aktier	-23,0 %	+8,2 %
Kontrollaktier	-10,7 %	+22,8 %

Källa: <http://bors.affarsvarlden.se>

Anm.: Före beräkningen av den genomsnittliga avkastningen indexerades alla kurserna

I ovanstående tabell framgår den genomsnittliga avkastningen för de undersökta aktierna, deras kontrollaktier och de index som aktierna tillhör enligt Affärsvärlden branschindelning. Exempelvis så sjönk de undersökta aktierna i genomsnitt med 23,0 % under hela den undersökta perioden, vilket är sämre än både index och de utsedda kontrollaktierna. De tio aktierna hade även sämst avkastning under de perioder då det förekom omfattande utlåning av de respektive företagens aktier. Vi är dock medvetna om bristerna i vår undersökning och därmed kan vi inte heller dra några allmänt vedertagna slutsatser av ovanstående avkastningstabell.

9. Slutsatser

9.1 Analysens resultat

I vår studie av aktielånens effekt på kurserna har vi kommit till slutsatsen, att det inte går att påvisa något generellt samband mellan aktielån och kursförändringar. Detta kan bero på att den tillgängliga statistiken över aktielån rymmer mer än endast blankning av aktier. Dock anses den direkta och indirekta blankningen utgöra cirka 80 % av det totala antalet utlånade aktier. Vi menar därmed att det är berättigat att dra slutsatsen att blankning inte påverkat kurserna för de undersökta aktierna under vår tidsperiod. Att därmed dra slutsatser som generellt gäller för Stockholmsbörsens aktier eller obegränsade tidsperioder vore fel.

Vår hypotes var att det fanns ett samband mellan aktielån och kursförändringar. Därmed skulle även blankningen påverka kurserna. Denna hypotes kunde i bästa fall sägas stämma i Scania B, där signifikansvärdet var 0,085. Korrelationen var 0,15 vilken måste anses som svagt, men ändå ett högt värde sett till de andra undersökta aktiernas korrelation. Om hypotesen mot förmodan håller, innebär det således att kursförändringen i företaget är positivt korrelerade med aktielån, vilket innebär att kurserna stiger i takt med att lånen ökar. Dock måste vi reservera oss mot att det saknades utlåningsstatistik för Scania B för ett antal veckor.

Den aktie, som enligt regressionsanalysen uppvisade högst negativ korrelation var Industrivärden A. Korrelationsvärdet var i detta fall $-0,095$. Att korrelation därmed faktiskt föreligger går dock inte att säga med tillräckligt stor säkerhet. Det innebär att vi inte kunde bevisa stora delar av ekonomipressens utsagor om blankningens negativa inverkan på aktiekurserna. Om det nu hade funnits ett sådant negativt samband i Industrivärdens fall borde företaget ha förekommit i diskussionen i media.

Det okorrelerade sambandet anser vi som sagt vara bevisat i våra analyser, eftersom vi inte har kunnat registrera någon tendens hos de undersökta aktierna där aktielånen och kursförändringarna följer ett gemensamt mönster. En okulär besiktning av diagrammen, som visar aktiernas utlåningsvolym och kurser, tyder snarare på att aktielånen följer ett mönster där de ökar då kursen redan fallit en tid. Detta kan ses som ett resultat av att blankare försöker tjäna pengar på en redan negativ trend. Anledningen till de inledande kursfallen tycks dock inte bero endast på antalet utlånade aktier. En befogad fråga i sammanhanget är hur mycket blankningen eventuellt spär på den negativa trenden. En tendens som vi också har kunnat iaktta är att aktielånen kommer upp i stora volymer för tidigt, d.v.s. blankarna verkar ha trott att kursfallet skall komma mycket tidigare än vad det har gjort. Aktielån har som vi många gånger tidigare nämnt flera syften, varför ovanstående resonemang endast kan ses som spekulation.

