



School of Business
Economics and Law
GÖTEBORG UNIVERSITY

Contrarian Investment

Är en contrarian investment en bra alternativ investeringsstrategi?

– En kvantitativ studie om filosofins funktion inom den

Svenska aktiemarknaden åren 1985 – 2004.

Seminariearbete C-nivå
Industriell och finansiell ekonomi
Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Höstterminen 2005

Författare:
Christian Sjölander 780829-
Pål Ryfors 830911-

Handledare:
Zia Mansouri

1	Inledning	4
1.1	Bakgrund och tidigare studier	4
1.2	Problemdiskussion	5
1.2.1	<i>Diskussion första frågeställningen</i>	5
1.2.2	<i>Diskussion andra frågeställningen</i>	6
1.3	Syfte	7
1.4	Avgränsningar	7
1.5	Uppsatsens disposition	7
2	Teori.....	9
2.1	Contrarian investment	9
2.1.1	<i>Value- och Glamouraktier</i>	10
2.1.2	<i>Inriktningar för Contrarian strategi</i>	10
2.2	Värdering av aktier.....	10
2.2.1	<i>Fundamental analys</i>	11
2.3	Aktiemarknaden, psykologi och effektivitet	13
2.3.1	<i>Människors påverkan på aktiehandeln</i>	13
2.3.2	<i>Efficient Market Hypothesis (EMH)</i>	14
2.4	Agency problem	14
2.5	Riskbedömning och avkastning	15
2.5.1	<i>Osystematisk risk</i>	15
2.5.2	<i>Systematisk risk</i>	16
2.6	Corporate governance	16
2.6.1	<i>Ägandet av Sveriges börsbolag</i>	16
2.6.2	<i>Ägarkoncentration</i>	16
2.6.3	<i>Aktieslag</i>	17
2.6.4	<i>Corporate governance i Sverige</i>	17
3	Metod.....	19
3.1	Val av metod	19
3.1.1	<i>Kvalitativ eller kvantitativ metod</i>	19
3.1.2	<i>Deduktiv metod</i>	19
3.1.3	<i>Primärdata</i>	19
3.1.4	<i>Sekundärdata</i>	19
3.2	Modell för portföljer.....	20
3.2.1	<i>BE/ME strategin</i>	20
3.2.2	<i>CF/P strategin</i>	21
3.2.3	<i>E/P strategin</i>	21
3.2.4	<i>Div/P strategin</i>	22
3.3	Formering av portföljer	22
3.4	Ägarförhållandens påverkan	23
3.5	Insamling av data	23
3.6	Modell för värdering	24
3.7	Validitet och reliabilitet.....	24
4	Empiriska resultat.....	25
4.1	BM / BE	25
4.2	E/P.....	27
4.3	CF/P.....	29
4.4	Div/P.....	31
4.5	Sammanfattning och jämförelse av det empiriska materialet	32
4.6	Corporate governance i Sverige	34
4.7	Ägande	35

4.8	Corporate governance	36
4.9	Bolagens uppträdande i undersökningen.....	38
5	Analys	39
5.1	Analys av resultaten från portföljsammansättningen	39
5.1.1	<i>Analys av resultaten för BE/ME.....</i>	<i>39</i>
5.1.2	<i>Analys av resultaten för E/P.....</i>	<i>40</i>
5.1.3	<i>Analys av resultaten för CF/P.....</i>	<i>41</i>
5.1.4	<i>Analys av resultaten för Div/P</i>	<i>41</i>
5.1.5	<i>Sammanfattning av strategierna</i>	<i>42</i>
5.2	Analys av ägarförhållandens påverkan	43
6	Sammanfattande slutsatser och förslag till vidare studier	45
6.1	Sammanfattande slutsatser	45
6.2	Förslag till vidare studier.....	46
7	Referenser	47
8	Appendix	53
8.1	Företagen i vår undersökning	53
8.2	Portföljformulering första och andra året, 1985 resp. 1986	57
9	Figurförteckning.....	58

1 Inledning

I detta kapitel beskrivs bakgrunden till problemen vilket leder till en problemdiskussion. Ur problemdiskussionen formuleras vår problemställning och uppsatsens övergripande syfte. Vi presenterar därefter för rapporten nödvändig terminologi. Ur teorin formas hypoteser som syftar till att underlätta för analysen. Slutligen presenteras en disposition för den fortsatta framställningen.

1.1 Bakgrund och tidigare studier

De finansiella marknaderna erbjuder ett enormt utbud av produkter och tjänster som syftar till att få ditt kapital att växa. Däremot är det en oerhörd konst att investera med bra resultat. Aktiemarknaden erbjuder individer och företag en chans till att tjäna pengar. Det satsade kapitalet kommer antingen växa, minska eller förbli oförändrat. Det investeringsbeslut en individ fattar baseras på den enskilde individens egen attityd gentemot aktier. Vi vill i denna uppsats presentera en alternativ investeringsstrategi, kallad Contrarian investment strategin.

Strategin har ett stort antal anhängare världen över och ämnet utreds kontinuerligt. Strategin har inom forskningsvärlden blivit uppmärksammat av flera anledningar, men främst p.g.a. den överavkastning som konstant påvisas i rapporter världen över.

Contrarian investment strategin utgår från att aktier är under- alternativt övervärderade i relation till mått av dess fundamentala värde (beskrivs utförligare i teoriavsnitt 2.1). *Lakonishok, Shleifer och Vishny, 1993 (hädanefter LSV, 1993)* hävdar att strategier som tar utgångspunkt i att köpa "förlorare" (value) presterar bättre än både portföljer bestående av "vinnare" (glamour) och marknadsportföljen. Vid *LSV, 1993's* undersökning på den amerikanska aktiemarknaden genererade portföljer bestående av value aktier kontinuerligt högre avkastning än både marknaden och portföljer med glamour aktier. *Doeswijk (1997)* visade på liknande resultat vid en undersökning på den holländska marknaden. Amerikanen David Dreeman är en av pionjärerna inom området, och har författat flera böcker inom området, bl.a. *Contrarian Investment Strategies, The Next Generation, (1998)*. Dreeman redogör för Contrarian investment strategins överlägsenhet på den amerikanska aktiemarknaden och presenterar strategier som ligger till grund för vår undersökning. *Gregory, Harris och Michou (2001)* fann överavkastning från contrarian strategier på den brittiska aktiemarknaden och *Brouwe, Put och Veld (1996)* nådde samma resultat vid en undersökning på den europeiska marknaden. Contrarian investment utreddes på den kanadensiska aktiemarknaden 2004 av *Assoé and Sy*, och resultatet överensstämde väl med ovan nämnda forskares. På den svenska aktiemarknaden visade *Novak and Hamberg (2005)*, att contrarian strategier genererar överavkastning och vårt intresse grundar sig just i den svenska aktiemarknaden.

1.2 Problemdiskussion

Att placera i aktier innebär riskexponering eftersom det finns en inbyggd risk i detta instrument som inte finns i säkrare placeringsformer såsom statsobligationer och banktillgodohavanden. För att kompensera denna risk kräver placeraren en högre avkastning på satsat kapital. Enligt CAPM (*Damodaran, 2002*) kan risken benämnas som Beta-värdet, dvs. hur aktien varierar i förhållande till aktiemarknaden. Vill den potentiella placeraren erhålla en högre avkastning skall han i enlighet med CAPM välja en placering med högre Beta-värde, och således följer en högre risk. Teoretiskt sett kan risken minimeras genom att placeringar görs i relativa vikter i börsens alla bolag. Detta skulle då innebära att placeringen endast utsätts för marknadsrisken dvs. den systematiska risken (se punkt 2.7.2). I enlighet med detta så kräver den enskilda placeraren en avkastning som överskrider den systematiska risken på enskilda placeringar.

Vidare, för att antagandet om effektiva marknader (se punkt 2.6) skall hålla samtidigt som de observerade överavkastningarna utan högre risk (*Fama och French, 1993*) beaktas, står CAPM inför ett validitetsproblem. Samma slutsats drar även *Haugen (1995)* där han slår fast att CAPM som teori inte fungerar. *Fama och French (1993)* finner en högre avkastning utan att högre risk observerats. *Fama och French (1993)* menar med detta att CAPM och dess Beta-värde inte förklarar förhållandet mellan risk och avkastning på ett tillfredsställande sätt (*Fama och French, 1993*). De menar att ett bättre riskmått för avkastningen kan göras om andra variabler, såsom storlek på företaget, beaktas. Från detta utvecklade de en trefaktormodell, TFPM (*Fama och French, 1993*) som tar hänsyn till företagets storlek och värdet på eget kapital i förhållande till börsvärdet tillsammans med CAPMs Beta-värde. Forskarnas resonemang går så långt att de menar att storleken på företaget bättre förklarar relationen mellan avkastning och risk än vad Beta-värdet gör. Denna modell valideras i deras senare studie (*Fama och French, 1996*) där de testar modellen på de portföljer som är formerade enligt *LSV, 1993's* metoder.

I denna uppsats vill vi undersöka om valueaktier ger högre avkastning än index för marknaden genom att undersöka endast större bolag på den svenska marknaden. Finns det möjligheter att basera portföljer på ett litet antal stora företag och ändå nå avkastning utöver det normala. Vi ämnar även undersöka effekten av hur dessa företags ägande utövas och huruvida kontrollen över bolaget har någon inverkan på möjligheten till överavkastning.

1.2.1 Diskussion första frågeställningen

I investerares sökan efter placeringar som ger avkastning som överträffar marknaden, har de använt sig av metoder som sträcker sig från tekniska analyser till apor med kastpilar. Mer fundamentala värderingar har lämnats till analytiker som i sina rekommendationer har återspeglat dessa fakta och utformat investeringsstrategier. Då överavkastningar genererats från s.k. värde strategier, benämns även *contrarian investment*, önskar vi utreda huruvida

dessa strategier fungerar på den svenska aktiemarknadens stora bolag. Är det möjligt att göra placeringar som över en längre period överträffar index genom att använda sig av fundamentala analyser.

Detta leder oss till vår första frågeställning:

F1. Fungerar contrarian investment strategin på stora bolag noterade på den svenska aktiemarknaden?

1.2.2 Diskussion andra frågeställningen

I Sverige finns ett system med olika rösträtt baserat på aktiernas klassificering. Dessa klassificeras oftast som A respektive B aktier, där A aktien är mångdubbelt röststark gentemot B aktien. Eftersom ett system av denna art tillåter starka ägare att över tid skapa starka positioner i bolag, är det ett mycket omdiskuterat system. Samtidigt som diskussionen om aktiers röstvärde fortgår har vi i både Sverige och övriga världen fått erfara ett antal stora företagsskandaler de senaste åren. Skandaler har skett i både ägarlösa bolag, där tjänstemännen har stor makt, exempelvis Skandia, eller i bolag där en stark privat ägare missbrukat sin makt, exempelvis WorldCom med dess forne storägare Bernie Ebbers. Som ett resultat av detta har det i Sverige för första gången utvecklats en gemensam kod för bolagsstyrning. Koden ska ge riktlinjer för hur corporate governance ska utövas i Sverige. Koden har formellt accepterats i Sverige (*Dagens Industri, 2005-04-07*) men än återstår dock att se dess praktiska verkan. Självklart är dock att finns krafter som kan påverka hur bolag sköts, vare sig det finns starka ägare eller tjänstemannamakt.

Med bakgrund i hur ägandet av svenska börsbolag till stor utsträckning är uppbyggt, där ett fåtal ägarsfärer innehar stora kontrollposter, anser vi det intressant att undersöka om skillnader i ägarförhållanden har effekt på utfallet av denna investeringsstrategi.

Detta leder oss till vår andra frågeställning.

F2. Har företag som kontrolleras av en viss ägare någon effekt på contrarian investment strategins utfall?

1.3 Syfte

Aktier som sparform har under 1990-talet ökat markant i användning bland den svenska befolkningen (*Nilsson, 2003*). Det finns ett stort utbud av mäklare och rådgivare, vilka förmedlar placeringstips baserat på olika investeringsstrategier. Vi anser att en undersökning med denna inriktning är av stort intresse för den genomsnittlige investeraren. Uppsatsen syftar till att utvärdera en investeringsstrategi under de unika förhållanden som den svenska aktiemarknaden erbjuder.

1.4 Avgränsningar

I tidigare undersökning på den svenska aktiemarknaden (*Hamberg och Novak, 2005*) undersöktes med hela stockholmsbörsen som population. Då vi avser att undersöka strategins avkastningsmöjligheter då investering sker i stora bolag begränsar vi vår undersökningspopulation till ett mindre antal företag. 22 bolag som är eller har varit noterade på stockholmsbörsen undersöks. Vi kommer således endast se på en liten del av det totala antalet noterade bolag. Vi har använt registrerad data om aktiekurser, redovisningsinformation och ägardata från åren 1984 – 2004. Portföljvinsten beräknas efter måtten ”aktiekurs i förhållande till föregående års kurs” eller aktiekurs i förhållande till föregående års kurs, där utdelningen är återinvesterad. Formering av value- och glamourportföljen baseras på fyra undersökta nyckeltal.

Tidigare undersökningar såsom *Fama och French (1993)*, *LSV (1993)* och *Assoé och Sy (2004)* visar på överavkastningar och påvisar också att risken inte är högre trots högre avkastning. Vi kommer att vara restriktiva med att förklara de underliggande orsakerna till resultatet av undersökningen och utelämnar därför riskmättet. Undersökning syftar alltså till att ta reda på om vissa förhållanden föreligger, inte varför. Vi vill i synnerhet poängtera dessa avgränsningar inom två områden.

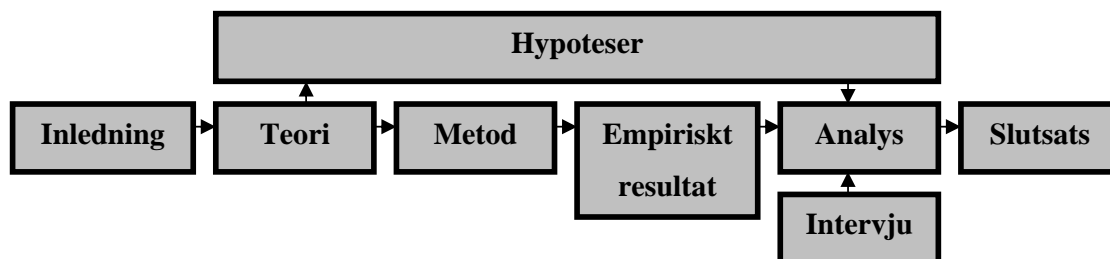
- Beträffande utfallet av contrarian investment strategin kommer vi inte att göra några djupare analyser om de bakomliggande faktorerna till varför ett visst resultat nåddes. Vi kommer således att diskutera utifrån resultatet som uppnått, inte varför det uppnått. Exempelvis kommer vi inte att diskutera risken i value- och glamouraktier.
- Beträffande corporate governance kommer enskilda ägares uppträdande och effekt inte diskuteras till någon större utsträckning.

1.5 Uppsatsens disposition

Uppsatsen är indelad i sex kapitel. Det inledande kapitlet syftar till att redogöra för tidigare studier och presentera bakgrunden för studien. Vi presenterar och diskuterar även de problem vi identifierar tillsammans med vår problemställning. I kapitel två behandlar vi för ämnet relevant teori, och utifrån teorin formulerar vi fyra hypoteser. Hypoteserna syftar till att underlätta

analysen av det empiriska materialet. I kapitel tre beskrivs den metod som uppsatsen bygger på. I kapitel fyra redovisas det empiriska resultatet, som därefter analyseras i kapitel fem. För öka analysens kvalitet involverar vi resultatet från en intervju i detta avsnitt som genomförts med en professionell användare av investeringsstrategin. I kapitel sex redovisas slutsatsen av analysen och avslutningsvis ger vi rekommendationer för vidare studier.

Figur 1.5.1, Uppsatsens disposition



2 Teori

I detta avsnitt kommer vi ur ett teoretiskt perspektiv behandla contrarian investment. Med värdering av aktier som bas kommer vi att presentera relevant teori. Vi kommer också att presentera teoretiska aspekter av ägandet av Sveriges börsbolag.

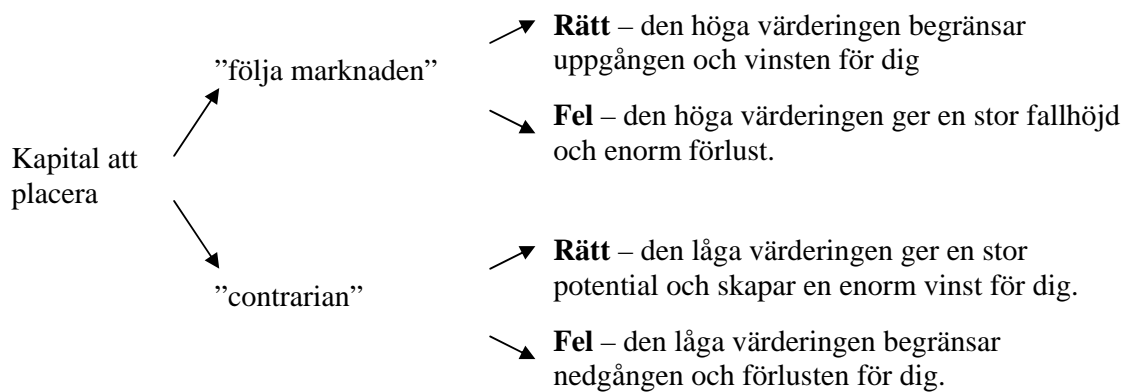
2.1 Contrarian investment

Att investera i aktier som historiskt har underpresterat marknaden, och samtidigt sälja aktier som historiskt varit framgångsrika, innebär utövandet av en contrarian investment strategi. Basen för en contrarian strategi ligger i uppdelningen av aktier i value- och glamouraktier. Glamouraktier kännetecknas av att de tidigare presterat bra avkastning, samt att de av marknaden förväntas prestera bra i framtiden. Valueaktier kännetecknas av att de tidigare presterat dåligt och i framtiden väntas fortsätta att underprestera (*LSV, 1993*). Contrarian strategins motsvarighet är en momentum strategi, där investeraren köper då aktiekursen går upp och säljer när aktiekursen går ned (*Goetzmann, Massa, 1999*).

