



Martin Abrahamson

## Finansmarknaden fungerar inte som du tror

### I korthet

Flockbeteende, hybris, timing och brist på diversifiering gör att småsparare underpresterar på börsen. ■

**Finansmarknaden är central** för allokering av kapital mellan företag i behov av finansiering och investerare med kapital. Marknaden bidrar dessutom till transparens i näringslivet, genom till exempel reglering och bolagskod. Men utifrån vilka grunder agerar de viktiga aktörerna på finansmarknaden? I denna artikel kommer jag, utifrån kvantitativa metoder, att diskutera hur dessa aktörer tar beslut och vilka effekter det får. Jag fokuserar på företags och investerares agerande på aktie marknaden.

Om vi till att börja med ser till företagen så är poängen med en börsintroduktion ofta att tillföra företaget nytt kapital. En central parameter som företaget tar beslut om är vilken teckningskurs som ska användas, och den kursen baseras på företagets antagna värde vid introduktionen.

Genom att studera skillnaden mellan teckningskurs och aktiekurs på börsen direkt efter börsintroduktionen kan vi få en uppfattning om hur rimlig värderingen av bolaget var vid börsintroduktionen. Detta är offentligt tillgängliga data, dels eftersom prospekt utlyses till allmänheten vid en publik börsintroduktion, dels för att marknadspriser är tillgängliga så snart aktien handlas på börsen. Om vi studerar dessa data visar det sig att börsintroduktioner ofta är undervärderade. Undervärdering kan mätas genom att studera skillnaden i värde mellan teckningskurs och stängningspriset efter första dagens handel på börsen, och där visar studier att börsintroduktioner i genomsnitt undervärderas till mellan tre och tio procent.

Detta är något vi inte borde förvänta oss, om vi ser till finansiell teori. Teorin anger att investerare inte ska kunna få en systematisk positiv avkastning med till synes begränsad eller ingen risk. Men precis en sådan systematisk positiv avkastning är vad vi ser i data. Som ekonomer har vi lärt oss att



den effektiva marknaden kommer att reglera anomalin så att prissättningen blir mer rättvisande, och anomalin kommer efter hand att försvinna. I fallet med börsintroduktioner verkar det ännu inte ha skett, trots att kvantitativa studier visade liknande resultat för flera årtionden sedan. Även om det förekommer börsintroduktioner som är övervärderade, visar forskning att beslutet att börsintroducera i genomsnitt leder till en värdeöverföring från existerande till nya ägare. Med andra ord borde företag fått mer betalt för sina aktier vid introduktionen. Vi har ännu ingen bra förklaring till varför fe-



Nyborjare tar större risker än den genomsnittliga investeraren”

nomenet ser ut som det gör, men identifieringen av detta kan i sig kan vara användbar för både företag som går in på börser, investerare vid börsintroduktioner och reglerare av börser.

Om vi vänder oss till den andra sidan, investerarna, så finns det förstås många olika slags investerare på börser, både institutioner och privatpersoner, men fokus i denna text är på privatpersoner. Under senare tid har intresset för aktieinvestering ökat kraftigt bland privatpersoner. Tidningar rapporterar om ett kraftigt ökat aktieäggande bland småsparare och visar att nya grupper beslutat sig för att delta på marknaden som aktieägare.

Ett vanligt problem som brukar nämnas kring småsparare på aktiemarknaden är att de är behäftade med begränsningar som till exempel flockbeteende, låg grad av diversifiering, hybris och en övertro på sin timingförmåga. Med *flockbeteende* menas att individen och dennes beslut i stor utsträckning påverkas av vad andra beslutat, det vill säga personen försöker följa flockens beslut i stället för att fatta beslut på egna grunder. Ett exempel på flockbeteende på aktiemarknaden kan vara beslutet att köpa sin första aktie, för att ”alla andra” verkar ha aktier. Just nyborjare – vilket jag definierar som de som investerat i aktier och som inte ägt en aktie under minst fem år tidigare – är en särskilt intressant grupp. Nyborjare tar större risker än den genomsnittliga investeraren. Kanske tänker nyborjare att de måste ta hög risk för att få rimlig avkastning? Men i själva verket underpresterar nyborjarna avseende avkastning. Att ta större risker och samtidigt få lägre avkastning går stick i stäv med idealbilden: att nå så hög avkastning som möjligt för så liten risk som möjligt. Vad kan då detta bero på?