En del mediers beskrivning av blankning som ett otyg tycker vi är alldeles för drastiska då sambandet mellan kursfall och utlåningsvolym inte gick att påvisa i de aktier vi undersökt. Vidare forskning inom området kanske drar andra slutsatser, men vi anser att i nuläget är sambandet mellan dessa båda variabler alldeles för oklara.

Merparten av de tio undersökta aktierna har haft en sämre avkastning än index. Detta ger också den sammanfattande bilden över avkastningen i kapitel åtta sken av. Vidare är den genomsnittliga avkastningen för undersökningsaktierna sämre än både kontrollaktierna och index över hela perioden. Resultatet blir även det samma sett till de intensiva utlåningsperioderna. Sambandet är inte statistiskt säkerställt, varför det naturligtvis kan vara slumpen som har spelat in.

I de av oss utvalda intensiva utlåningsperioderna kunde inte heller något direkt samband mellan utlåningsvolymen och kursförändringen utläsas. Denna slutsats bygger dock endast på en översiktlig bedömning, varför slutsatsen till fullo inte kan ses som bevisad. En statistisk analys över de intensiva perioderna hade naturligtvis varit att föredra, men eftersom vi inte såg detta som det primära syftet med arbetet genomfördes det inte.

9.2 Artikelstudien

Ett flertal åsikter om blankningens vara och icke vara har presenterats i artikelstudien. En av åsikterna som ofta förekommer till blankningens fördel är den ökade börslikviditeten som utlåningen sägs innebära. Som vi visar under rubrik 8.1 har antalet utlånade aktier stadigt ökat sedan 1999. Börsen, men framförallt enskilda aktier i vilka aktielånen ökat, borde därmed ha fått en högre likviditet. Högre likviditet leder till att spreaden mellan köp- och säljkurserna minskar. Som en följd av detta minskar även kostnaderna för att handla med aktier. Då kostnaden för att handla med aktier minskar kommer även investerarnas avkastningskrav på företaget att minska. Den högre likviditeten kommer också innebära att det är lättare att sälja och köpa den kvantitet aktier man önskar till rådande pris, d.v.s. priset går inte upp bara för att den kvantitet aktier som önskas köpa är stor. Vidare är den förväntade avkastningen i en aktie korrelerad med företagets kostnad av kapital, varför denna således kan tänkas sjunka då likviditeten ökar. Utifrån detta resonemang torde det därmed vara bevisat att ökad likviditet i aktier är att föredra. Det bevisar dock inte på något sett huruvida aktielån påverkar likviditeten.

Andra påståenden som framförts är att aktierna kommer att bli rätt värderade tack vare blankningen. Anpassningen av aktiepriset till marknadspriset kommer också att ske fortare. För att denna uppfattning i praktiken skall hålla måste börsen initialt ha en låg effektivitet. Hur effektiv börsen faktiskt är idag är svårt att uttala sig om. Troligtvis har börsen semistark effektivitet, varför priserna speglar all offentlig tillgänglig information. Enligt vår uppfattning är de flesta bolag på Stockholmsbörsen väldigt genomlysta i dagsläget. De större investerarna torde därför i stor utsträckning vara välinformerade, varför detta också kommer att avspegla deras agerande på börsen. Då stora aktörer besitter rätt information kommer aktiekurserna också att spegla dessa, varför aktien blir rätt värderad. Dock är det troligt att mindre investerare inte är lika välinformerade, vilket får som följd att de i större utsträckning kan tvingas bära förlusterna av en felaktigt prissatt aktie. Aktielån borde därmed vara att föredra, ur småspararens perspektiv. Annars anser vi börsen vara tillräckligt effektiv för att själv kunna justera priserna till marknadsmässiga.

9.3 Förändringsförslag

Som vi indikerar på i artikelstudien har många röster höjts angående situationen som faktiskt föreligger med den bristfälliga statistiken. Vi kan i detta avseende inte annat än instämma. Med vår uppsats torde det även vara bevisat att en djupare men framförallt mer omfattande statistik bara skulle få positiva konsekvenser. Den största och kanske mest bristfälliga delen i statistiken är avsaknaden av de utländska lånen. Hur stora dessa är vet ingen med säkerhet.

