

Kap. 11: Investoradferd og markedseffisiens

Dagens tekst

Informasjon eller adferd?

Ny informasjon

Rasjonelle forventninger

Adferden til enkeltinvestorer

Systematiske handleskjevheter

Markedsporteføljens effisiens

Investeringsstrategi

Informasjon eller adferd?

To hovedretninger av forklaringer til avvik fra markedslikevekt:

Informasjon Ikke alle investorer er like godt informert
(*asymmetrisk informasjon*), eller informasjon er ikke fullstendig med en gang, men avsløres litt etter litt

Adferd Investorene oppfører seg ulikt, selv om informasjonen er lik for alle

Informasjon eller adferd? Eksempler

Ny informasjon:

- ▶ Norges Banks siste rentebeslutning: Svak eller ingen reaksjon i markedene. Beslutningen som ventet.
- ▶ Lundins' funn av olje høsten 2011: Usikkerhet om størrelse og kvalitet avsløres litt etter litt
- ▶ Oppfinnelser, for eksempel droner: Hvilken verdi har et "dronefirma"?
- ▶ Informerte og uinformerte deltakere i markedet

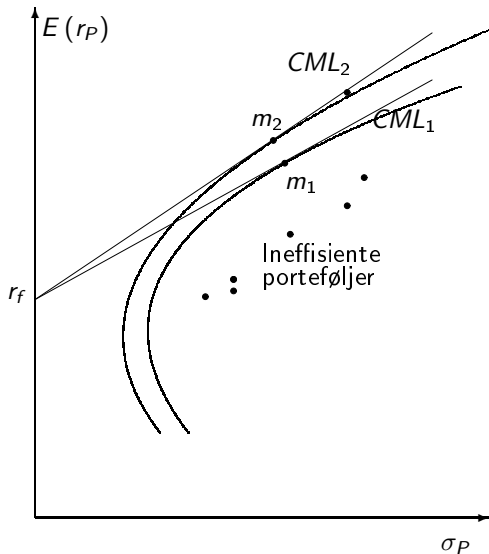
Ulik adferd:

- ▶ Overdreven tro på egne ferdigheter i å plukke aksjer: "Gutter er gutter" (Barber and Odean, 2001)
- ▶ Kjøp og salg ikke forankret i fremtidsutsikter, men i tidligere kjøps-/salgspris
- ▶ Kjøp og salg av verdipapirer avhenger av naboens valg

Virkinger av ny informasjon

- ▶ Ny informasjon gir ny effisiensgrense
- ▶ Skjer tilpasningen til ny informasjon raskt eller langsomt?
- ▶ Raskt: Markedet er *effisient*. Langsomt: Mulig for informerte aktører å tjene mer enn det systematisk risiko tilsier

Ny informasjon gir ny effisiensgrense



Rask tilpasning til ny informasjon: markedseffisiens

Markedseffisiens: All tilgjengelig informasjon er reflektert i markedsprisene (Fama, 1970).

Tre slags markedseffisiens:

Svak form All informasjon fra historiske priser er reflektert i markedsprisene

- ▶ Ingen seriekorrelasjon i prisene

Mellomsterk form All offentlig informasjon er reflektert i markedsprisene

- ▶ Tilpasning til ny informasjon er momentan

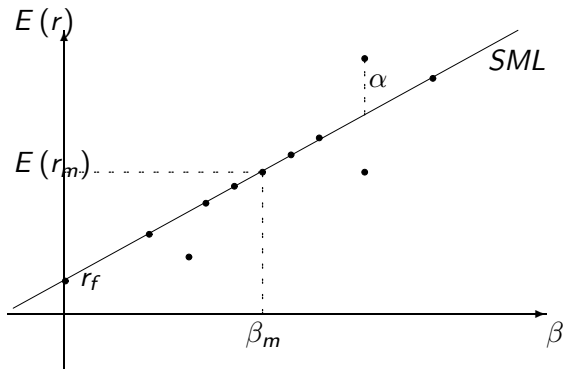
Sterk form All informasjon, offentlig og privat, er reflektert i markedsprisene