Teorin om contrarian investment är nära förknippad med aktiemarknadens uppträdande och reaktioner på nyheter, eftersom en contrarian investerare letar efter aktier som av marknaden är utdömda. Marknaden överreagerar konstant till nyheter och investerare tenderar till att vara överoptimistiska efter bra utveckling hos en aktie, samtidigt som de blir överpessimistiska då en aktie presterat dåligt (*DeBondt och Thaler, 1985*). Med detta som grund anses marknaden uppträdande som extremt förutsägbart (*Dreeman, 1998*). Således letar en contrarian placerare efter undervärderade och billiga aktier, som vid en kursuppgång kommer att generera vinster för ägaren.

Enligt *Dreeman (1998)* bör en väl diversifierad contrarian portfölj innehålla 20 – 30 aktier utspridda på ett flertal olika branscher. Förtjänsten av en contrarian strategi kan illustreras med Risk/Reward profilen för en contrarian strategi enligt figur 2.1.1:

Figur 2.1.1, Risk/reward profil



Risk/Reward profil för ”Contrarian Philosophy”, presenterad av Sven Norfeldt, DUNROSS, Finansdagen Handelshögskolan i Göteborg 2005-10-21

2.1.1 Value- och Glamouraktier

Enligt LSV (1993) innebär en naturlig version av contrarian investment att aktier klassificeras som antingen valueaktie eller glamouraktie. Glamouraktier bedöms vara dyra aktier med historisk sett hög avkastning, men som av marknaden även väntas prestera bra i framtiden. Glamour aktier bedöms också vara dyra och övervärderade eftersom de har högt pris i förhållande till bedömningar av aktiens fundamentala värde. Valueaktier är aktier som tvärtom mot glamour aktier historiskt har lågpresterat och om vilka framtida förväntningar är låga. Aktierna bedöms vara billiga och dess pris i förhållande till fundamentala värde är lågt (Xu, 2001).

2.1.2 Inriktningar för Contrarian strategi

Dreeman, 1998 beskriver fyra huvudsakliga inriktningar för en contrarian strategi. Dessa strategier syftar till att fokusera portföljen mot en viss multipel. Multipeln avgör om aktien ska klassificeras som antingen value- eller glamouraktie. Dessa multiplar beskrivs utförligt i metodavsnitt 3.2.

Hypotes 1: En strategi inriktad mot Contrarian investing genererar högre avkastning än marknadsportföljen och glamour portföljen.

2.2 Värdering av aktier

Vid en aktievärdering tas hänsyn till flera olika faktorer. Faktorerna nedan visar på vilka delar som kan ingå i en aktievärdering.

2.2.1 Fundamental analys

Vid en fundamental analys ifrågasätter användaren varför marknaden reagerar på ett visst sätt, samt varför en viss aktie är bättre än en annan. Det är alltså en djupare förståelse av en verksamhet som eftersträvas. Metoden kan användas uteslutande, eller som ett komplement till annan analysmodell. Vid fundamental analys analyseras först miljön och den omgivning som företaget befinner sig i. Den aktuella miljön analyseras först ur makro- och mikroekonomiska perspektiv. Bedöms marknaden vara gynnsam och alternativet att placera i aktier som ett bra alternativ fortsätter analysen med att se på specifika företag. För att värdera ett specifikt företag erbjuder fundamentalanalysen ett flertal värderingsmodeller som huvudsakligen byggs upp av nyckeltalsanalyser. Genom att analysera nyckeltal försöker vi finna undervärderade aktier (*Salehiamin och Börjesson, 1996*).

2.2.1.1 Makromiljön

Till makroekonomin hör t.ex. rådande och framtida konjunkturläge, rådande och framtida ränteläge, råvarupriser samt den politiska utvecklingen. Dessa faktorer är ofta svåra att med säkerhet kvantifiera effekten av. Men trots svårigheter och osäkerheter vid makroanalys är det aspekter som påverkar företaget på flera sätt och de måste tas hänsyn till. Andra direkt påverkande faktorer för investerare är gällande skatteregler och de finansiella institutionernas grad av utveckling. (*Shleifer och Vishny, 1997*)

2.2.1.2 Mikromiljön

Den mikroekonomiska miljön som företaget lever i är viktig vid en fundamental analys. Till mikroekonomin hör t.ex. konkurrenter och företagets interna struktur. Om t.ex. företaget och dess produkter är utsatt för stor konkurrens, som gör att marginalerna minskar, eller har företagets produkter nått en stagnationsfas och tillväxten mattats av, bör detta reflekteras i bolagets värde. Företagsledningen och styrelsen kompetens och förmåga att handla i aktieägarnas intresse, är en mycket viktig faktor att ta hänsyn till (*Holmlund och Holmlund, 1987*).

2.2.1.3 Nyckeltal

Fundamentalanalysens finansiella information är ofta omfattande och svår att förstå. Nyckeltal baserade på finansiell information används då för att förenkla och konkretisera dessa komplicerade förhållanden. Nyckeltalens beståndsdelar, d.v.s. den ekonomiska informationen, hämtas från publicerad redovisningsdata och finansiell data. Nyckeltalen kan då användas för att jämföra och bedöma informationen i förhållande till andra bolag (*Holmlund och Holmlund, 1987*).

2.2.1.4 Eget Kapital

Det egna kapitalet i företaget motsvarar det kapital som är aktieägarnas och det egna kapitalet hämtas från balansräkningen. För att få en rättvis bild av företagets finansiella ställning,

justeras det egna kapitalet med den del av obeskattade reserver och fonder som inte är skattskyldigt. Värdet på det egna kapitalet skiljer sig från det publika företags verkliga värde som kan benämnas börsvärde (*Damodaran, 2002*).

Ett annat uttryck för justerat eget kapital är företags substansvärde. Då substansvärdesvärdering används vill användaren ha ett mått som indikerar hur väl företaget klarar ett kursfall i ett långsiktigt perspektiv. Detta genom att ett företags alla tillgångar rent hypotetiskt bjuds ut till försäljning och de värden som då skulle kunna realiseras beräknas. Alltså summeras företags bokförda värden av anläggningstillgångar och övriga tillgångar, som får ett försiktigt uppskattat marknadsvärde (*Holmlund och Holmlund, 1987*).

2.2.1.5 Börsvärde

Börsvärdet på företaget bestäms utifrån antalet utgivna aktier multiplicerat med aktiepriset vid tidpunkten. Alla aktier som gör anspråk på kapitalet skall ingå i värderingen. För att få korrekt börskurs skall antalet aktier och aktiepriset mätas vid samma tidpunkt. Detta för att aktiekursen tenderar att vara volatil. Börsvärdet beräknas som antal aktier multiplicerat med aktiepriset (*Damodaran, 2002*).

2.2.1.6 Vinst

Företags vinst är överskottet av rörelsen som tillfaller ägarna. Ägarna kan välja att använda denna vinst till utdelning eller investera dem på nytt i företaget genom att låta dem stå kvar som eget kapital i företaget. Vinsten i företaget bör dock behandlas kritiskt och för att få en rättvisande bild bör den justeras för alla bokföringsmässiga aspekter som kan förvränga vinsten (*Dreeman, 1998*).

2.2.1.7 Kassaflöde

Kassaflöde definieras förenklat som nettovinsten med avskrivningar och andra ej kassapåverkande kostnader återförda. Kassaflödet i företaget är viktigt då det speglar hur väl företaget klarar sig i ekonomiska kriser samt att de har finansiella resurser att investera i nya projekt (*Dreeman, 1998*). Kassaflödet anses även vara ett användbart mått, då det ofta är fritt från subjektiva beslut av företagsledningen (*Damodaran, 2002*).

2.2.1.8 Utdelning

Årets vinst i bolaget kan återföras till ägarna. Den del som återförs till ägarna bestäms av bolagsstämman baserat på rekommendationer från styrelsen. Ofta har företag en uttalad utdelningspolicy om hur stor andel av vinsten som skall återföras till ägarna. Saknar företaget investeringsmöjligheter, eller att det finns en överlikviditet i företaget, är ett alternativ att det egna kapitalet återförs till aktieägarna som kan återinvestera pengarna i mer lönsamma projekt. Direktavkastningen är utdelningens andel av aktiepriset (*Holmlund och Holmlund, 1987*).

Hypotes 2: Vi kan använda fundamentalanalys för att finna undervärderade och billiga aktier.

2.3 Aktiemarknaden, psykologi och effektivitet

2.3.1 Människors påverkan på aktiehandeln

Under 1990 talet flyttades mycket av den ekonomiska forskningens fokus från endast ekonomiska studier av priser, utdelningar och vinster mot en mer mänsklig inriktning där människans psykologi och dess relation till aktiemarknaden studerades. Forskare försvarade den nya inriktningen med att de tidigare använda teorierna inte på ett adekvat sätt kunde beskriva svängningarna på aktiemarknaden. Den nya inriktningen gav upphov till det som idag kallas *Behavioral finance*. Det är finans ur ett bredare perspektiv som inkluderar både psykologi och sociologi (Schiller, 2002).

Handeln på aktiemarknaden styrs av människors köpbeteende, som i sin tur skapar prisformationer och handelsmönster (Stolt, 2004). Aktiemarknaden är en osäker handelsplats som utsätter människor för stor press, och mentala och psykologiska aspekter påverkar handlarnas val av affärer. Ofta står dyrbara, och för den enskilda placeraren viktiga, tillgångar på spel. Thorsell (2000), behandlar begreppet tradingpsykologi, och beskriver hur handlare reagerar mentalt till förändringar på marknaden. Är dessa förändringar för handlaren negativa kommer detta leda till irrationellt beteende och ännu fler dåliga affärer. Detta samtidigt som ekonomiska beslutsmodeller allt som oftast förutsätter ett rationellt handlande.

I *Does The Stock Market Overreact (1985)* presenterade forskarna *De Bondt och Thaler* sin överreaktionshypotes. Hypotesen bygger på att aktiemarknaden konstant överreagerar till nyheter. Hypotesen sammanfattas i dessa två påståenden:

- Extrema rörelser i priset på en aktie kommer att följas av en motsvarande prisrörelse i motsatt riktning.
- Desto större den initiala prisrörelsen är, desto större kommer den efterföljande justeringen av priset att bli.

Vill någon studera de finansiella marknaderna bör alltså mänskliga aspekter vägas in. Däremot är det omöjligt att studera varje enskild placerares beteende. Detta leder till studiet av flockbeteende och dess betydelse för finansvärlden. Gyllenram (1998) påpekar i sin bok *Aktiemarknadens psykologi*, att människor strävar efter grupptillhörighet. För att uppnå detta anpassar människan sitt beteende till gruppen, och slutar då att handla rationellt. Särskilt strävar människan efter grupptillhörighet då han eller hon är under psykisk press. Vidare hävdar Gyllenram att om en placerare rycks med i flockens tankesätt kommer detta påverka placerarens analys av marknaden och placerarens tanke om en viss akties färdriktning. Det

finns alltså oerhört goda förutsättningar för flockbeteende på aktiemarknaden, främst pga. att samtliga strävar efter samma mål, att tjäna pengar, och människor är känslomässigt engagerade i aktiehandeln. *Dreeman (1998)* använder resonemanget om flockbeteende till att förklara hur priser pressas mot extrema nivåer genom konstant övervärdering av ”bra” investeringar och konstanta undervärderingar av ”dåliga” investeringar. Det är när priserna återgår till en mer fundamentalt riktig och genomsnittlig nivå som contrarian investerare tjänar pengar.

2.3.2 *Efficient Market Hypothesis (EMH)*

Under 1970 talet utvecklades teorin om effektiva marknader av Eugene Fama. Beroende av hur mycket information som återspeglas i priset på aktien, d v s informationseffektiviteten, klassificerade Fama in marknaderna i tre olika former (*Ahlström och Eidegren, 2003*).

- Svag form: Priset på aktien reflekterar all historisk information och analyser av historiska data kan inte leda till övernormala vinster.
- Halvstark form; Priset på aktien speglar all historisk och offentligt tillgänglig information. Därför kan inte djupa analyser av aktien göra någon nytta då all tillgänglig information redan avspeglas i priset.
- Stark form; Priset på aktien speglar all information som finns om aktien, även så kallad ”inside information”. Det lönar sig inte att göra insider affärer då samtliga marknadsaktörer har samma information och det är omöjligt att göra övernormala vinster.

En effektiv marknad kännetecknas av att aktiens pris på börsen speglar all information om aktien. Således bedöms aktier på effektiva marknader ha sitt rätta värde, och inga under alternativt övervärderade aktier går att finna. En förutsättning för att effektiva marknader ska fungera är att transaktionskostnader och kostnader för att få information är noll (*Fama, 1991*).

Hypotes 3: Aktiemarknaden är effektiv och historisk data kan inte användas för att generera överavkastning.

2.4 **Agency problem**

Ägare till företag investerar kapital för att erhålla en värdeökning av sina tillgångar. Det är styrelsen och företagsledningen som har som sin uppgift att för investerarens räkning skapa värdeökning. Det kan dock uppstå intressekonflikt då den agenda som ledningen arbetar efter skiljer sig från investerarens agenda. När investeraren investerat sitt kapital i företaget, finns det inga garantier för att inte ledningen av bolaget använder pengarna för eget ändamål. Väl utvecklade marknadsekonomier har på ett tillfredsställande sätt löst detta problem genom praxis och lagstiftning. I mindre välutvecklade länder med underutvecklad marknadsekonomi

och avsaknad av institutioner och lagstiftning för att förhindra detta hämmar det kapitalbildningen. I Ryssland ger denna svaghet att ledningen skor sig själva på ägarnas bekostnad. I förlängningen leder detta till ovilja att investera och utvecklingen stannar på en lägre nivå än optimalt (*Shleifer och Vishny, 1997*).

2.5 Riskbedömning och avkastning

Risk och avkastning är två av varandra helt beroende begrepp som också är centrala för investeringsteori. Värdet på en aktie eller annat värdepapper bestäms av storleken på avkastningen, tidpunkten för avkastningen, samt den säkerhet för att erhålla avkastningen som placeringen kan erbjuda. Således ger en placering som kan ge hög avkastning också en hög risk. Investeringar med låg förväntad avkastning bär däremot lägre risk.

Avkastningen kan delas upp i två delar; först den riskfria avkastningen, och därefter riskpremien. Riskpremien är den avkastningen placeraren erhåller som kompensation för den risken som tas. Marknadens riskpremie kan uttryckas som marknadsportföljens avkastning minus den riskfria räntan. Förutsatt att placerare handlar rationellt, strävar efter maximal avkastning, samt undviker onödig risk, kan följande fastställas (*Salehiamin och Börjesson, 1996*):

- Mellan två värdepapper med samma förväntade avkastning men olika risk kommer placeraren att välja det med lägst risk. Har två värdepapper samma risk men olika förväntad avkastning kommer placeraren att välja det med högst förväntad avkastning.

2.5.1 Osystematisk risk

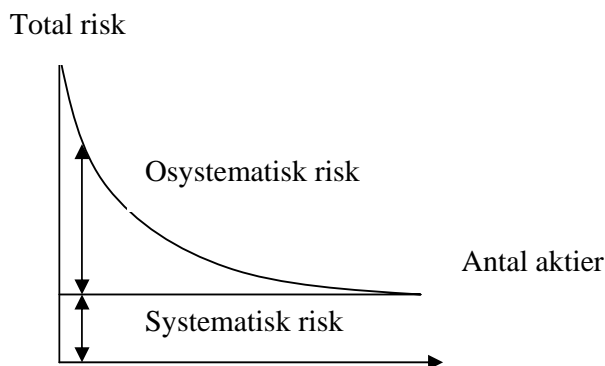
Den osystematiska risken är uppbyggd av affärsrisken samt den finansiella risken. Affärsrisken är företagsspecifik och utgörs av den risk som själva affärsidén är utsatt för. Den finansiella risken beror på hur företaget är finansierat och hur finansieringen ska återbetalas. Som exempel kan nämnas att generellt kommer ett högt belånat företag klara en räntehöjning sämre än vad ett lägre belånat företag gör (*Levy och Sarnat 1982*).

Den osystematiska risken kan i teorin helt diversifieras bort. Genom att placera lika belopp i varje företag på marknaden kommer placeraren att endast utsätta sig för den systematiska risken.

2.5.2 Systematisk risk

Den systematiska risken är den risken som härrör från generella marknadsaspekter så som ränterisk, valutarisk och den risk som aktiemarknaden är utsatt för. Dessa riskmoment kan företagen själva inte påverka och därav går den systematiska risken inte heller att diversifiera bort (*Levy och Sarnat 1982*).

Figur 2.6.1, Riskbedömning



2.6 Corporate governance

Bolagsstyrning handlar om att styra bolag på ett sådant sätt att de uppfyller ägarna krav på avkastning på det investerade kapitalet och därigenom bidrar till samhällsekonomin effektivitet och tillväxt. (*Svensk kod för bolagsstyrning, kodgruppen, 2004*)

2.6.1 Ägandet av Sveriges börsbolag

Stockholmsbörsen ställer krav på noterade företag gällande ägarspridning. På börsens A-lista måste varje företag ha minst 2 000 aktieägare som vardera äger aktier för motsvarande en handelspost (ca 20 000 SEK). På O-listan måste företagen ha minst 500 aktieägare som vardera äger minst en handelspost. (ca 10 000 SEK). Först och främst gäller dessa regler för att säkerställa en rimlig handelsnivå av aktien, d.v.s. en god likviditet. Vidare gällande ägarkoncentration ska minst 25 procent av aktierna och minst 10 procent av rösterna vara i allmän ägo. Skulle företag inte leva upp till kraven kan en avnotering från börsen bli aktuell (*OMX, 2005*).