Vidare anser vi att ett grundkrav för statistiken är att alla noterade aktier ska ingå. I nuläget omfattas statistiken endast av de bolag som är noterade på "mest omsatta-listan", vilket inte kan anses vara tillräckligt. Att ändra noteringslista för bolaget har blivit allt vanligare, vilket innebär att vissa företag hamnar utanför statistiken. Som ett exempel på detta kan H&M nämnas. Bolaget var tidigare noterat på "mest omsatta-listan" och förekommer således inte längre i utlåningsstatistiken. Fanns möjligheten att analysera statistik över utlåningen i bolag på andra listor är det möjligt att resultatet och slutsatserna skulle bli annorlunda. Det skulle i alla fall leda till att aktieutlåningen skulle bli mer genomlyst.

Angående de förslag som kräver en skärpt lagstiftning så tycker vi inte att de i dagsläget är motiverade. Så länge sambanden inte är bevisade vore det fel att ändra lagstiftningen. Om samband skulle föreligga är ett alternativ att införa lagar liknade de i USA. Aktieutlåningslagen i USA, vilken i stort innebär att man ej får blanka i en nedgång, riskerar enligt vår uppfattning att få en alltför stor begränsande effekt. Det finns ju ingen anledning att förbjuda blankning i en aktie som endast noterat en mindre nedgång. Vi skulle däremot kunna tänka oss att fasta intervaller infördes. Exempel på detta kunde vara att man säger att då kursen på exempelvis en vecka fallit med mer än 10 % får man inte blanka mer än då föregående köp skedde till högre kurs än det för innan.

Att man fortfarande har kvar samma aktieutlåningslagstiftning i USA efter nästan 70 år är dock anmärkningsvärt. Att USA, som är en så pass stor marknad, fortfarande håller kvar vid en så konservativ reglering som den över utlåningen, pekar på att man anser att blankningen framförallt har negativa konsekvenser. Naturligtvis kan detta bero på att man i dagsläget inte anser att det finns någon fullgod efterträdare till den befintliga lagstiftningen. Därav kan också förändringen ha uteblivit.

Den dolda blankningen som förekommer på Stockholmsbörsen genom de utländska aktörerna är svår att komma åt. Det är tveksamt om det går att tvinga dem att redovisa sina affärer. Frivillig rapportering är ett alternativ, men risken är då att allt för många aktörer inte bryr sig om att rapportera över huvudtaget. Vi har dock fått intrycket att huvuddelen av aktörerna på marknaden vill ha mer klarhet över blankningens inverkan på börskurserna och det första steget i denna process borde vara att sammanställa fullständig statistik och göra denna tillgänglig för allmänheten.

9.4 Förslag till fortsatta studier

Eftersom statistiken som finns tillgänglig är långt ifrån fullständig vore det mycket intressant att med hjälp av komplett statistisk genomföra en undersökning med samma utgångspunkt som denna uppsats. I dagsläget skulle en sådan undersökning dock innebära att flera stora utländska aktörer skulle kontaktas och frågan är om de är villiga att lämna ut sin interna statistik över sina aktieutlåningsaffärer på Stockholmsbörsen.

En annan möjlighet är att med samma statistiska underlag som vi använde, genomföra en undersökning som tar hänsyn till fler eller kanske t.o.m. andra variabler än vi gjorde. Det är möjligt att en sådan analys bättre skulle kunna beskriva blankningens effekter på aktiekurserna på Stockholmsbörsen. Ett ytterligare förslag till fortsatta studier med samma statistik som vår är att man endast fokuserar på intensiva aktielåns perioder.

Att se hur aktielån påverkar kurserna i mindre börsbolag vore också intressant, då vår analys endast bygger på Stockholmsbörsens största företag. Handeln i de mindre bolagen tenderar att vara lägre varför kursrörelserna ofta uppvisar högre volatilitet, vilket teoretiskt skulle kunna bero på aktielån.