- ▶ De mest informerte ikke i stand til å tjene ekstra

Langsom tilpasning til ny informasjon: positiv alfa

En aksje s sin *alfa*:

$$\alpha_s = E(r_s) - r_f - (E(r_m) - r_f)\beta_s \neq 0 \quad (1)$$



Ny pris uten handel

- ▶ Finnes investeringsmulighetene? Vil man handle på gamle likevektspriser når en eller noen få har fått ny informasjon som innebærer ny likevekt?
- ▶ Dersom mange nok vet at prisen kommer til å stige, vil man legge inn kjøpsordre
 - ▶ En ubalanse mellom kjøps- og salgsordre oppstår
 - ▶ Ny informasjon avslørt
- ▶ De som har ny informasjon, kan ikke bruke den uten å avsløre hva informasjonen er
- ▶ Fullt mulig at prisen stiger til nytt likevektsnivå, uten at handel forekommer. Milgrom and Stokey (1982):
Ikke-handels-teoremet

Rasjonelle, ikke homogene forventninger

- ▶ En investor kan tjene ekstra ved å identifisere aksjer med positiv alfa
- ▶ Men skal noen investorer tjene ekstra, må andre investorer tape.
- ▶ I gjennomsnitt vil alle markedsaktørene *pr. definisjon* ha en avkastning lik markedsporteføljen

Uten å kjenne aksjemarkedet i detalj, kan en investor oppnå gjennomsnittsavkastningen i markedet ved å investere i markedsporteføljen. KVM krever ikke homogene forventninger, men rasjonelle forventninger, dvs. at alle investorene tolker og bruker informasjon korrekt, enten sin egen eller informasjon fra markedspriser og andres handler.

Når oppstår et ineffisient marked?

Markedsporteføljen er ineffisient bare hvis et betydelig antall investorer enten

1. Ikke har rasjonelle forventninger, slik at de feiltolker informasjon; eller
2. Bryr seg om andre sider ved sin portefølje enn forventet avkastning og volatilitet, og er dermed villige til å sitte med en ineffisient portefølje

Investorers adferd: Styrt av mangel på fornuft?

Mange investorer har tydeligvis ikke markedsporteføljen, men

- ▶ Diversifiserer for lite
- ▶ Handler for ofte

For lite diversifisering:

- ▶ 90% av husholdninger i USA eier aksjer i færre enn ti selskaper
- ▶ Konsentrerer eierskapet i få bransjer eller er geografisk nære
- ▶ Ansatte eier ofte aksjer i samme selskap de jobber for

Hvorfor?

Nærsynthet Velger aksjer i selskaper man allerede kjenner; sjøfolk investerer i shipping

Måler seg mot andre Bryr seg mest om utviklingen i kjentfolks porteføljer; man velger som naboen

Overdreven handel

- ▶ Hvis alle investorer holder markedsporteføljen, ville man se lite handel
- ▶ Men mye handel skjer hver dag

Hvorfor?

Overdreven selvtillit Overdreven tro på at man er i stand til å plukke aksjer (Barber and Odean, 2000)

- ▶ De som handler ofte har lavere avkastning på porteføljen
- ▶ Menn handler oftere enn kvinner (Barber and Odean, 2001)

Sensasjonssøking Leting etter intense risiko-opplevelser

Systematisk avvik fra markedsporteføljen

Systematisk avvik betyr at avvikene ikke utjevnes

Tilbøyelighetseffekt Investorer holder på aksjer som har tapt i verdi og selger aksjer som har steget

Investorsentiment Legger overdreven vekt på “stemninger i markedet”

Flokkmentalitet Investorer som forsøker å følge andre investorers adferd, eller forsøker å utnytte andres informasjon

Markedsporteføljens effisiens

Kan mer sofistikerte investorer utnytte systematiske avvik fra markedsporteføljen?