2.6.2 Ägarkoncentration

Ägarandelar i börsens bolag kan tydliggöras med en s.k. koncentrationskvot. Detta är det vanligast förekommande måttet på hur stor andel av aktierna som t.ex. den största ägaren, alternativt t.ex. de fem största ägarna innehar. Koncentrationskvoten används för att ge en bild av inflytandet i företaget, eftersom andelen aktier i företaget generellt sett motsvarar

rösträtten. Dock finns det i Sverige aktier med olika rösträtt, därav kan andelen kapital och rösträtt för den enskilda placeraren skilja sig åt (*Isaksson och Skog, 1991*).

2.6.3 Aktieslag

De mest förekommande aktieslagen är A-aktier och B-aktier. Skillnaden utgörs av röstvärdet mellan aktierna. Sverige är ett av få länder som tillåter ett system med kapitalrätt och rösträtt som skiljer sig åt mellan aktierna. Ett syfte med att ha aktier med olika rösträtt kan vara säkerställa en viss ägare eller grupp av ägares inflytande och eventuellt kontroll över företaget. Således kan kapitalet vid en nyemission spridas på fler aktieägare utan att inflytandet i företaget försämras för innehavare av ett visst aktieslag. Stamaktier och preferensaktier skiljs åt genom att aktierna ger olika andel av företagets tillgångar och vinst. Ofta har preferensaktier företräde till utdelning före stamaktier. (*Bolagsverket, 2004*).

Systemet med preferensaktier är ofta uppe för diskussion, men enligt den nya aktiebolagslagen, gällande från och med 2006-01-01, kommer bolag även i fortsättningen ha rätt att ge ut preferensaktier. Skillnaden i rösträtt är dock begränsad till 10 till 1. (*Mannheimer Swartling, 2005*) Svenska aktiebolag tillåts inte ge ut aktier utan rösträtt (*Bolagsverket, 2004*).

Systemet med olika rösträtt ger goda förutsättningar för att över tid bibehålla en stark ägarposition i bolagen. I Sverige betyder detta huvudsakligen att ett antal stora ägarsfärer kontrollerar en stor del av den svenska börsen. Det korsägande som finns i Sverige möjliggör komplicerade ägarstrukturer som ger ägarsfärer stort inflytande i ett flertal företag. Ett flertal av dessa ägare utövar ett aktivt ägande i de bolag de har en betydande andel av aktier alternativt rösträtt, samtidigt som andra ägare väljer en mer passiv ägarroll.

2.6.4 Corporate governance i Sverige

För första gången finns det nu i Sverige en gemensam kod för hur svenska aktiebolag bör skötas (*Svensk kod för bolagsstyrning, kodgruppen, 2004*). Koden som behandlar bolagsstyrning, corporate governance, grundar sig huvudsakligen i aktiebolagslagen. Stora delar av koden är även hämtat från diverse institutioners egna principer för god bolagsstyrning. Tidigare regler och riktlinjer har sammanställts till en Kod för bolagsstyrning av en kodgrupp, bestående av representanter från aktiemarknaden. Den huvudsakliga bakgrunden till kodens uppkomst är det stora antal företagsskandaler som ägt rum i Europa och USA under de senaste åren, samt den ökning av aktieäggande som den svenska befolkningen representerar. De aspekter av bolagsstyrning som koden huvudsakligen diskuterar gäller: Bolagsstämman, tillsättning av styrelse och revisor, styrelse, bolagsledning, information om bolagsstyrning.

Syftet med koden är att bidra till förbättrad styrning av svenska aktiebolag. Koden riktar sig främst till företag noterade på stockholmsbörsen, d.v.s. svenska börsbolag med ett spritt och utbrett ägande, men en effektiv användning hos dessa bolag kommer enligt kodgruppen att tjäna som föredöme för mindre och onoterade bolag. Sett i ett internationellt perspektiv anses koden vara väldigt viktig i Sverige. Detta därför att ägarstrukturen i svenska börsbolag skiljer sig nämnvärt från exempelvis amerikanska eller brittiska ägarstrukturer. I Sverige finns det ofta en stor ägare med en större kontrollpost i företagen, samtidigt som flera minoritets ägare innehar mindre poster. Då dessa aktörer med större kontrollposter ofta utövar ett aktivt ägande i bolagen är sättet på vilket detta sköts enormt viktigt för aktiemarkanden i sin helhet. Koden tjänar således till att maktmissbruk undviks och inflytandet utövas på ett för samtliga aktieägare sunt sätt, utan att på något sätt vilja frånta större ägare något av dess inflytande. Större ägare, t.ex. institutioner, uppmanas att offentliggöra sin ägarpolicy och i den beskriva hur investerarnas intressen tas tillvara genom det direkta inflytande som institutionen utövar. Koden betonar att ansvarsfulla ägare är en grundläggande förutsättning för en fungerande marknadsekonomi och att maktmissbruk är ett vanligt inslag i bolagsstyrning världen över.

Koden är givetvis avsedd att följas, men välmotiverade avvikelser anses av kodgruppen vara ett självklart och accepterat inslag. Det är i slutändan alltid marknaden som avgör om bolagen sköts på ett för aktieägarna effektivt sätt.

Hypotes 4: Företag med kontrollerande ägare påverkar utfallet av contrarian strategin.

3 Metod

3.1 Val av metod

3.1.1 Kvalitativ eller kvantitativ metod

Två huvudsakliga inriktningar vid forskningsarbete är värda att nämna; kvalitativa studier och kvantitativa studier. Vid en kvalitativ studie önskar forskaren djupare kunskap om forskningsobjektet genom att förstå och analysera helheter. Typiska frågor som forskaren ställer sig är hur, var och varför? (*Patel och Davidsson, 1994*) Vid kvantitativa studier används i stor utsträckning statistiska data som underlag. Syften med kvantitativa undersökningar kan vara att mäta och förklara en prövad hypotes. Typiska frågor en forskare ställer sig inför en kvantitativ undersökning är hur ofta och hur många? Vår undersöknings huvudsakliga inriktning är kvantitativ. Dock kompletteras analysavsnittet med insikter hämtade från kvalitativ undersökning, i form av en intervju med en professionell utövare av contrarian investing.

3.1.2 Deduktiv metod

Med ett deduktiv förhållningssätt används redan befintlig teori till att formulera hypoteser som sedan provas empiriskt. Således spelar den befintliga teorin en stor roll för vilken data som insamlas och hur den bearbetas (*Patel och Davidsson, 1994*). Eftersom vi huvudsakligen använder oss av befintlig teori tar vår uppsats således en deduktiv ansats.

3.1.3 Primärdata

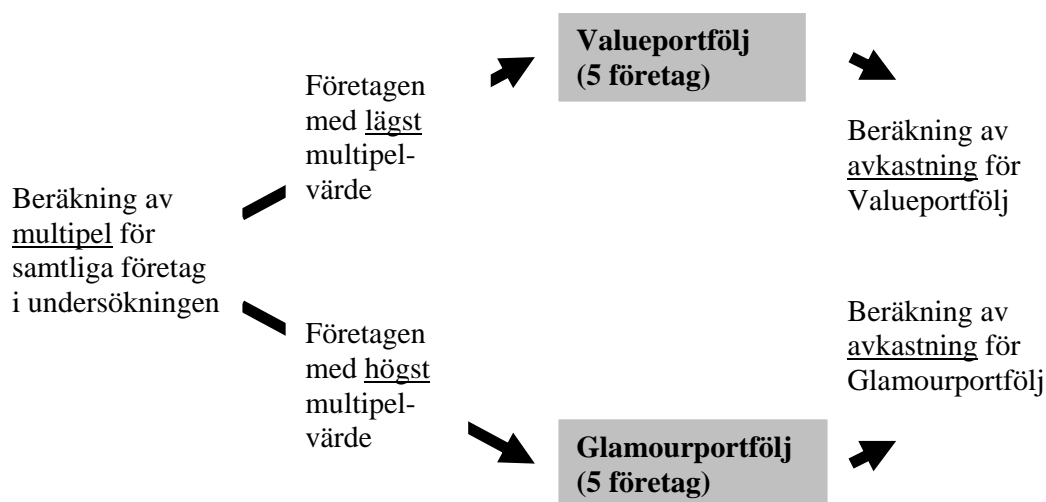
Insamling av primärdata sker till ett specifikt ändamål och görs utifrån de ramar som frågeställningen sätter. Insamling av data på detta sätt är oftast mycket kostsammare än vad det kostar att använda sig redan insamlad data, vilket gör att denna metod sällan används (*Nyberg, 2000*). Dock är primärdata mycket populärt tack vare sin närhet till sanning samt frihet från fel. Primärdata har alltså inte tolkats av något mellanled mellan insamling och användning. I vår uppsats utgörs primärdata av den intervju vi kommer att göra. Intervjun görs i samband med att analysdelen framarbetas.

3.1.4 Sekundärdata

Sekundärdata utgör den data som redan finns publicerad, från en s.k. andrahandskälla (*Nyberg, 2000*). Sekundär data utgör således data som redan är tolkad en part emellan händelse och registrering (*Cooper och Schindler, 2003*). Exempel på sekundär data är data hämtad från böcker, tidskrifter och annat publicerat material. Vår uppsats består till stor del av publicerad aktie data och således är vår användning av sekundärdata mycket stor.

3.2 Modell för portföljer

Figur 3.2.1, Beräkningsprocess för portföljformering



Proceduren ovan upprepas årligen för varje multipel (se avsnitt 3.3 s.22). Vi kan genom att använda denna metod årligen utläsa avkastningen för value- respektive glamourportföljen. Ett företag kan alltså ett år ingå i valueportföljen, för att året därefter ingå i glamourportföljen. Detta visas närmare i appendix sid 57 – 60.

Den värdestrategi vi undersöker baseras inte på uppfattningar och objektiva bedömningar utan mer traditionellt med en fundamental ansats. Varje nedan beskriven multipel formerar sina egna portföljer. Multiplarna som används beskriver i mångt och mycket ett traditionellt lågt värderat företag baserat på fundamentaldata. Portföljerna formeras enligt avsnitt 3.3.

3.2.1 BE/ME strategin

BE/ME faktorn vill visa om företagets marknadsmässiga värdering, jämfört med den redovisningsmässiga värderingen av det egna kapitalet, i någon mån förklarar överdrivna avkastningar för portföljerna. Ett lågt värde på eget kapital (BE) i jämförelse med marknadsvärdet på eget kapital (BM) behöver dock inte betyda att företaget är lågt värderat. Det kan finnas tillgångar som p.g.a. lagstiftning inte redovisas till sitt verkliga värde. Dessa avvikelser från verkligt värde kan t.ex. tillskrivas immateriella tillgångar och värderingen av dessa (LSV, 1993). Det egna kapitalet kan också bli missvisande när ett företag investerar en stor del av sitt kassaflöde i forskning och utveckling (FoU). Gällande rekommendationer medger inte att dessa kostnader aktiveras. Effekten blir då att de utgör en tillgång, som har möjlighet att generera framtida vinster, som inte visas i balansräkningen och således inte i det redovisade egna kapitalet (Standards: IAS 38, Intangible Assets).

Enligt *LSV (1993)* kan BE/ME värdet användas för att representera den historiska utvecklingen av aktien. Ett högt BE/ME värde tyder på att aktien varit underpresterande historiskt och kan således betecknas som en valueaktie. Schablonmässigt så använder vi för undersökningen en skattesats om 30 procent då beräkning av justerat eget kapital görs. Justerat eget kapital används därför att detta ger en mer rättvis bild över företagets kapital än en direkt användning av det rubricerade egna kapitalet.

$$BE/ME = \frac{\text{eget kapital}_t + 0.7 \times \text{obeskattade reserver}_t}{\text{aktiepris}_t \times \text{antal aktier}_t}$$

3.2.2 CF/P strategin

CF/P faktorn visar företagets fria kassaflöde vid årets slut som är möjligt att antingen dela ut som utdelning till ägare eller att återinvestera i nya projekt. För att vara analoga med tidigare studier använder vi oss av CF definierad som nettoresultat plus avskrivningar. Motivet till användandet av CF/P kvoten som mått för en klassificering beskrivs under E/P (punkt 3.2.3) faktorn nedan. Beräkningen av CF som nettovinsten plus avskrivningar görs enligt samma principer som (*LSV, 1993*).

$$CF/price = \frac{\text{nettovinst} + \text{avskrivningar}}{\text{antalet aktier}} \div \text{aktiens pris}$$

3.2.3 E/P strategin

E/P faktorn visar företagets vinst per aktie i förhållande till priset på aktien. Detta mått kan vara något missvisande då det är lättare att manipulera dessa siffror än kassaflödessiffror då avvikelser över perioder kan tillskrivas agency problemet. Ett lågt E/P värde förknippas med en högt värderad aktie och en låg förväntad tillväxt då varje enhet av vinst idag motsvarar ett aktiepris om $1/(E/P)$ (*LSV, 1993*). Detta kan demonstreras genom att använda sig av Gordons formel (*Damodaran, 2002*) både för CF/P värdet såväl som E/P värdet. (Gordons formel använt på CF ger $(\text{Nettovinst} + \text{avskrivningar}) / (\text{avkastning} - \text{förväntad tillväxt i CF})$, då den förväntade tillväxten är hög så ökar P, *ceteris paribus*, och CF/P kvoten blir mindre och symboliserar då en glamour aktie. Det samma gäller för E/P multipeln men då med tillväxten i nettovinst istället för tillväxt i kassaflöde. Dessa värden kan då användas som mått för beräkning av value- och glamouraktier.

$$E/price = \frac{\text{nettovinst}}{\text{antalet aktier}} \div \text{aktiens pris}$$

3.2.4 Div/P strategin

Div/P faktorn visar hur stor del direktavkastningen är av priset på aktien. I tider då aktiemarknadens trend är negativ är detta ett något säkrare alternativ till avkastning då företag ogärna sänker sin utdelning då detta kan tolkas som ett svaghetstecken av aktiemarknaden. Sverige har en stark industrisektor med bolag som kan betecknas med att tillväxten är relativt konstant och att utdelningarna är höga. Nystartade bolag och bolag i kraftig tillväxt kräver ofta att resultatet återinvesteras i rörelsen för att finansiera tillväxten. Jämfört med placeringar i obligationer och andra räntebärande papper har utdelningen även där en fördel. Utdelningen tenderar att växa över tiden något som inte räntan på värdepapper gör. Obligationspriset tenderar även det att vara mer volativ mot förändringar i ränteläget än vad utdelningen är under en förändring i konjunkturen. Detta gör en placering i aktier som har hög direktavkastning en tilltalande strategi (*Dreeman, 1998*).

$$Div / P = \frac{Utd_{t+1}}{aktiepris_t}$$

3.3 Formering av portföljer

De undersökta företagen placeras in i två portföljer, Portfölj Value och Portfölj Glamour, för var och en av de faktorer som modellen för portföljen visar. Portfölj PG motsvarar de företag som har lägst E/P, BE/ME, CF/P och Div/P faktor. Då dessa är de företag som är högst värderade enligt dessa multiplar benämner vi portföljen för glamour (*LSV, 1993*).

Proceduren följer sedan likadant tills två portföljer med de fem högst/lägst erhållna värdena på multiplarna erhållits. De undersökta företagens avkastning, dvs. skillnaden mellan föregående års pris (t_{-1}) och nuvarande års pris (t_1) samt återinvesterad eventuell utdelning, beräknas per den sista handelsdagen på året. Utfallet sorteras sedan in i de två olika portföljerna. Varje aktie i varje portfölj får samma vikt oavsett storlek. Portföljerna omviktas sedan varje år så att vid årets första handelsdag utgör värdet på var enskild aktie inom portföljen återigen 20 procent av portföljens totala värde. Oavsett utfallet i föregående års avkastning formeras alltså portföljerna enligt denna metod. Metoden möjliggör att en aktie år t kan vara i en valueportfölj för att sedan år $t+1$ ingå i en glamourportfölj. Detta görs för att beräkna avkastningen på portföljen i varje period. Slutligen kommer metoden att ge $1 \cdot 20 = 20$ årsvisa avkastningar.

Denna procedur upprepas med alla av de variabler som vi undersöker så att vi till slut har en value portfölj och en glamour portfölj för vardera BE/ME, CF/P, E/P och Div/P måttet.

3.4 Ägarförhållandens påverkan

Bolagen i vår undersökning kommer att klassificeras till att tillhöra en viss kategori. Klassificeringen görs utifrån en studie av bolagens ägarstrukturer. Koncentrationskvoten för den största ägaren har granskats i ett långsiktigt perspektiv (1984 - 2004) och i de fall vi anser att en tydlig ägare kan identifieras har denne placerats inom en viss klass. Uppstår tveksamheter undersöker vi hur eventuellt korsägande ser ut och vilka de övriga ägarna är. Vi kommer att se på hur styrelsen är sammansatt och till vilken utsträckning ägaren är representerad i styrelsen, samt vilka positioner i styrelsen som representanter för ägaren innehar. Information om hur ägaren själv ser på innehavet kommer också beaktats för att kunna göra indelningen så rättvis som möjligt.

Vi följer därefter hur bolagen placerar sig i vår undersökning och hur frekvent de placerar sig i antingen value- eller glamourportföljen. Vi vill konstruera en tabell som illustrerar hur ofta företagen anses lågt respektive högt värderade enligt varje faktor. En procentsats räknas fram genom att uteslutande låta företag från en klass utgöra en portfölj, och därefter se hur företagen i den portföljen värderas. Det är då slutligen frekvensen av låga respektive höga värderingar som ska indikera om ägandet har någon påverkan och om några mönster går att utläsa.