En första förklaring kan vara *bristen på diversifiering*. Att inte lägga alla ägg i en korg är något som klingar bekant med avseende på råd kring investeringar eller risktagning i allmänhet. Att sprida sina risker innebär att minska riskerna (eller upplevelsen av risk). Baserat på portföljteori har vi inom finansieringsforskning predikat på liknande sätt och uppmanat till diversifiering. Jag har studerat alla aktieägare i Sverige och kan påvisa att aktieportföljerna hos svenskar i snitt består av aktier i få företag per person, vilket indikerar att diversifieringen är ytterst begränsad. Därigenom drar jag slutsatsen att de flesta svenskar troligen kan öka sin grad av diversifiering och därmed nå en bättre balans mellan risk och avkastning.

En annan faktor kan vara *hybris*, det vill säga en övertro på sina investeringar. Aktuell forskning baserad på enkäter med investerare och deras förväntningar visar entydigt hur svenska privatpersoner förväntar sig att med låg risk ändå nå högre

## Om författaren

**Martin Abrahamson** är universitetslektor i Företagsekonomi, särskilt finansiell ekonomi vid Uppsala universitet samt universitetslektor i Företagsekonomi särskilt företagsfinansiering vid Högskolan i Kristianstad. Martin disputerade 2020 med en avhandling om nybörjare på aktiemarknaden. ■

avkastning än genomsnittet för alla investerare. Detta är emellertid en felaktig föreställning som bara kan bibehållas genom okunskap om hur finansmarknaden fungerar, att man är omedveten om sin risknivå och/eller ha väldigt kort minne. Det är logiskt omöjligt för alla investerare att vara bättre än genomsnittet.

För marknaden som helhet finns naturligtvis flera index som kan följas och jämföras med, både för den enskilde och för andra aktörer. Ett inte alltför ovanligt knep att ta till är att jämföra en placeringsportfölj med ett index som har en lägre risknivå än den aktuella portföljen. Vad är då en rimlig förväntad avkastning på en placering eller flera placeringar i en portfölj? En rimlig förväntan på portföljen med högre risk vore en högre avkastning. Att portföljen avkastat bättre än ett index med lägre risk är inte en särskilt användbar jämförelse.

Slutligen har småsparare ofta *problem med timing*. Timing kan vara kopplat till hybris; studier har till exempel visat att framför allt män anser sig ha bättre förmåga till timing på marknaden än andra investerare. I mina studier av nybörjare ser jag det främst i att andelen män bland nybörjare ökade 2008 och 2009, vilket jag tolkar som just försök att investera i aktier när marknaden är värderad som lägst. Om vi ser till tidigare studier av finansiella bubblor och kriser så är det inte vanligt att den stora massan av privatpersoner är de som har bäst timing i turbulenta perioder. Snarare har det visats empiriskt att privatpersoner investerar antingen före botten eller efter att det vänt uppåt igen. Genom att studera fler kriser, beslut att introducera eller investera samt hur aktiepriser varierar, ökas kunskapen dels om timing på marknaden, dels om beteenden kring beslut fattade i en tid av större osäkerhet än "normalt".

Sammanfattningsvis visar forskningen att småsparare inte erhåller den riskjusterade avkastning som de skulle kunna erhålla från börserna. Detta är av intresse för småspararna själva men också för tillsynsmyndigheter på aktiemarknader; tillsynsmyndigheter uppger ofta att deras primära mål är att skydda småsparare. Samtidigt kan vi av dessa studier lära oss att även om vi utifrån teorins modeller kan förvänta oss vissa typer av relationer mellan till exempel risk och avkastning och vissa typer av beteenden, kan verklighetens placeringsbeteende hos både företag och investerare skilja sig avsevärt från den förväntade idealmodellen. ■

---

### Litteratur

Abrahamson, M. (2020). *Shareholders and cherry-picking IPOs: Studies on shareholders, initial public offerings and firm ownership structure*. Uppsala: Företagsekonomiska institutionen, Uppsala universitet.