Første steg: Sjekk investorers reaksjon på nyheter. Dette er Testing av mellomsterk form for effisiens:



Unormal avkastning

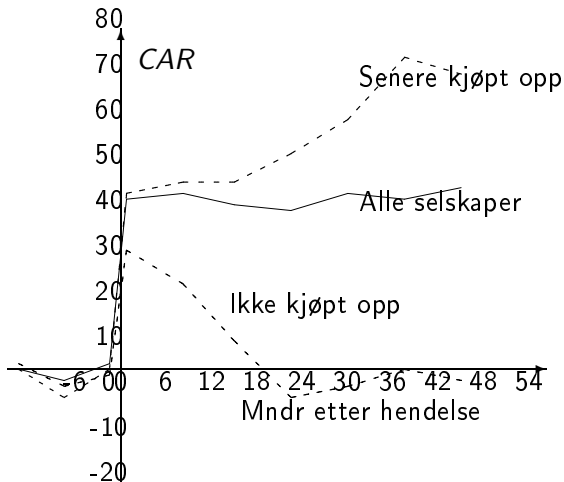
Bruk markedsmodellen, finn unormal avkastning:

$$\begin{aligned} \text{Unormal avkastning} &= (\text{Faktisk} - \text{Forventet}) \text{ avkastning} \\ AR_{i,t} &= r_{i,t} - (\alpha + \beta r_{m,t}) \end{aligned} \quad (2)$$

Summér AR 'ene etter hvert og få de kumulative unormale avkastningene CAR ("cumulative abnormal returns")

$$CAR = \sum_{t=L}^H AR_t = \sum_{t=L}^H [r - (\alpha + \beta r_m)] \quad (3)$$

CAR rundt oppkjøp



Reaksjonen momentan, tjener ikke unormal avkastning

Profesjonelle investorer

Gjør fondsforvaltere det bedre enn gjennomsnittet?

- ▶ Ja, men. Før godtgjørelse er $\alpha > 0$ for mange. Godtgjørelse: 2% av innskudd og 20% av verdistigning gir tap for investorer
- ▶ Noen stjerneinvestorer, men. Stjernene tar seg betalt. For investorer fjernes fordelene
- ▶ Høy avkastning ofte et utslag av flaks

Konklusjon Er mulig å slå markedsporteføljen, men det er ikke lett

Hold markedet Er antakelig det beste investeringsrådet for vanlige folk

Hva med å velge spesiell strategi?

Bedriftsstørrelse Fama and French (1992): Små selskaper har jevnt over bedre avkastning

- ▶ Årsak kan være at små selskaper har lav markedsverdi, for eksempel på grunn av høy diskonteringsrente

Moment Kjøp aksjer som har gjort det bra i det siste året

Implikasjoner av positiv alfa-strategier

1. Investorene neglisjerer systematisk investeringsmuligheter med positiv netto nåverdi. Denne forklaringen er lite troverdig, siden Fama-French-modellene har vært kjent lenge, det er gratis å bruke dem, og de brukes i stor utstrekning av investorer som pensjonsfond og investeringsselskaper.
2. Handlestrategier som gir positiv alfa inneholder risikomomenter som investorer er uvillige til å bære, men som ikke fanges opp av KVM.

Årsaker til at KVM ikke er effisient

Målingsfeil Vi bruker feil tilnærming til markedsporteføljen. I Norge er en verdensportefølje mer relevant enn OSEBX?

Adferdsskjevheter Systematiske skjevheter, for eksempel å holde fast ved tapere

Andre risikopreferanser KVM fanger ikke opp all type risiko, men gjelder for alle effisiente porteføljer

Litteratur I

- Barber, B. M. and T. Odean (2000). Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *Journal of Finance* 55(2), 773–806.
- Barber, B. M. and T. Odean (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *Quarterly Journal of Economics* 116(1), 261–292.
- Fama, E. F. (1970, May). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance* 25(2), 383–417.
- Fama, E. F. and K. R. French (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance* 47(2), 427–465.
- Milgrom, P. and N. L. Stokey (1982). Information, trade, and common knowledge. *Journal of Economic Theory* 26(1), 17–27.