3.5 Insamling av data

Vi kommer att använda oss av historiska börskurser och utdelningar för de valda bolagen från databasen SixTrust. För att beräkna avkastningen på aktien har vi valt att, i samtliga fall förutom vid beräkningen av Div/P värdet, använda oss av ett värde där aktieutdelningen återinvesteras i aktien. Tidsperioden vi undersöker sträcker sig från 1985-01-01 – 2004-12-31.

De redovisningsdata som behövs för beräkning av vinster, eget kapital och kassaflöden kommer inhämtas från SixTrust. Eventuella luckor i informationen kommer att kompletteras genom undersökningar av kopior av de aktuella årsredovisningarna. I de fallen då finansiell- eller redovisningsdata helt fattas kommer interpolation användas för att få fram ett närmevärde för variablerna.

För att kunna inkludera uppgifter om praktisk användning av en contrarian strategi kommer vi att till analysen addera uppgifter hämtade från en intervju. Intervjun kommer att genomföras med Peter Juhnke, Portfolio Manager på Dunross & CO, en kapitalförvaltningsfirma i Göteborg.

3.6 Modell för värdering.

Värdering av strategin kommer att ske genom att avkastningen beräknas för alla portföljer som formerats för undersökningen. Avkastningarna jämförs sedan mellan value portföljen och glamour portföljen genom en subtraktion av value portföljens avkastning mot glamour portföljens, för att få fram den överavkastning som värdestrategin eventuellt genererar.

3.7 Validitet och reliabilitet

Validitet har att göra med till vilken utsträckning ett mätinstrument eller en modell mäter vad den är avsatt att mäta (*Cooper, Schindler, 2003*). Vidare ska instrumentet vara känsligt för fel, men dessa fel måste vara relevanta för undersökningen. Reliabilitet diskuterar den exakthet och precision som instrumentet levererar. Instrumentet ska alltså vara tillförlitligt och leverera exakta och precisa resultat över tid och under olika förhållanden. Avseende de kvantitativa undersökningarnas validitet har vi anledning att bedöma validiteten som god. Detta eftersom databasen Sixtrust bygger på företags publicerade årsredovisningar och Sverige har välutvecklade kontrollsystem för företags ekonomiska redovisning. Vår modell är allmänt vedertagen vid beräkningar inom contrarian investment forskningen och bör således ge en hög validitet.

Ett antal svårigheter vid inhämtandet av informationen bör beaktas i reliabilitets hänseende. SixTrust databasen innehåller missvisande data då händelser såsom av notering av ett visst aktieslag inte behandlats och justerats för. Dessa händelser kan vara direkt kraftigt påverkande såsom split eller nyemission. Dessa data har behandlats, enligt samråd med Sixs Henrik Nyström, på så sätt att effekterna utjämnats mot närmast verifierade datatidpunkt. Detta kan under begränsad tid medföra mindre fel i börsvärdet på företag. Då inga andra källor med högre reliabilitet fanns så godtogs detta närmevärde som faktiskt utfall i undersökningen.

Svårigheterna med inhämtandet av data har även medfört att vi i urvalet valt att inkludera företag som inte varit noterade under hela undersökningsperioden. Då ingen av dessa företag har gått i konkurs, vilket kunnat medföra en avsevärd påverkan på aktiekursen, godtar vi denna metod ur reliabilitets synpunkt.

4 Empiriska resultat

I detta avsnitt kommer vi att presentera resultatet från de empiriska undersökningarna. De fyra faktorer som undersökningen grundar sig i kommer var och en att presenteras tillsammans med utfallet för den aktuella faktorn. För att på ett praktiskt sätt visa portföljernas utveckling under vår tidshorisont delar vi upp undersökningen i tre perioder och avslutar med en sammanställning.

4.1 BM / BE

Resultaten nedan visar value- respektive glamourportföljernas utveckling under vår tidshorisont. Portföljerna är formerade utifrån ett framräknat BE/ME ratio (se punkt 3.2.1).

Tabell 4.1.1, BE/ME portföljernas utveckling 1985 - 1990

BE/ME	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Avkastning för året		56,29%	42,58%	-9,31%	102,59%	27,28%	-42,58%
Indexvärde på portfölj vid årets slut <u>Value</u>	100,00	156,29	222,83	202,10	409,43	521,14	299,24
Avkastning för året		48,61%	78,65%	25,25%	38,93%	36,34%	-40,43%
Indexvärde på portfölj vid årets slut <u>Glamour</u>	100,00	148,61	265,49	332,52	461,99	629,89	375,20

För undersökningens sex första år överträffar valueportföljerna glamour portföljerna i två år, 1985 och 1988. Den totala värdeökningen är högre för en portfölj inriktad mot glamouraktier än en portfölj bestående av valueaktier, 375 punkter mot 299 punkter. Noterbart är en mycket stark avkastning från Rottneros och Ericsson som bidrog till att valueportföljen 1988 ökade med hela 103 punkter.

Tabell 4.1.2, BE/ME portföljernas utveckling 1991 - 1996

BE/ME	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Avkastning för året	-6,10%	-18,85%	131,55%	11,27%	19,61%	60,90%
Indexvärde på portfölj vid årets slut <u>Value</u>	280,99	228,02	527,96	587,45	702,67	1 130,60
Avkastning för året	-45,92%	-16,53%	53,65%	37,77%	7,89%	63,51%
Indexvärde på portfölj vid årets slut <u>Glamour</u>	202,92	169,38	260,26	358,56	386,87	632,58

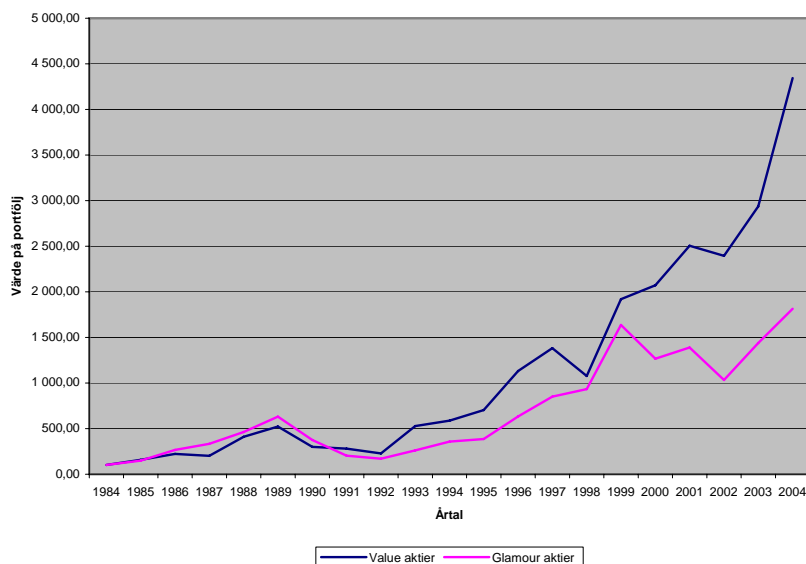
Under åren 1991 till 1996 genererar valueportföljen högre avkastning än glamourportföljen totalt sett. Värdet på den ursprungliga portföljen har vid utgången av 1996 ökat i värde med 1130 punkter för valueportföljen mot 633 punkter för glamourportföljen. Däremot presterar båda portföljerna bättre än sin motpart i tre år var. Den mycket starka värdeökningen för valueportföljen 1993 kan förklaras av avkastningarna för Wallenstam och Ratos, som båda översteg 200 punkter

Tabell 4.1.3, BE/ME portföljernas utveckling 1997 - 2004

BE/ME	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Avkastning för året	22,38%	-22,23%	78,30%	7,97%	20,89%	-4,41%	22,72%	47,83%
Indexvärde på portfölj vid årets slut								
<u>Value</u>	1 383,66	1 076,10	1 918,69	2 071,65	2 504,36	2 393,83	2 937,81	4 343,04
Avkastning för året	34,39%	9,59%	75,62%	-22,64%	9,71%	-25,63%	39,21%	26,13%
Indexvärde på portfölj vid årets slut								
<u>Glamour</u>	850,14	931,65	1 636,17	1 265,79	1 388,71	1 032,80	1 437,75	1 813,43

Under åren 1997 t.o.m. 2004 visar valueportföljerna bättre avkastning än glamourportföljerna i fem av de åtta åren. Den totala värdeökningen slutar år 2004 på 4343 punkter mot 1813 punkter för glamour.

Diagram 4.1.1, BE/ME portföljerna grafiskt



Diagrammet ovan visar valueportföljens utveckling i förhållande till glamourportföljen för BE/ME strategin.

Sammanfattningsvis, för BE/ME faktorn överpresterar valueportföljen glamourportföljen 2,4 ggr. Detta är en väsentligt mindre skillnad än vad E/P (3,2 ggr) och CF/P (3,0 ggr) visar. Till skillnad från *Doeswijk, (1997)* så överträffar inte valueportföljen formerad enligt BE/ME den formerad enligt CF/P.

4.2 E/P

Resultaten nedan visar value- respektive glamourportföljernas utveckling under vår tidshorisont. Portföljerna är formerade utifrån ett framräknat E/P ratio (se punkt 3.2.2)

Tabell 4.2.1, E/P portföljernas utveckling 1985 - 1990

E/P	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Avkastning för året		105,67%	41,05%	-9,28%	77,87%	39,19%	-34,16%
Indexvärde på portfölj vid årets slut							
<u>Value</u>	100,00	205,67	290,09	263,16	468,10	651,54	428,95
Avkastning för året		53,07%	60,13%	29,38%	44,12%	30,60%	-37,70%
Indexvärde på portfölj vid årets slut							
<u>Glamour</u>	100,00	153,07	245,12	317,14	457,07	596,92	371,88

För undersökningens sex första år överträffar valueportföljen glamourportföljen i fyra ut av de sex åren.

Tabell 4.2.2, E/P portföljernas utveckling 1991 - 1996

E/P	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Avkastning för året	24,08%	-1,50%	74,87%	4,07%	13,07%	48,58%
Indexvärde på portfölj vid årets slut						
<u>Value</u>	532,25	524,28	916,83	954,18	1 078,90	1 602,98
Avkastning för året	-24,95%	-29,80%	175,64%	36,59%	-3,39%	39,61%
Indexvärde på portfölj vid årets slut						
<u>Glamour</u>	279,09	195,92	540,03	737,62	712,59	994,86

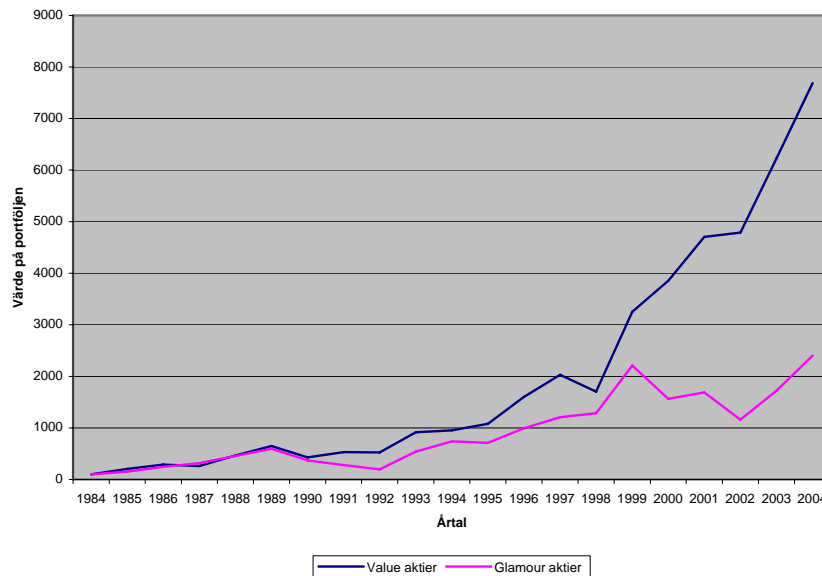
Under åren 1991 t.o.m. 1996 genererar valueportföljen en högre avkastning under alla år förutom 1993 och 1994. Den totala värdeökningen av portföljerna är i slutet av 1996 1603 punkter respektive 995 punkter. Glamour portföljen visar dock en stor värdeökning under 1993 då portföljen närmast tredubblade sitt värde. Till stor del beror denna onormala avkastning på Ratos, Wallenstam och Rottneros som samtliga avkastade mer än 200 procent under året.

Tabell 4.2.3, E/P portföljens utveckling 1997 - 2004

E/P	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Avkastning för året	26,65%	-16,06%	90,87%	18,52%	22,01%	1,81%	30,10%	23,39%
Indexvärde på portfölj vid årets slut								
<u>Value</u>	2 030,14	1 704,08	3 252,59	3 854,96	4 703,48	4 788,69	6 230,25	7 687,49
Avkastning för året	21,50%	6,37%	71,85%	-29,20%	7,95%	-31,14%	48,18%	39,45%
Indexvärde på portfölj vid årets slut								
<u>Glamour</u>	1 208,73	1 285,68	2 209,42	1 564,35	1 688,77	1 162,92	1 723,21	2 402,99

Under åren 1997 t o m 2004 genererar valueportföljen en högre avkastning under fem av åtta år. Den totala värdeökningen av portföljerna är i slutet av 2004 7687 punkter för valueportföljen och 2403 punkter för glamourportföljen. Under perioden är det valueportföljen som ökat mest i värde.

Diagram 4.2.1, E/P portföljerna grafiskt



Diagrammet ovan visar valueportföljens utveckling i förhållande till glamourportföljen för E/P strategin.

Basu, (1977) visar att ett lågt P/E värde (hög E/P kvot) har över tid en positiv inverkan på portföljens avkastning. Skillnaderna mellan aktier med högt och lågt E/P konvergerar över tiden och avkastningen är därför högre hos aktier med högt E/P värde. I likhet med Basu, (1977) finner också vi att valueportföljen med aktier med högt E/P värde överträffar glamourportföljen. Detta sker under 13 av de 20 studerade åren. Totalt sett så överträffas avkastningen i glamourportföljen 3,2 ggr under 20-års perioden.

4.3 CF/P

Resultaten nedan visar value- respektive glamourportföljernas utveckling under vår tidshorisont. Portföljerna är formerade utifrån ett framräknat CF/P ratio.

Tabell 4.3.1, CF/P portföljens utveckling 1985 - 1990

CF/P	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Avkastning för året		75,59%	40,41%	-14,72%	77,87%	24,07%	-40,37%
Indexvärde på portfölj vid årets slut							
<u>Value</u>	100,00	175,59	246,55	210,25	373,98	463,99	276,68
Avkastning för året		41,78%	60,13%	29,38%	38,93%	40,22%	-39,35%
Indexvärde på portfölj vid årets slut							
<u>Glamour</u>	100,00	141,78	227,03	293,74	408,10	572,25	347,08

Under åren 1984 t.o.m. 1990 genererar glamourportföljen klart bättre avkastning än valueportföljen. Valueportföljen underpresterar gentemot glamourportföljen i fyra av de sex åren, och den totala värdeökningen är 347 punkter för glamourportföljen mot 277 för valueportföljen.

Tabell 4.3.2, CF/P portföljens utveckling 1991 - 1996

CF/P	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Avkastning för året	21,33%	4,80%	64,26%	21,82%	15,17%	43,30%
Indexvärde på portfölj vid årets slut						
<u>Value</u>	335,71	351,83	577,90	704,02	810,79	1 161,85
Avkastning för året	-37,46%	-39,38%	162,80%	29,61%	-9,96%	63,80%
Indexvärde på portfölj vid årets slut						
<u>Glamour</u>	217,05	131,58	345,81	448,19	403,57	661,06

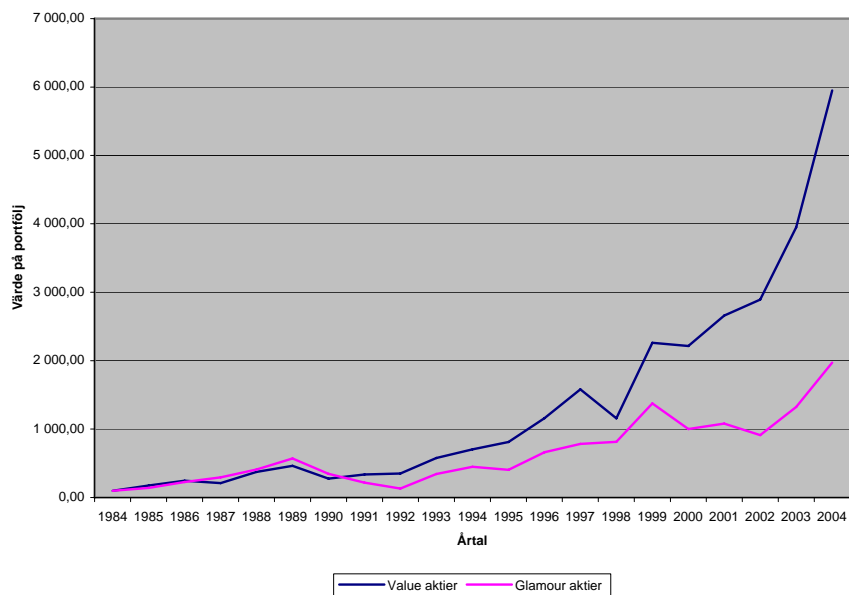
I tre av de sex åren 91 – 96 presterar valueportföljen bättre än glamour portföljen. En enorm ökning i avkastning hos Ratos, Rottneros och Wallenstam 1993 gör att glamour portföljens avkastning det året uppgår till hela 163 procent. Valueportföljen har ökat 1162 punkter vid utgången av 1996 mot 661 punkter för glamour portföljen.

Tabell 4.3.3, CF/P portföljens utveckling 1997 - 2004

CF/P	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Avkastning för året	36,19%	-26,75%	95,29%	-2,14%	20,04%	,885%	36,44%	50,63%
Indexvärde på portfölj vid årets slut								
<u>Value</u>	1 582,31	1 159,08	2 263,54	2 215,20	2 659,07	2 894,53	3 949,18	5 948,47
Avkastning för året	18,66%	3,60%	69,44%	-27,34%	8,07%	-15,56%	45,03%	48,92%
Indexvärde på portfölj vid årets slut								
<u>Glamour</u>	784,44	812,65	1 377,00	1 000,49	1 081,27	913,02	1 324,19	1 972,04

Den totala värdeökningen för valueportföljen slutar med en ökning av 5948 punkter, mot 1972 punkter för glamourportföljen. Under de avslutande åren 1997 t o m 2004 överträffar valueportföljen glamourportföljen i sex av de åtta åren.

Diagram 4.3.1, CF/P portföljerna grafiskt



Diagrammet ovan visar valueportföljens utveckling i förhållande till glamourportföljen för CF/P strategin.

I enlighet med Gordons formel så söker en contrarian investerare aktier som har ett högt CF/P värde. I vår undersökning så överträffar value-, glamourportföljen med i genomsnitt 6,59 procent årligen (22,665% vs 16,077%). Denna överavkastning hos valueportföljen ger under undersökningshorisonten en avkastning om ca 59 ggr mot glamour portföljen som endast ökar i värde 20 ggr.

4.4 Div/P

Resultaten nedan visar value- respektive glamour portföljernas utveckling under vår tidshorisont. Portföljerna är formerade utifrån ett framräknat Div/P ratio.

Tabell 4.4.1, Div/P portföljens utveckling 1985 - 1990

DIV/P	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Avkastning för året		46,66%	42,53%	-15,52%	77,86%	38,47%	-40,73%
Indexvärde på portfölj vid årets slut							
<u>Value</u>	100,00	146,66	209,03	176,58	314,07	434,89	257,77
Avkastning för året		1,96%	93,53%	7,67%	31,21%	19,83%	-39,35%
Indexvärde på portfölj vid årets slut							
<u>Glamour</u>	100,00	101,96	197,32	212,45	278,76	334,03	202,60

Valuestrategin baserat på direktavkastningens del av aktiepriset har under perioden överträffat glamourstrategin i fyra av sex år. Dock är skillnaden totalt sett inte stor då slutvärdet för portföljerna 1990 var 258 respektive 203 punkter.

Tabell 4.4.2, Div/P portföljens utveckling 1991 - 1996

DIV/P	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Avkastning för året	21,33%	-28,23%	75,75%	12,44%	13,68%	58,92%
Indexvärde på portfölj vid årets slut						
<u>Value</u>	312,77	224,48	394,53	443,61	504,31	801,48
Avkastning för året	-45,92%	9,55%	44,40%	32,99%	-4,89%	36,50%
Indexvärde på portfölj vid årets slut						
<u>Glamour</u>	109,57	120,03	173,32	230,50	219,24	299,26

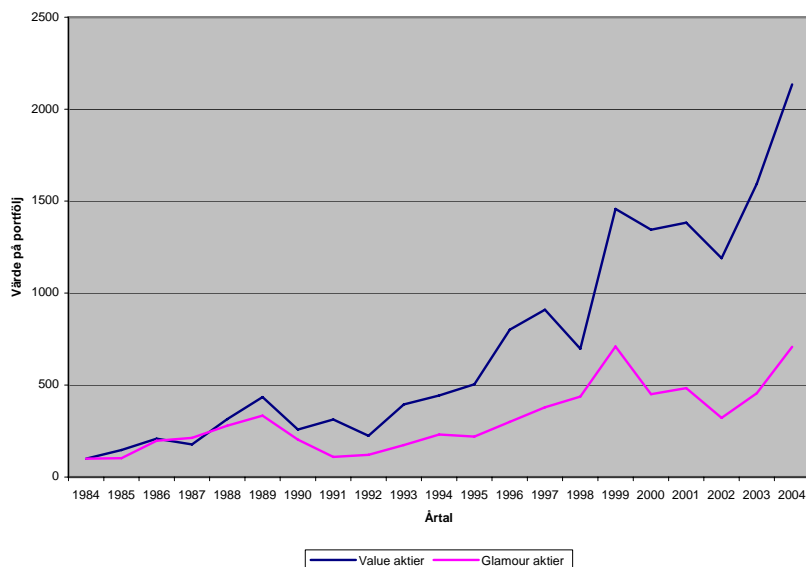
Under fyra av de sex åren överträffar återigen valuestrategin sin motpart. Värdet på valuestrategin är vid periodens utgång 801 punkter och glamour strategin 299 punkter.

Tabell 4.4.3, Div/P portföljens utveckling 1997 - 2004

DIV/P	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Avkastning för året	13,56%	-23,38%	109,01%	-7,76%	2,84%	-13,92%	33,96%	33,87%
Indexvärde på portfölj vid årets slut								
<u>Value</u>	910,16	697,33	1 457,53	1 344,42	1 382,61	1 190,13	1 594,35	2 134,28
Avkastning för året	26,60%	15,35%	62,29%	-36,56%	7,48%	-33,43%	41,53%	55,36%
Indexvärde på portfölj vid årets slut								
<u>Glamour</u>	378,87	437,02	709,23	449,96	483,64	321,96	455,69	707,94

Under denna period så överträffar glamour- valustrategin vid sex av åtta observationer. Skillnaderna är dock inte så stora att glamour strategin totalt sett överträffar value strategin. Vid testperiodens utgång så stannar valustrategin på 2134 punkter mot 708 punkter för glamour strategin.

Diagram 4.4.1, Div/P portföljerna grafiskt



Diagrammet ovan visar valueportföljens utveckling i förhållande till glamourportföljen för Div/P strategin.

En investerare som söker en investeringsmöjlighet enligt contrarian strategin söker efter en aktie som har en hög utdelning jämfört med aktiepriset. Dessa aktier ger möjlighet att i sämre tider ha en god avkastningsgrund att stå på (Dreeman, 1998). I motsats till detta kan dock ett bolag som delar ut en stor del av sin vinst visa brist på initiativförmåga och nya investeringsmöjligheter (Damodaran, 2002). På Stockholmsbörsen såväl som vår undersökning dominerar gamla kapitalintensiva företag. Dessa företag har inte samma tillväxttakt och kräver således inte lika mycket nytt kapital till sina nya projekt som nystartade företag med hög tillväxttakt. Detta gör att dessa företag kan dela ut en större del av sin vinst till sina aktieägare utan att försaka några investeringsmöjligheter (Dreeman, 1998).

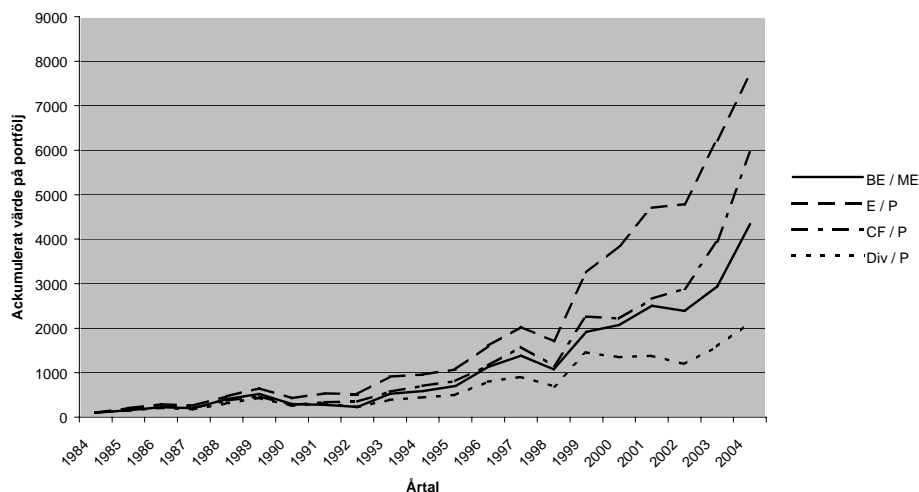
I vår undersökning så överträffar valueportföljen (16,537%) glamourportföljen (10,281%) med i genomsnitt 6,26% per år under perioden.

4.5 Sammanfattning och jämförelse av det empiriska materialet

Att notera av resultatet är att avkastningen av E/P och CF/P båda överstiger den avkastningen som uppnås genom BE/ME metoden. Detta resultat strider mot de resultat som Doeswijk, 1997 såg på den holländska marknaden. Däremot korrelerar våra resultat bättre beträffande att

CF/P måttet ger en sämre överavkastning än E/P måttet. Detta strider dock mot de resultat som *LSV, 1993* hittade på den amerikanska marknaden, där CF/P gav en högre överavkastning än E/P. Detta förklarades med att kassaflöde är ett renare mått än nettovinst då nettovinsten enklare manipuleras i företag för att visa den bild av företaget som ledningen önskar. I enlighet med *LSV (1993)* och *Doeswijk (1997)* är Div/P det mått som ger sämst överavkastning i undersökningen.

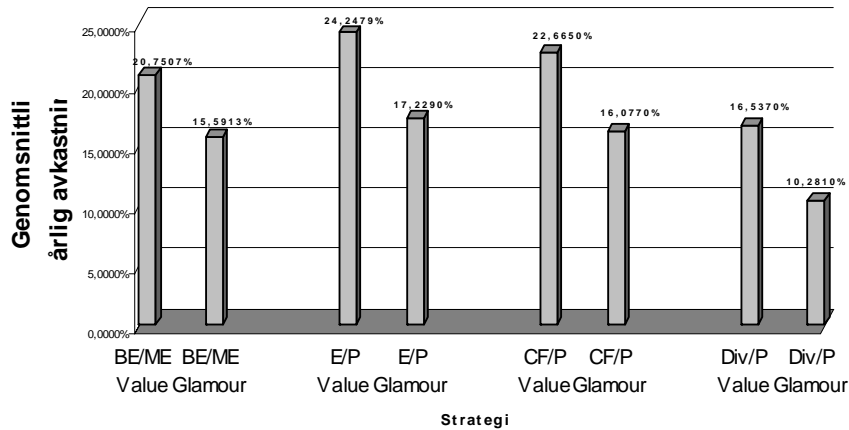
Diagram 4.5.1, Jämförelse av valueportföljernas utveckling grafiskt visat



Diagrammet ovan visar valueportföljernas utveckling för de fyra olika strategierna.

Gemensamt för alla fyra strategier är att utvecklingen under senare delen av 90-talet och under 2000-talet har medgivit ett kraftigt uppsving av den årliga avkastningen. Skillnaderna mellan value- och glamour portföljerna ökar även de under denna period.

Diagram 4.5.2, Årlig genomsnittlig avkastning för samtliga multiplar



Diagrammet ovan visar procentuell genomsnittlig årlig avkastning för samtliga formerade portföljer för undersökningsperioden.

4.6 Corporate governance i Sverige

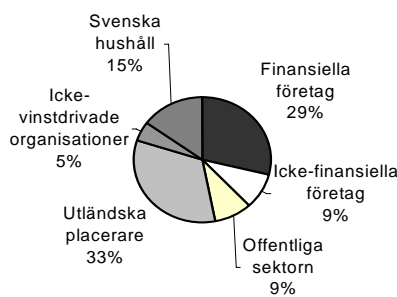
Aktiehandeln i Sverige sker nästan uteslutande över Stockholmsbörsen och det är via börsens ca 70 medlemmar som handeln sker. Medlemmar är svenska värdepappersinstitut, kreditinstitut och s.k. fjärrmedlemmar, som är svenska företag i utlandet som bedriver börshandel i Sverige. Vid utgången av 2004 var 277 bolag noterade på Stockholmsbörsen. Noterade bolag finns på antingen A-listan eller O-listan. Det finns vissa skillnader i vad som krävs för notering på respektive listor, men generellt kan sägas att kraven är hårdare och bolagen större på A-listan. Omsättningen i handeln på Stockholmsbörsen uppgick till ca 3 390 miljarder kronor under 2004. (*Riksbanken, 2005*)

Tabell 4.6.1, De tio mest aktiva medlemmarna på Stockholmsbörsen 2004

Börsmedlem	Omsättning		Kontrakt	
	(Mdr)	%	(tusental)	%
Enskilda Securities	567	11,4	2026	10,2
Carnegie Investment Bank AB	438	8,8	915	4,6
Fischer Partners Fondkommission AB	376	7,5	1575	8
Svenska Handelsbanken AB	303	6,1	803	4,1
Morgan Stanley & Co. International Ltd.	282	5,7	1179	6
Hagströmer & Qviberg Fondkom. AB	277	5,5	680	3,4
Kaupting Bank Sverige AB	220	4,4	503	2,5
Nordea Bank AB (publ)	220	4,4	1270	6,4
FöreningsSparbanken AB	218	4,4	811	4,1
NeoNet Securities AB	194	3,9	1428	7,2
Summa 1-10	3095	62	11190	56,5
Total omsättning	4994		19805	

(Den Svenska Finansmarknaden, 2005)

Figur 4.6.2, Stockholmsbörsens ägande



(Den Svenska Finansmarknaden, 2005)

4.7 Ägande

”Det påverkar mig i högsta grad. Det finns säkert ett trettiotal företag på Stockholmsbörsen som jag skulle kunna tänka mig att bli storägare i, men det är meningslöst när det finns en röststark ägare som kan driva bolaget lite som han eller hon vill utan att avsättas.”

Mats Qviberg, VD Öresund, i Affärsvärlden 2003-03-03 på frågan om hur aktier med olika röstvärde påverkar honom som ägare.

Aktieägandet i Sverige illustreras i Figur 4.6.2 (s.35). Vid årsskiftet 04/05 uppgick det totala börsvärdet till ca 2 700 miljarder kronor (Riksbanken, 2005). Av figuren ovan syns det tydligt

att ägandet är spritt på flera inhemska aktörer, samtidigt som flera utländska placerare är aktiva på den svenska aktiemarknaden. De utländska placerarna har i takt med börsens nedgång under början av 2000-talet sålt av innehav efter att år 2000 representerat hela 39 procent av den svenska aktiemarknaden (*LO, 2001*). Dock bör det påpekas att en väldigt stor del av det utländska ägandet finns i ett fåtal företag, däribland Ericsson där utländska ägare vid slutet av 2004 stod för 34 procent av kapitalet. (*Sundqvist, Fristedt, 2004*) Utländska ägare innehar också större andel kapital i Sverige än röster, och således minskar inflytandet (*LO, 2001*).

Bland de inhemska aktörerna syns bankerna och institutioner tydligt. Med en institution menas de finansiella aktörer som förvaltar andras kapital, exempelvis aktiefonder, pensionsfonder, Allmänna Pensions fonder, försäkringsbolag och stiftelser. Dessa institutioners roll på aktiemarknaden har ökat i takt med ökat fond- och försäkringsparande. Vid en genomgång av Sverige största aktieägare framgår det tydligt att pensionsförvaltare innehar betydande poster i svenska börsbolag.

Tabell 4.7.1, Stockholmsbörsens största enskilda ägare, förändring

	1991	Mdr SEK	2003	Mdr SEK
Wallenbergs investmentföretag		30	Svenska Staten	112
SPP inkl AMF		26,3	Robur fonder	63,3
Volvo		21	Persson Stefan med familj & bolag	51,9
Fjärde AP-fonden		16,7	Investor	49,1
Trygg-Hansa		16,4	Alecta	43,4
Skandia		16,1	AMF Pension	40,8
Sparbankernas aktiefonder		15,5	SEB fonder	36,4
Fortia (Staten)		14,1	Nordea Fonder	35,1
Skanska		10	Finska Staten	34,3
Custos		9,3	SHB/SPP fonder	31,6

Tabellen ovan visar andelar för Stockholmsbörsens tio största ägare åren 1991 samt 2003. Fondbolagens stora ägarandelar bör noteras. (*Sundqvist, Sundin, 1991*) och (*Sundqvist, Fristedt, 2003*)

4.8 Corporate governance

Bolagen i undersökning visar sig också aktivt använda sig av systemet med olika rösträtt. En klar majoritet av bolagen använder sig av olika aktier och därigenom skiljer sig kapital andelen mot andelen röster. I vår undersökning framgår det tydligt att A-aktier ofta innehas av ägare som söker kontroll i bolagen, efter som röstvärdet för A-aktier är högre än för t.ex. B-aktier.

Vi ser också skillnader i hur ägandet utövas i bolagen. Stora institutioner söker inte lika stora poster som exempelvis vissa investmentbolag. Institutionerna söker inte heller styrelseposter i samma utsträckning som privata förvaltare. Privata investment bolag däremot söker större poster och vill utnyttja ägarskapet på ett mer aktivt sätt. Både Investor (www.investor.se) och Industrivärden (www.industrivarden.se) beskriver i sin respektive ägarpolicy att de ämnar ta styrelseplatser, ofta som styrelsens ordförande, i de bolag de investerar i. Enligt *Bengtsson (2005)* är styrelseplatser ett sällsynt fenomen bland institutioner, och t.o.m. att delta på bolagstämmor kan tillhöra ovanligheterna. På sin höjd tar institutionen en plats i nomineringskommittén. Anledningarna för detta som *Bengtsson, 2005* identifierar är framförallt risken för att bli insider och på så sätt begränsa möjligheten till handel i bolagen. Vidare tar det mycket tid i anspråk och det är kostsamt.

Isaksson och Skog (1991) hävdar att det inte finns något samband mellan ägarekategorier och bolagens effektivitet, men de är också noga med att påpeka att det är svårt att finna metoder som på ett effektivt sätt skulle fånga eventuella samband.

4.9 Bolagens uppträdande i undersökningen

De bolag (se appendix 8.1) som utgör basen för portföljsammansättningen har klassificerats till en av följande kategorier:

Tabell 4.8.1, Klassificering efter ägande

Wallenbergfären	Handelsbankfären	Annan privat ägare	Utan en tydlig ägare
Atlas Copco	Holmen	Brio	Volvo
Electrolux	Sandvik	Esselte	JM
Gambro	SCA	Hexagon	Rottneros
Ericsson	Lundbergs	HM	
	Skanska	Höganäs	
		Ratos	
		Spendrups	
		Strålfors	
		Trelleborg	
		Wallenstam	

I tabellen ovan har vi klassificerat företagen till olika kategorier efter dess ägande, med fokus på kontroll. Vi har två huvudsakliga ägarsfärer, Wallenberg och Handelsbanken. Därefter finns företag med en annan stark kontrollägare. I den sista kolumnen listas de företag vi inte bedömer ha en stark ägare som har kontroll i bolaget, de s.k. ägarlösa bolagen.

Tabell 4.8.2, Frekvens av låg resp. hög värdering för resp. multipel

	BE / ME		CF / p		E / p		Div / p	
	Lågt	Högt	Lågt	Högt	Lågt	Högt	Lågt	Högt
Wallenbergfären	20%	6,70%	30%	8,30%	28%	8,30%	26%	16%
Handelsbankensfären	23%	16%	19%	20%	26%	15%	20%	13%
Annan privat ägare	20%	32%	25%	23%	20%	26%	20%	26%
Ingen tydlig ägare	36%	28%	24%	34%	18%	34%	25%	25%

I tabellen ovan visas hur företagen i de olika klasserna har värderats under vår undersökning, genom frekvensen av hög resp. låg värdering.

5 Analys

I detta avsnitt kommer vi att diskutera de resultat som undersökningen resulterat i. Resultatet kommer att ställas mot resultat från tidigare forskning inom området, samt de observationer som gjorts under intervju med Peter Juhnke, DUNROSS & CO.

5.1 Analys av resultaten från portföljsammansättningen

5.1.1 Analys av resultaten för BE/ME

Resultaten visar att det finns stora belägg för att hävda att en contrarian investment strategi, baserad på hur bolagets börsvärde är i förhållande till det egna kapitalets värde, är en fungerande strategi som ger en positiv onormal avkastning. I Sverige är äldre börsnoterade bolag ofta kopplade till verkstadsindustrin eller skogsindustrin. Vi drar slutsatsen att företag inom dessa sektorer till stor utsträckning värderas efter dess aktuella tillgångar. I skogsindustrin är dessa tillgångar ofta reala tillgångar, t.ex. skog och producerande anläggningstillgångar. Då den enda tillväxtfaktorn som vi kan se inom skogindustrin är efterfrågan på skogrelaterade produkter finns enligt oss en begränsad tillväxtpotential. Således blir en värdering av företagen enligt Gordons formel (se punkt 3.2.3) konservativ och närmar sig värdet på det egna kapitalet. Det visar sig även vid närmare granskning av valueportföljen att den ofta innehåller Ratios, innehåller 46 % av investerat kapital i industri (www.ratos.se), Rottneros och Volvo som också tillhör en av dessa två sektorer. En konservativ värdering gör dock att de i större utsträckning befinner sig i vår definierade valueportfölj och således är avkastningen för denna portfölj, på lång sikt, kraftigt överensstämmande med indexutvecklingen inom dessa två industrier.

Vid formering av portföljer måste redovisningsregler gällande immateriella tillgångars värdering beaktas, något som kan skapa problem. Vi har p.g.a. av detta valt att inte inkludera några finans- eller försäkringsbolag i vår studie, då dessa anammar redovisningsregler som gör att de inte är jämförbara på samma villkor som de andra bolagen i undersökningen. En annan aspekt är kostnadsföring av sådana utgifter som i framtiden förväntas ge en tillväxt i företaget, men som under gällande regler inte aktiveras. Kostnader för t.ex. forskning och utveckling, FoU, kan ge en snedvridning av BE/ME värdet. Ett lågt BE kan ha sin grund i kraftiga investeringar i FoU, som på sikt kommer att ge hög avkastning och därmed tillväxt i BE. Bolag med stora sådana kostnader är t.ex. läkemedelsföretag. Det enda företaget som passar in på denna beskrivning är i vårt fall Gambro. Gambro kan således teoretiskt sett ha ett högre BE värde och således även en högre BE/ME kvot. Detta skulle kunna leda till att portföljformeringen sett annorlunda ut.

Det kan dras paralleller mellan de resultat som *LSV, 1993, Doeswijk, 1997* och *Hamberg Novak, 2005* nått i sina respektive studier, som alla kraftigt påvisar att det finns en möjlighet

till onormala överavkastningar, och de resultat vi har nått för vår population. De ovan nämnda studierna har dock gjorts på mycket större populationer och i *Hamberg Novak, 2005* och *Doeswijk, 1997*'s fall så inkluderas alla noterade bolag på respektive lands huvudbörser. Detta kan enligt oss leda till att avkastningen i vår undersökning är en aning i underkant då vår undersökning i stor utsträckning belyser avkastningsmöjligheterna för investering i stora bolag. Resonemanget om att resultatet visar en lägre avkastning än vad som är möjligt genom en större population förstärks genom *Malkiel, 2003* resultat som visar att små bolag i USA har haft en högre aktieavkastning än de stora bolagens aktieavkastning.

Vår bedömning är slutligen att även om vi använder oss av en begränsad population och endast undersöker de äldsta och mest bevakade företagen, så är det möjligt att uppnå överavkastningar om fundamental värdering enligt BE/ME metoden används.

5.1.2 Analys av resultaten för E/P

I vår studie så uppvisar E/P portföljen med valueaktier, undersökningens högsta avkastning. Portföljen avkastar i genomsnitt 24,2 procent årligen och överträffar glamour portföljens 17,23 procent med 7 procent. Att portföljen är den som avkastar bäst är helt i linje med de resultat som *Doeswijk, 1997* erhöll på den holländska marknaden. Detta strider dock mot vår ursprungliga teori om att kassaflöde är ett bättre underlag för investeringsbeslut. *Brouwer, Van der Put och Veld's, 1996* undersökning visar dock att E/P ger en betydligt sämre avkastning än CF/P.

Avkastningen enligt E/P metoden, är den som ger högst avkastning enligt de fyra undersökta metoderna. En hög avkastning enligt denna portföljsammansättning stämmer till stor del överens med de slutsatser som *Basu, 1977* drar i sin studie. *Basu, 1997*'s studie visar på att företag med lågt P/E värde, vilket motsvaras av högt inverterat E/P värde, över tiden ger en högre avkastning än företag med högt P/E tal. Som förklaring till detta kan vi hänvisa till *Graham, 1959*'s argument om att en fundamental onormal värdering av ett företag rättar till sig inom 2,5 år. Detta betyder att företagens P/E tal så småningom bör konvergera och med detta följer att företag med lågt P/E tal skall erhålla en högre avkastning för att konvergens skall uppnås.

En användning av E/P som mått på en investeringsmöjlighet är också enligt oss ett relativt lätt sätt för investerare att jämföra olika företag. Den enda information som behövs är aktuell börskurs och resultat, något som ofta finns tillgängligt för allmänheten. På detta sätt kan investeringar ske i de företagen med högt E/P värde och utträde ur placeringar med lågt E/P värde göras. Investeringens avkastning blir en självuppfyllande profetia då aktiens ökade köptryck driver upp aktiepriset och därmed också avkastningen. Vi ställer oss dock något tveksamma till idén om att använda nettovinst som ett värderingsbegrepp då detta är lättare att

manipulera för företaget än t ex kassaflödet. Företagen kan internt ha ett agency problem då ledningen har andra mål än aktieägarna (*Damodaran, 2002*) och därför speglar inte vinsten i bolaget den långverkande effekten för bolaget. En markant skillnad är dock sannolikt inte uppnåbar under längre sikt men kan ändå ha inverkan på vårt resultat.

5.1.3 *Analys av resultaten för CF/P*

Resultaten för metoden CF/P uppvisar likheter med resultaten för E/P. Dock så blir skillnaderna metoderna emellan relativt stora över tiden. CF betraktas allmänt som ett bättre mått på hur en verksamhet bedrivs då olika former av avsättningar och under/överavskrivningar bortses från. Kassaflödet är även det som ger ett företag styrka i sämre tider och är på så sätt ett grundläggande mått på hur väl företaget kan hantera kriser. Då företagen i vår undersökning i genomsnitt har stora anläggningstillgångar och i vissa fall även immateriella tillgångar som skrivs av, skiljer sig utfallet mellan CF/P och E/P.

Brouwer, Van der Put och Veld, 1996 visar dock att CF/P är en överlägsen metod i contrarian investment. I enlighet med de resultat som *Doeswijk, 1997* observerar så överträffar en investerings strategi baserat på E/P en strategi baserat på CF/P.

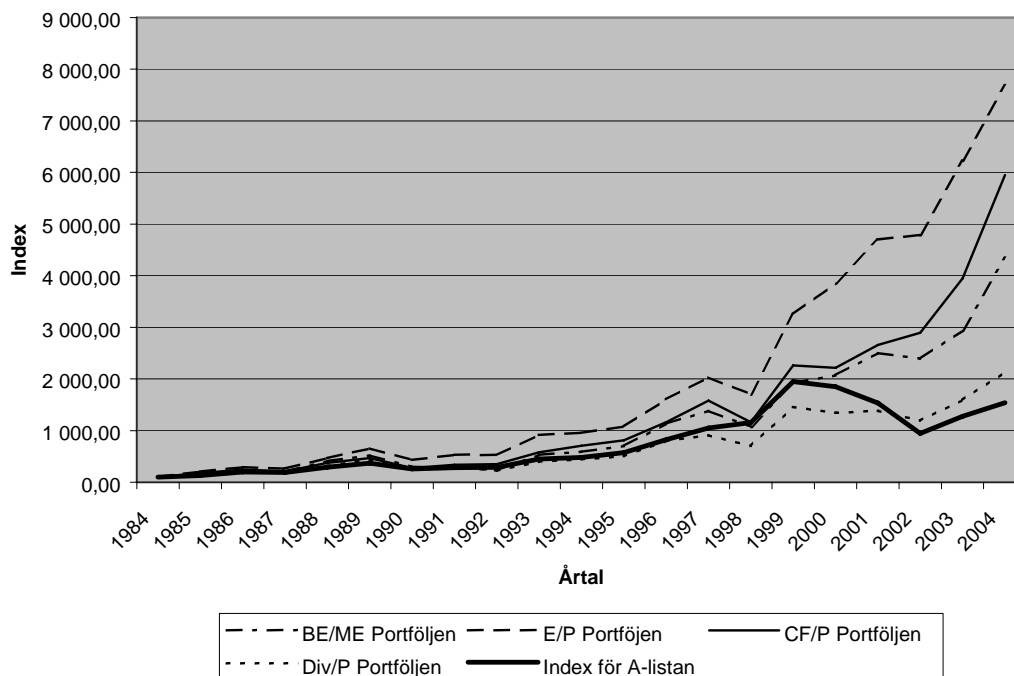
5.1.4 *Analys av resultaten för Div/P*

Denna strategi har som grundtes att de aktier som har hög avkastning räknas till value aktier. En aktie som avkastar en stor del av sin vinst till aktieägarna kan uppfattas som ett företag som saknar investeringsmöjligheter och därför återför kapitalet till ägarna. Förmågan att växa för företaget eroderas då och bör reflekteras i aktiepriset. Metoden motsätter sig på så sätt de andra metoderna något. CF/P och E/P ger båda intrycket att en value aktie är en aktie som är fundamentalt välmående och har goda utsikter för framtiden. Div/P ger dock intrycket att företaget inte kommer att nå någon högre tillväxt. Samtidigt är företag som har liten eller noll utdelning ofta ett företag under stark tillväxt men också med osäker framtid. Det är på detta sätt ingen överraskning för oss att denna metod ger en lägre avkastning än de övriga metoderna både i value- och glamourportföljen. En portfölj bestående av företag med modest utdelning och bra investeringsalternativ bör vara en bättre placering än de båda portföljerna.

En investering i dessa aktier kan dock vara en säker investering då den relativt höga utdelningen alltid erhålls. Företag är också generellt sett obenägna att minska utdelningen jämfört med föregående år. Följs detta argument dras slutsatsen att i sämre börsår så bör avkastningen på de företag som utdelar en högre procentuell andel av priset klara sig bättre.

5.1.5 Sammanfattning av strategierna

Sammanfattningsvis tolkar vi våra fynd så att det går att erhålla en onormal överavkastning på den svenska aktiemarknaden. Resultaten skiljer sig åt beroende på vilket nyckeltal som används i undersökningen. Avkastningen på valueportföljen överstiger dock glamour portföljen för alla fyra metoderna. Vi anser att en jämförelse med glamourportföljen blir något missvisande då jämförelsen sker genom att ställa en extrem mot en annan. För att ge en mer rättvis bild har vi valt att jämföra resultatet i undersökningen mot det index som bäst stämmer överens med undersökningspopulationen. Vi har således valt att använda oss av Six index SIXRXA. Indexet motsvarar Stockholmsbörsens A-lista där bolagens utdelning återinvesteras. Vi anser att detta är det index som bäst harmoniserar med vår undersökning. SIXRXA har under åren 1985 – 2004 haft en årlig genomsnittlig avkastning på 14,66 procent. Samtliga undersökta valueportföljer genererar en högre avkastning än detta index. Skillnaden sträcker sig från 1,9 för Div/P till 9,6 procent för E/P metoden. Vi accepterar således vår hypotes om att en contrarian portfölj genererar högre avkastning än både marknadsportföljen och glamour portföljen.



Vidare anser vi oss kunna acceptera hypotes två; Vi anser oss finna lönsamma aktieplaceringar genom att studera bolagens fundamentala data. Beroende på vilken strategi som används varierar resultaten men med tydlighet visas att fundamentalt lågt värderade bolag har en högre avkastning än de mer upphaussade aktierna. Från intervju med Peter Juhnke drar vi dock slutsatsen att fundamental analys bör göras oerhört mycket mer

genomgående och omfattande än vad som gjort i denna undersökning. Framförallt bör företagets skuldsida analyseras, något som inte gjorts i denna uppsats.

Vi drar vidare slutsatsen att personliga egenskaper är ett väsentligt moment av aktiehandel. Vi observerar vissa år enorma kursförändringar, som sedan justeras mot mer normala nivåer. Dessa förändringar identifierar vi som marknadens överreaktioner till olika händelser och för att framgångsrikt utöva en contrarian strategi anser vi, baserat på våra resultat, att placeraren bör vara konsekvent i sitt val av strategi. Därför blir placerarens personliga egenskaper en kritisk faktor. Peter Juhnke instämmer och betonar individens egenskaper beträffande avslut av affärer och att fundamentala analyser absolut inte är en analysmodell för den som vill göra affärer på kort sikt.

De resultat vi uppnått kan också analyseras med hänsyn till teorin om effektiva marknader. Detta leder till att vi avslår hypotes 3; *"Aktiemarknaden är effektiv och historisk data kan inte användas för att generera överavkastning."* Vi finner överavkastning baserat på företagens finansiella data och anser oss finna fel prissatta aktier i bolagen. Detta betyder att all information inte reflekteras i aktiens pris, och således är marknaden inte effektiv i stark form.

5.2 Analys av ägarförhållandens påverkan

Vår undersökning av ägarförhållandenas påverkan har enligt oss inte resulterat i något som indikerar att en viss sfär eller ägares bolag kontinuerligt uppträder annorlunda. Vi kan inte finna några bevis för att just en viss ägarstruktur i ett långsiktigt perspektiv skulle påverka utfallet av en contrarian strategi. Vi anser inte att det går att identifiera några samband mellan en viss ägares kontroll och bolagens värdering. De eventuella mönster vi finner och diskuterar nedan bedömer vi inte vara hållbara, men kan ur värderingssynpunkt vara till nytta för en investerare.

Ställt i relation till de övriga ägarna tenderar företag inom Wallenbergfären att ligga lägre gällande övervärdering. Frekvensen av övervärdering är genomgående lägre än genomsnittet. Vi kan finna en huvudsaklig förklaring till detta: Wallenbergföretag är verksamma inom industrier som är välbevakade och där tillgångarna är relativt enkla att värdera. Detta leder till sunda värderingar som inte tenderar att överskattas.

Trots svaga observationer anser vi att som potentiell investerare bör ägarstrukturen tas hänsyn till. Detta pga. av de skillnader i hur ägare i Sverige använder sin ägarandel. Ämnar en investerare till att ta en aktiv ägarroll i ett bolag och vara med att påverka den operativa verksamheten, bör andra ägare tas hänsyn då vissa är aktiva och andra passiva. Peter Juhnke påpekar några särskilda aspekter av olika sorters ägande.

Ägare kan ha dolda agendor. De kan vilja driva bolaget mot ett för ägaren specifikt mål och värdering och finansiell data blir inte rättvisande. Enskilda ägare med stora aktieposter som syftar till att köpa samtliga resterande aktier i bolaget kan vilja dölja värden för att få ett lågt pris. Dessa värden plockar ägaren fram först efter ett uppköp, och då kan hela bolaget säljas till en högre pris. Vid placeringar i utlandet bör landets utveckling utvärderas. Enligt Juhnke korrelerar landets totala utveckling med landets utveckling inom corporate governance. Juhnke menar också på att starka privata ägare i Sverige generellt gör ett mycket bra jobb som aktiva ägare. De arbetar på ett sunt sätt för att tjäna pengar och minimera kostnader, något som i slutändan leder till maximerat aktieägarvärde.

Från resultaten av undersökningen kan vi inte se något som tyder på att företagen med privata starka ägare presterar bättre än övriga, men vi ser en stark privat ägare som en garant för att verksamheten bedrivs i aktieägarnas intressen. I de bolag där det inte finns en stark ägare, de s.k. ägarlösa bolagen, är ägandet spritt och på så sätt får tjänstemännen otroligt stor makt.

Som aktiv investerare avslutar också Juhnke med att påpeka att det ofta saknas kompetens för att aktivt arbeta inom en styrelse. Bolagens verksamheter ligger ofta utanför finansmäns kompetensområde och slutsatsen är då att i komplicerade verksamheter som du saknar kunskap om, bör du inte investera då du vill vara en aktiv ägare.

Vi finner alltså inget som tyder på att en viss ägares kontroll över ett företag på något sätt har ett samband med utfallet av contrarian strategin, och vi tvingas avslå vår hypotes om att *"Företag med kontrollerande ägare påverkar utfallet av contrarian strategin"*.

6 Sammanfattande slutsatser och förslag till vidare studier

Detta kapitel innehåller sammanfattande slutsatser från undersökningens analys och vi besvarar också vår ursprungliga frågeställning. Avslutningsvis presenteras rekommendationer för framtida studier.

6.1 Sammanfattande slutsatser

Syftet med uppsatsen var att utreda huruvida en contrarian strategi fungerade som strategi för aktieplaceringar på den svenska aktiemarknaden. Utöver detta ville vi också se om ägarstrukturen på den svenska börsen hade någon effekt på utfallet av strategin. Efter att ha samlat nödvändig information gjordes beräkningar och bedömningar av informationen.

Undersökningen baseras på 22 bolag på stockholmsbörsen och dess utveckling under åren 1985 – 2004. Fyra olika nyckeltal analyserades tillsammans med aktiernas avkastning för vardera åren, och två portföljer formerades utifrån den teoretiska referensramen. Därefter klassificerades bolagen till olika ägarkategorier. Utifrån dessa ägarkategorier analyserades bolagens uppträdande i undersökningen.

Slutsats P 1: Fungerar contrarian investment strategin på stora bolag noterade på den svenska aktiemarknaden?

Vi kan efter att ha analyserat resultaten från vår undersökning klart påvisa att en contrarian strategi fungerar även på stora bolag på den svenska aktiemarknaden. Enligt samtliga nyckeltal presterar valueportföljen bättre än både index och glamourportföljen. Undersökningen gjordes utifrån fundamentalanalys och vi drar således slutsatsen att fundamental analys är en effektiv analysmodell som kan leda till överavkastningar.

Utifrån studiens resultat drar vi slutsatsen att personliga egenskaper hos placeraren är oerhört viktiga. Utövandet av en contrarian strategi kräver ett konsekvent agerande från placeraren och det måste finnas en långsiktighet och vilja att genomföra strategin för att den ska fungera.

Slutsats P 2: Har företag som kontrolleras av en viss ägare någon effekt på contrarian investment strategins utfall?

Analysen av det empiriska materialet gällande corporate governance resulterade i att vi inte kunde bevisa att en viss ägares kontroll av ett företag har någon effekt på contrarian strategins utfall. Vi instämmer med tidigare studier om att dessa eventuella samband är svåra att fånga med en viss analysmodell. Vår slutsats är dock att ägarförhållandet i ett visst bolag bör beaktas innan en investering görs. Detta p.g.a. av de skillnader i hur ägande utövas som existerar mellan olika ägare. Vår studie syftade till att identifiera och finna mönster mellan

ägande och contrarian strategin, något vi inte kunde identifiera. Att djupare studera ägarnas uppträdande låg utanför studiens omfattning, men slutsatsen är alltså att varje bolag är unikt och har unika ägarförhållanden. Vi påvisar i vår studie endast tecken på hur vissa ägare tenderar att uppträda.

6.2 Förslag till vidare studier

I och med de avgränsningar som funnits i denna studie och ämnets omfattning, både inom forsknings- och finansvärlden, finner vi ett flertal områden inom vilka ytterligare studier skulle vara intressant.

Vi anser att ägandets påverkan på placeringsstrategier är något som är oerhört svårt och komplicerat att utreda. Vi anser alltså att det krävs en grundlig studie med ett tydligare fokus på de enskilda bolagen och dess ägande. En studie av detta slag kunde eventuellt leda till resultat som visar på samband mellan särskilda sfärer och resultatet från investeringsstrategier.

Då vår undersökning endast omformar portföljerna en gång varje år så antar vi att transaktionskostnaderna för vår undersökning skiljer sig från de som *Assoé och Sy, (2004)* uppmärksamade på den kanadensiska marknaden. Vi anser att det vore intressant att mäta transaktionskostnadernas effekt på avkastningen då portföljer omformas varje månad respektive årligen. I linje med argumenten för transaktionskostnaderna ovan ser vi också möjligheten att jämföra avkastningen vid en månatlig omformering av portföljerna och en årsvis. Motsvaras de ökade transaktionskostnaderna med en ökad avkastning?

Greenwald et al., (2001) bedömer att det bör finnas möjligheter att hitta överavkastningar inom en bransch. Vi menar att detta resonemang fört vidare möjligtvis kan visa på de värden som förklarar avvikelserna i avkastningen beroende på vilken multipel som observeras.

För att använda denna strategi i praktiken ser vi det som viktigt att behandla begreppet risk utförligt. Vi ser det som intressant att studera de effekter som ligger bakom avkastningen och vilka variabler som förklarar varför överavkastning kan uppnås. I enlighet med detta undrar vi om det går att förklara den högre avkastningen, som en contrarian strategi ger, utan att förkasta riskbegreppet i CAPM.

7 Referenser

Ahlström J och Eidegren M (2003), *Marknadseffektivitet – En studie om kursförändringar kring kvartalsrapportering för de mest omsatta företagen på Stockholmsbörsen*, C-Uppsats, Luleå Tekniska Universitet, 2003

Assoé K and Sy O (2004), *Profitability of the Short-Run Contrarian Strategy in Canadian Stock Markets*, 2004 HEC Montreal

Basu S, *Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis*, The Journal of Finance, Vol 32, No 3, 1977

Bengtsson E (2005), *Shareholder activism of Swedish institutional investors*, Doctoral dissertation, Stockholm University, 2005

Brouwer I, van der Put J and Veld C (1996), *Contrarian Investment Strategies in a European Context, 1996*, Journal of Business Finance & Accounting, Vol 24, 1997

Chan K (1988), *On the Contrarian Investment Strategy*, The Journal of Business, Vol 61, No 2, 1988

Conrad J, Cooper M and Kaul G (2003), *Value versus Glamour*, Journal of Finance, Vol. 58, 2003

Cooper D and Schindler P, *Business research methods 8th int. ed*, Mcraw-Hill, 2003

Damodaran A, *Investment valuation*, Wiley Finance, 2002

De Bondt W and Thaler R (1985), *Does the Stock Market Overreact?*, The Journal of Finance, Vol 40, No 3, 1985

Doeswijk R (1997), *Contrarian Investment in the Dutch Stock Market*, De Economist 145, No 4, 1997

Dreeman D, *Contrarian Investment Strategies: The Next Generation – Beat the market by going against the crowd*. Simon & Schuster, 1998

Fama E (1970), *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, The Journal of Finance, Vol 25, No 2. 1970

Fama E (1971), *Risk, Return, and Equilibrium*, The Journal of Political Economy, Vol 79, No 1, 1971

Fama E (1991), *Efficient Capital Markets:II*, The Journal of Finance, Vol 46, No 5. 1991

Fama E and French K (1992), *The Cross-Section of Expected Stock Returns*, The Journal of Finance, Vol 47, No 2, 1992

Fama E and French K (1993), *Common risk factors in the returns on stocks and bonds*, Journal of Financial Economics, 1993

Fama E and French K (1996), *Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies*, The Journal of Finance, Vol 51, No 1, 1996

Fama E and French K (1996), *The CAPM is Wanted, Dead or Alive*, The Journal of Finance, Vol 51, No 5, 1996

Goetzmann W and Massa M (1999), *Daily Momentum And Contrarian Behavior Of Index Fund Investors*, International Center for Finance, Yale University, Working Paper No. ICF – 99-13

Graham B (1959), *Intelligent Investor, 4th*. Harper Business, 1997

Greenwald B, Kahn J, Sonkin P and Biema M, *Value Investing – from Graham to Buffet and Beyond*, John Wiley & Sons, Inc. 2001

Gregory A, Harris R and Michou M (2001), *An analysis of Contrarian Investment Strategies in the UK*, Journal of Business Finance & Accounting, Dec. 2001.

Guay W (2000), *Discussion of Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers*, Journal of Accounting Research, Vol. 38. 2000.

Gyllenram CG, *Aktiemarknadens psykologi*, Bokförlaget Rabén Prisma, 1998

Hamberg M och Novak J (2005), *Contrarian Investment, Accounting Conservatism and Transitory Earnings*. Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet.

Haugen R and Baker N (1996), *Commonality in the determinants of expected stock returns*, Journal of Financial Economics 41, 1996

Haugen R (1996), *Finance from a New Perspective*, Financial Management, Vol. 25, No 1, 1996

Holmgren H och Karlsson B (2005), *Svensk kod för bolagsstyrning – En fallstudie för hur Svensk kod för bolagsstyrning kan komma att påverka valberedningen*. Magisteruppsats, företagsekonomiska institutionen, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, 2005

Holmlund P och Holmlund E, *Bättre Aktieaffärer med teknisk och fundamentalanalys*, Delphi Economics AB, 1987

Isaksson M och Skog R (1991), *Ägande och effektivitet i svenskt näringsliv – teori och metod i Ägarutredningen*, Uppsala Universitet, Företagsekonomiska Institutionen.

Jegadeesh N and Titman S (1993), *Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency*, The Journal of Finance, Vol 48, No 1, 1993

Lakonishok J, Shleifer A and Vishny R W (1993), *Contrarian investment, extrapolation, and risk*, 1993 Nber working paper series. Workin Paper No. 4360.

Levy H and Sarnat M, *Capital Investment and Financial Decisions, 2ed.* Prentice Hall / International, 1982

Malkiel G, *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*, The Journal of Economic Perspectives, Vol 17, No 1, 2003

Malmer C och Pettersson J (1999), *Aktievärdering, en studie av finansanalytiska val av värderingsmodeller, värderingsfaktorer och informationskällor* Examensarbete, Luleå Tekniska Universitet, 1999

Mun J, Vasconcellos G and Kish R (1999), *Test of the Contrarian Investment Strategy Evidence from the French and German stock markets*, International Review of Financial Analys, 8:3, 1999

Mun J, Vasconcellos G and Kish R (2001), *The contrarian investment strategy: additional evidence*, Applied Financial Economics, No 11, 2001

Nilsson F, *Aktiesparandets förlovade land – människors möte med aktiemarknaden*, Brutus Östlings Bokförlag Symposium, 2003

Nyberg R, *Skriv vetenskapliga uppsatser och avhandlingar med stöd av IT och Internet 4uppl*, Studentlitteratur, 2000

Patel R och Davidsson B, *Forskningsmetodikens grunder 2uppl*, Studentlitteratur, 1994

Salehiamin A och Börjesson J (1996), *Aktieanalys*, Seminariearbete C-nivå, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, 1996

Shiller R (2002), *From Efficient Market Theory to Behavioral Finance*, Cowles Foundation Discussion Paper No. 1385, 2002

Shleifer A and Vishny R (1997), *A Survey of Corporate Governance*, The Journal of Finance, Vol 52, No 2, 1997

Stolt P, *Tjäna pengar på teknisk analys*, Industrilitteratur, 2004

Sundqvist S-I och Sundin A, *Ägarna och Makten I Sveriges Börsföretag, 1984 – 2002*, (samtliga volymer 1984 – 2002). SIS Ägarservice AB

Sundqvist S-I och Fristedt D, *Ägarna och Makten I Sveriges Börsföretag, 2002 – 2004*, (samtliga volymer 2002 – 2004). SIS Ägarservice AB

Thorsell J och Nilsson P, *Boken om trading – tillämpad teknisk analys*, Börsinsikt 2000

Xu X (2001), *Discussion of An Analysis of Contrarian Investment Strategies in the UK*, Journal of Business Finance & Accounting, Dec. 2001

Warbo J (2001), *Ownership and Agency Cost – Empirical Tests on the Swedish Market*, Master Thesis, GBS, School of Economics and Commercial Law, Göteborg University. 2001

Websidor:

www.bolagsverket.se

Aktier av olika slag och rösträttsbestämmelser, Informationsblad 829 b, 2004-07-01,

www.riksbank.se

Den Svenska Finansmarknaden 2005, Publikation 2005

www.regeringen.se

Svensk kod för bolagsstyrning, kodgruppen 2004

www.msa.se (Manheimer Svartling Advokatbyrå)

Nyhetsbrev, Private Equity, Nr 3 juni 2005

www.omx.se

Noteringskrav för Stockholmsbörsen 2003

www.lo.se

Ansiktslöst – Ansvarslöst, Om ägandet av de stora företagen i Sverige 2001

www.sns.se

Ägarmakt och Omvandling, Ekonomirådets rapport 2003

www.iasplus.com

Standards: IAS 38, Intangible Assets

www.affarsvarlden.se

www.di.se

www.atlascopco.com

www.brio.se

www.electrolux.com

www.ericsson.com

www.esselte.com

www.gambro.se

www.hm.se

www.hexagon.se

www.holmen.se

www.hoganas.se

www.industrivarden.se

www.investor.se

www.jm.se

www.lundbergs.se

www.sandvik.se

www.ratos.se

www.rottneros.se

www.sandvik.se

www.sca.se

www.skanska.se

www.spendrups.se

www.stralfors.se

www.trelleborg.com

www.volvo.com

www.wallenstam.se

Övrigt:

Peter Juhnke, Dunross&Co, intervju 2005-01-04

Sven Norfeldt Dunross&Co, Föreläsning Finansdagen Handelshögskolan Göteborgs
Universitet, 2005-10-21.

Databaser:

SixTrust databas, 2005-11-21 – 2006-01-09

8 Appendix

8.1 Företagen i vår undersökning

Atlas Copco (*www.atlascopco.com*)

Atlas Copco är ett verkstadsindustri företag som startades redan under 1870-talet och har idag mer än 26 000 anställda världen över. Wallenberg familjen har under åren haft mycket stora intressen i företaget. Förutom stora aktieposter så är både VD Gunnar Brock och SO Sune Carlsson starkt knutna till familjen. I jämförelse med Wallenberg familjen identifierar vi inga andra ägare med betydande inflytande. Omsättning 2004: 48 654 miljoner SEK.

Brio (*www.brio.se*)

Brio är en världsomfattande koncern som huvudsakligen tillverkar leksaker med olika varumärken. Släkten Ivarsson båda startade företaget och innehar kontrollen. VD är Thomas Bräutigam och SO är Daniel Sachs. Omsättning 2004: 1 166 miljoner SEK.

Electrolux (*www.electrolux.com*)

Electrolux har under hela vår undersökning haft Wallenberg som storägare. Först och främst tillverkar företaget hushållsprodukter och är världsledande inom branschen. Senare år har mycket av tillverkningen flyttats utomlands till lågkostnadsländer, men basen finns än kvar i Sverige. Wallenberg sfären innehar 25 procent av rösterna. VD heter Hans Stråberg och SO Rune Andersson. Omsättning 2004: 120 651 miljoner SEK.

Ericsson (*www.ericsson.com*)

Ericsson är världsledande inom telekommunikation och mobiltjänster. Bolaget har idag ca 55 000 anställda världen över. I Ericsson har både Handelsbanken sfären och Wallenberg familjen stort inflytande. Detta syns inte minst genom att se på styrelsens sammansättning där ledande personer från båda sfärer finns representerade. Efter några år av uppsägningar och dålig lönsamhet har Ericsson aktien haft en stark utveckling under ledning av VD Carl-Henric Svanberg. SO är Michael Treschow. Omsättning 2004: 131 972 miljoner SEK.

Esselte (*www.esselte.com*)

Esselte är världsledande inom tillverkning av kontorsvaror. Det finns dotterbolag i 29 länder och ca hälften av omsättningen kommer ifrån Europa. Esselte köptes ut från börsen 2002 och är idag privatägt. Daniel Andersson är VD för Esselte Sverige AB.

Gambro (*www.gambro.se*)

Gambro tillverkar produkter inom medicin och hälsoindustrin med stor verksamhet i USA. Tidigare har Volvo varit storägare, men nu innehar Wallenberg familjen de största posterna. VDn heter Sören Mellstig och SO är Claes Dahlbäck, starkt knuten till Wallenberg. Omsättning 2004: 26 617 miljoner SEK.

Hennes & Mauritz (*www.hm.se*)

Detaljhandelskedjan Hennes & Mauritz kontrolleras av familjen Persson, med Stefan Person som SO. VD är dansken Rolf Eriksen och inga ägarförändringar av betydelse har gjorts inom HM under vår tidshorisont. Företaget har ca 45 000 anställda i 22 länder. Omsättning 2004: 53 695 miljoner SEK.

Hexagon (*www.hexagon.se*)

Hexagon är en världsledande koncern inom mät teknik för industrin. Sedan 1998 har Melker Schörling varit storägare i Hexagon med över 50% av rösterna. Innan dess skiftade stora ägarposter mellan andra aktörer, bl a Skanska och Konverta AB. Hexagon har varit omskrivet senaste året p g a sitt köp av Schweiska Leica Geosystems. VD är Ola Rollén. Omsättning 2004: 8 256 miljoner SEK.

Holmen (*www.holmen.se*)

Papperstillverkaren Holmen ägs och kontrolleras av Fredrik Lundberg med bolag. Innan Lundberg tog kontrollen ägdes bolaget till stor del av Dagens Nyheter och Ratos. VD är Magnus Hall. Omsättning 2004: 16 162 miljoner SEK.

Höganäs (*www.hoganas.se*)

Höganäs är världsledande inom tillverkning av järn och metallpulver. Bolaget var avnoterades från börsen 1987 men kom tillbaka 1994. Innan -87 var Skanska storägare, men efter återkomsten har Ulf G Lindén med bolag direkt 37.5 procent av rösterna. VD är Alrik Danielsson och ordförande är just Ulf G Lindén. Omsättning 2004: 4 162 miljoner SEK.

JM (*www.jm.se*)

Byggföretaget JM ägdes till stora delar av Skanska men från 1998 identifierar vi ingen dominerande storägare. Både Wallenberg och Handelsbanken finns representerade med likvärda andelar och tillsammans inhar de över tio procent. VD är Johan Skoglund och SO Lars Lundqvist. Omsättning 2004: 8 414 miljoner SEK.

Lundbergs (www.lundbergs.se)

Lundbergs är ett fastighets- och investment bolag som kontrolleras av Fredrik Lundberg. Fredrik Lundberg själv innehar samtliga A-aktier och hans andel av rösterna uppgår till 92.7 procent. Genom Lundbergs koppling till Industrivärden, placerar vi Lundbergs i samma sfär som Handelsbanken i vår undersökning. VD är Fredrik Lundberg och SO Per Welin. Omsättning 2004: 850 miljoner SEK.

Ratos (www.ratos.se)

Ratos är familjen Söderbergs investment bolag. Familjemedlemmar innehar direkt eller via stiftelser kontrollen i företaget. VD heter Arne Karlsson och styrelsens ordförande är Olof Stenhammar. Omsättning 2004: 1 926 miljoner SEK.

Rottneros (www.rottneros.se)

Ägandet i pappersmassa tillverkaren Rottneros har skiftat under åren. Wettergren sfären kontrollerade 35 procent innan Tomas Onstad 1992 blev största ägare med strax under 30 procent av rösterna. Däremot kan vi inte identifiera någon ägare som kontrollerar bolaget. VD är Lars Blecko och SO är Bengt Nordin. Omsättning 2004: 2 666 miljoner SEK.

Sandvik (www.sandvik.se)

Storägare i Sandvik är idag Handelsbanken sfären genom olika bolag och stiftelser. Dock innehar Handelsbanken endast ca 10 procent av rösterna och förutom det finns ingen storägare. Skanska innehade en stor post om ca 25 procent fram till 1997 men nu är det alltså Handelsbanken som är störst. Det utländska ägandet är stort i Sandvik och uppgår sammanlagt till ca 30 procent. VD är Lars Petterson och SO är Clas Åke Hedström. Omsättning 2004: 54 610 miljoner SEK.

SCA (www.sca.se)

SCA kan sägas tillhöra Handelsbanken sfären. Handelsbanken är och har varit dominerade storägare under lång tid. SCA tillverkar produkter inom papper och hygien. VD heter Jan Åström och SO är Sverker Martin-Löf. Omsättning 2004: 90 844 miljoner SEK.

Skanska (www.skanska.se)

Idag kontrolleras byggföretaget Skanska av Handelsbanken sfären. Förutom stora aktieposter sitter Arne Mårtensson, Anders Nyrén och Sverker Martin-Löf i styrelsen, samtliga med anknytning till Handelsbanken. Innan Handelsbanken tog kontrollen var korsägandet i bolaget komplicerat, genom att en egen "Skanska sfär", genom egna bolag, innehade de största posterna. VD är Stuart Graham och Ordförande är Sverker Martin-Löf. Omsättning 2004: 121 263 miljoner SEK.

Spendrups (*www.spendrups.se*)

Dryckproducenten Spendrups kontrolleras fortfarande av familjen Spendrup. Utländska stiftelser har skapat för att kontrollen även i framtiden ska stanna inom familjen. VD är Jens Spendrup och SO är Svend-Holst Nielsen. Omsättning: 2 504 miljoner SEK.

Strålfors (*www.stralfors.se*)

Strålfors beskrivs bäst som ett familjeföretag som ägs av familjen Parkander. Industriföretaget från Ljungby kontrolleras av familjen och ingen annan aktör kan sägas ha något inflytande. VD är Per Samuelsson och ordförande är Åke Fredriksson. Omsättning 2004: 3 058 miljoner SEK.

Trelleborg (*www.trelleborg.com*)

Dunker sfären har under åren varit storägare i Trelleborg och innehar numer även formell kontroll. Trelleborg är ett industriföretag med produkter inom framförallt tätning och dämpning för industritillverkning som bygger på sk polymerteknologi. VD är Peter Nilsson och ordförande är Anders Narvinger. Omsättning 2004: 22 912 miljoner SEK.

Volvo (*www.volvo.com*)

Renault är den största ägaren i Volvo med 20 procent av både röster och kapital. Det har under historien varit en av Volvos filosofier att ha ett spritt ägande. Både Handelsbanken sfären samt Wallenberg sfären innehar andel på några procentenheter, dock inga kontrollposter. VD är Leif Johansson och SO Finn Johnsson. Omsättning 2004: 210 401 miljoner SEK.

Wallenstam (*www.wallenstam.se*)

Släkten Wallenstam kontrollerar fastighetsbolaget. VD Hans Wallenstam har själv 50 procent av rösterna. SO är Sören Mannheimer och bolaget har sin bas i Göteborg. Omsättning 2004: 1 110 miljoner SEK.

8.2 Portföljformulering första och andra året, 1985 resp. 1986

Portföljformering första året, BE/ME multipel

Bolag	Rangordning från 1984	Avkastning för 1985	Vikt i portföljen	Avkastning aktie	Avkastning portfölj	
Holmen	1,77	5,4324%	20,00%	1,0865%		
Atlas Copco	1,22	105,5520%	20,00%	21,1104%		
Electrolux	1,17	68,0507%	20,00%	13,6101%	56,288%	Value
Ericsson	1,08	-8,9381%	20,00%	-1,7876%		
Sandvik	1,04	111,3453%	20,00%	22,2691%		
Gambro	0,90	-4,8063%				
Esselte	0,89	53,4236%				
SCA	0,88	54,1631%				
Skanska	0,84	40,9079%				
Höganäs	0,82	15,2239%				
Volvo	0,82	55,1411%				
HM	0,76	155,8210%				
Strålfors	0,62	3,8485%				
Lundbergs	0,50	0,9259%	20,00%	0,1852%		
JM	0,45	9,8241%	20,00%	1,9648%		
Wallenstam	0,33	93,8632%	20,00%	18,7726%	48,610%	Glamour
Trelleborg	0,25	145,5032%	20,00%	29,1006%		
Hexagon	0,12	-7,0659%	20,00%	-1,4132%		

Portföljformering andra året, BE/ME multipel

Bolag	Rangordning från 1985	Avkastning för 1986	Vikt i portföljen	Avkastning aktie	Avkastning portfölj	
Holmen	1,83	91,0539%	20,00%	18,2108%		
Ericsson	1,24	-1,3605%	20,00%	-0,2721%		
Gambro	0,94	26,4729%	20,00%	5,2946%	42,579%	Value
Höganäs	0,83	32,1244%	20,00%	6,4249%		
Electrolux	0,82	64,6027%	20,00%	12,9205%		
Volvo	0,73	11,5854%				
Strålfors	0,71	77,0003%				
Atlas Copco	0,71	-9,1856%				
Sandvik	0,66	21,5420%				
SCA	0,65	68,6800%				
Skanska	0,65	107,3488%				
Esselte	0,62	26,2190%				
Lundbergs	0,57	119,9385%				
JM	0,46	92,2503%	20,00%	18,4501%		
HM	0,37	119,0563%	20,00%	23,8113%		
Wallenstam	0,21	125,1919%	20,00%	25,0384%	78,646%	Glamour
Hexagon	0,17	-16,9995%	20,00%	-3,3999%		
Trelleborg	0,14	73,7316%	20,00%	14,7463%		

Portföljformering första året, E/P multipel					
Bolag	Rangordning från 1984	Avkastning för 1985	Vikt i portföljen	Avkastning aktie	Avkastning portfölj
Electrolux	0,18	68,0507%	20,00%	13,6101%	
Atlas Copco	0,12	105,5520%	20,00%	21,1104%	
HM	0,11	155,8210%	20,00%	31,1642%	105,670%
Trelleborg	0,09	145,5032%	20,00%	29,1006%	
Esselte	0,08	53,4236%	20,00%	10,6847%	
Lundbergs	0,06	0,9259%	20,00%	0,1852%	
Skanska	0,05	40,9079%	20,00%	8,1816%	
Holmen	0,05	5,4324%	20,00%	1,0865%	
Ericsson	0,05	-8,9381%	20,00%	-1,7876%	
SCA	0,04	54,1631%	20,00%	10,8326%	
Höganäs	0,03	15,2239%	20,00%	3,0448%	
Strålfors	0,02	3,8485%	20,00%	0,7697%	
Hexagon	0,02	-7,0659%	20,00%	-1,4132%	
Wallenstam	0,02	93,8632%	20,00%	18,7726%	
JM	0,02	9,8241%	20,00%	1,9648%	
Volvo	0,01	55,1411%	20,00%	11,0282%	53,073%
Gambro	0,00	-4,8063%	20,00%	-0,9613%	
Sandvik	-0,09	111,3453%	20,00%	22,2691%	

9

Portföljformering andra året, E/P multipel					
Bolag	Rangordning från 1985	Avkastning för 1986	Vikt i portföljen	Avkastning aktie	Avkastning portfölj
Electrolux	0,12	64,6027%	20,00%	12,9205%	
Ericsson	0,10	-1,3605%	20,00%	-0,2721%	
Atlas Copco	0,09	-9,1856%	20,00%	-1,8371%	41,047%
Höganäs	0,09	32,1244%	20,00%	6,4249%	
HM	0,08	119,0563%	20,00%	23,8113%	
Sandvik	0,07	21,5420%			
Volvo	0,06	11,5854%			
Lundbergs	0,06	119,9385%			
Esselte	0,05	26,2190%			
Holmen	0,04	91,0539%			
Strålfors	0,04	77,0003%			
SCA	0,03	68,6800%			
Skanska	0,03	107,3488%			
JM	0,02	92,2503%	20,00%	18,4501%	
Trelleborg	0,02	73,7316%	20,00%	14,7463%	
Wallenstam	0,02	125,1919%	20,00%	25,0384%	60,129%
Hexagon	0,01	-16,9995%	20,00%	-3,3999%	
Gambro	0,00	26,4729%	20,00%	5,2946%	

Portföljformering första året, CF/P multipel						
Bolag	Rangordning från 1984	Avkastning för 1985	Vikt i portföljen	Avkastning aktie	Avkastning portfölj	
Electrolux	0,34	68,0507%	20,00%	13,6101%		
Trelleborg	0,21	145,5032%	20,00%	29,1006%		
Esselte	0,21	53,4236%	20,00%	10,6847%	75,592%	Value
Atlas Copco	0,20	105,5520%	20,00%	21,1104%		
Holmen	0,19	5,4324%	20,00%	1,0865%		
Ericsson	0,16	-8,9381%	20,00%			
HM	0,14	155,8210%	20,00%			
Skanska	0,12	40,9079%	20,00%			
Volvo	0,11	55,1411%	20,00%			
SCA	0,10	54,1631%	20,00%			
Höganäs	0,07	15,2239%	20,00%			
Strålfors	0,07	3,8485%	20,00%			
Gambro	0,07	-4,8063%	20,00%			
Lundbergs	0,06	0,9259%	20,00%	0,1852%		
JM	0,04	9,8241%	20,00%	1,9648%		
Sandvik	0,04	111,3453%	20,00%	22,2691%	41,778%	Glamour
Hexagon	0,02	-7,0659%	20,00%	-1,4132%		
Wallenstam	0,02	93,8632%	20,00%	18,7726%		

Portföljformering andra året, CF/P multipel						
Bolag	Rangordning från 1985	Avkastning för 1986	Vikt i portföljen	Avkastning aktie	Avkastning portfölj	
Ericsson	0,26	-1,3605%	20,00%	-0,2721%		
Electrolux	0,23	64,6027%	20,00%	12,9205%		
Holmen	0,19	91,0539%	20,00%	18,2108%	40,411%	Value
Esselte	0,16	26,2190%	20,00%	5,2438%		
Sandvik	0,14	21,5420%	20,00%	4,3084%		
Atlas Copco	0,13	-9,1856%				
Höganäs	0,13	32,1244%				
Volvo	0,12	11,5854%				
Strålfors	0,09	77,0003%				
HM	0,09	119,0563%				
Skanska	0,08	107,3488%				
SCA	0,08	68,6800%				
Gambro	0,08	26,4729%				
Lundbergs	0,07	119,9385%	20,00%	23,9877%		
Trelleborg	0,06	73,7316%	20,00%	14,7463%		
JM	0,05	92,2503%	20,00%	18,4501%	78,823%	Glamour
Hexagon	0,02	-16,9995%	20,00%	-3,3999%		
Wallenstam	0,02	125,1919%	20,00%	25,0384%		

Portföljformering första året, Div/P multipel

Bolag	Rangordning från 1984	Avkastning för 1985	Vikt i portföljen	Avkastning aktie	Avkastning portfölj	
Höganäs	0,05	15,2239%	20,00%	3,0448%		
Electrolux	0,04	68,0507%	20,00%	13,6101%		
Esselte	0,04	53,4236%	20,00%	10,6847%	46,662%	Value
Ericsson	0,04	-8,9381%	20,00%	-1,7876%		
Atlas Copco	0,03	105,5520%	20,00%	21,1104%		
Trelleborg	0,03	145,5032%	20,00%			
SCA	0,03	54,1631%	20,00%			
Holmen	0,03	5,4324%	20,00%			
Volvo	0,03	55,1411%	20,00%			
Sandvik	0,03	111,3453%	20,00%			
Skanska	0,02	40,9079%	20,00%			
HM	0,02	155,8210%	20,00%			
Hexagon	0,02	-7,0659%	20,00%			
JM	0,02	9,8241%	20,00%	1,9648%		
Gambro	0,00	-4,8063%	20,00%	-0,9613%		
Wallenstam	0,00	93,8632%	20,00%	0,0000%	1,958%	Glamour
Lundbergs	0,00	0,9259%	20,00%	0,1852%		
Strålfors	0,00	3,8485%	20,00%	0,7697%		

Portföljformering andra året, Div/P multipel

Bolag	Rangordning från 1985	Avkastning för 1986	Vikt i portföljen	Avkastning aktie	Avkastning portfölj	
Höganäs	0,04	32,1244%	20,00%	6,4249%		
Ericsson	0,04	-1,3605%	20,00%	-0,2721%		
Holmen	0,03	91,0539%	20,00%	18,2108%	42,528%	Value
Electrolux	0,03	64,6027%	20,00%	12,9205%		
Esselte	0,03	26,2190%	20,00%	5,2438%		
Hexagon	0,03	-16,9995%				
Atlas Copco	0,02	-9,1856%				
SCA	0,02	68,6800%				
Volvo	0,02	11,5854%				
JM	0,02	92,2503%				
Skanska	0,02	107,3488%				
Sandvik	0,02	21,5420%				
Trelleborg	0,01	73,7316%				
Lundbergs	0,01	119,9385%	20,00%	23,9877%		
HM	0,01	119,0563%	20,00%	23,8113%		
Strålfors	0,01	77,0003%	20,00%	15,4001%	93,532%	Glamour
Gambro	0,00	26,4729%	20,00%	5,2946%		
Wallenstam	0,00	125,1919%	20,00%	25,0384%		

9 Figurförteckning

Figur 1.5.1, Uppsatsens disposition	8
Figur 2.1.1, Risk/reward profil	10
Figur 2.6.1, Riskbedömning	16
Figur 3.2.1, Beräkningsprocess för portföljformering	20
Tabell 4.1.1, BE/ME portföljernas utveckling 1985 - 1990	25
Tabell 4.1.2, BE/ME portföljernas utveckling 1991 - 1996	25
Tabell 4.1.3, BE/ME portföljernas utveckling 1997 - 2004	26
Diagram 4.1.1, BE/ME portföljerna grafiskt	26
Tabell 4.2.1, E/P portföljernas utveckling 1985 - 1990	27
Tabell 4.2.2, E/P portföljernas utveckling 1991 - 1996	27
Tabell 4.2.3, E/P portföljens utveckling 1997 - 2004	28
Diagram 4.2.1, E/P portföljerna grafiskt	28
Tabell 4.3.1, CF/P portföljens utveckling 1985 - 1990	29
Tabell 4.3.2, CF/P portföljens utveckling 1991 - 1996	29
Tabell 4.3.3, CF/P portföljens utveckling 1997 - 2004	30
Diagram 4.3.1, CF/P portföljerna grafiskt	30
Tabell 4.4.1, Div/P portföljens utveckling 1985 - 1990	31
Tabell 4.4.2, Div/P portföljens utveckling 1991 - 1996	31
Tabell 4.4.3, Div/P portföljens utveckling 1997 - 2004	31
Diagram 4.4.1, Div/P portföljerna grafiskt	32
Diagram 4.5.1, Jämförelse av valueportföljernas utveckling grafiskt visat	33
Diagram 4.5.2, Årlig genomsnittlig avkastning för samtliga multiplar	34
Tabell 4.6.1, De tio mest aktiva medlemmarna på Stockholmsbörsen 2004	35
Figur 4.6.2, Stockholmsbörsens ägande	35
Tabell 4.7.1, Stockholmsbörsens största enskilda ägare, förändring	36
Tabell 4.8.1, Klassificering efter ägande	38
Tabell 4.8.2, Frekvens av låg resp. hög värdering för resp. multipel	38