



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Företagsekonomiska institutionen

Blankningens betydelse på den svenska aktiemarknaden -

En kvalitativ studie av ett ifrågasatt marknadsinstrument.



Magisteruppsats i företagsekonomi
Extern redovisning Hösten 2008
Handledare: Gudrun Baldvinsdottir
Pernilla Mannius-Lindholm
Författare: Marcus Andersson
Henrik Börjesson



Förord

Följande magisteruppsats har skrivits vid Handelshögskolan i Göteborg under perioden november 2008 – januari 2009.

Flera personer har varit viktiga för genomförandet av uppsatsen. Vi vill tacka de personer som tog sig tid och med stort engagemang ställde upp på intervjuer. Bland dessa vill vi lyfta fram Linda Hedvall på Finansinspektionen, Fabian Dahl på Sjätte AP-fonden, Joakim Håkansson på Svenska Handelsbanken och Patrik Jonsson på Dunross.

Vi vill även rikta ett varmt tack till våra handledare Gudrun Baldvinsdottir och Pernilla Mannius-Lindholm som har gett oss god vägledning genom uppsatsen.

Göteborg, januari 2009

Marcus Andersson

Henrik Börjesson

Sammanfattning

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, studier i externredovisning, Magisteruppsats, HT 2008

Författare: Marcus Andersson och Henrik Börjesson

Handledare: Gudrun Baldvinsdottir och Pernilla Mannius-Lindholm

Titel: Blankning roll på den svenska aktiemarknaden – En kvalitativ studie av ett ifrågasatt marknadsinstrument.

Bakgrund och problem: Under hösten 2008 drabbades världsmarknaden av en finanskris utlöst av bolånemarknaden i USA. Börser världen över rasade till rekordlåga nivåer, och i jakten på orsaker som förvärrade krisen pekade många på blankning - instrumentet som möjliggör vinster i nedåtgående aktiekurser. Med den här uppsatsen vill vi undersöka marknadsinställning till blankning, Vi vill även belysa vad detta som instrument tillför marknaden, samt vilka negativa aspekter detta kan medföra.

Syfte: Syftet med uppsatsen är att redogöra för vilken inställning aktiemarknadens aktörer har till blankning. Som delsyfte avser vi att klargöra för vilka negativa och positiva aspekter marknadsaktörer ser förknippade med blankning.

Metod: Uppsatsen bygger på en kvalitativ studie där vi har gjort ett urval av institutioner som har koppling till finansmarknaden. Den empiriska datan har samlats in via intervjuer med personer på företag och institutioner som på något sätt i sitt dagliga arbete har en koppling till blankning. Genom att sända över ett frågeformulär och sedan följa upp det med kompletterande frågor har vi tagit reda på deras inställning och åsikter beträffande blankning.

Resultat och slutsatser: Resultatet av uppsatsen visar på att marknaden har en samlad och positiv syn på blankning. Vi har trots det utränt att det även finns en stor osäkerhet kring blankning och det råder en påfallande försiktighet rörande uttalanden i ämnet. Marknaden är dock i sin helhet ense om att blankning som verktyg tillför effektivitet och likviditet, och att något förbud inte är motiverat på den svenska marknaden.

Förslag till fortsatt forskning: Blankning är ett område i behov av vidare kvalitativa studier. Då det är inom den finansiella sektorn har otaliga kvantitativa studier genomförts som påvisat blankningens effekter. För att få bort osäkerheten runt ämnet krävs dock en ökad transparens och visibilitet som kan bidra med att öka vetskapen om dess positiva egenskaper. Däri ser vi det största behovet av fortsatta studier – hur man kan öka visibiliteten och transparensen för att få blankning mer bekräftat som positivt verktyg.

Begreppsförklaringar

Derivatinstrument	Är samlingsnamnet på en form av värdepapper där de vanligaste är terminer, optioner och warranter. Ett derivatinstruments värde är kopplat till värdet på en underliggande tillgång. Kännetäcken för ett finansiellt derivat är att det är kopplat till händelser vid en specifik tidsperiod eller tidpunkt i framtiden. ¹
Konvertibel	En konvertibel är en skuldförbindelse som ger innehavaren rätt eller skyldighet att byta (konvertera) sin fordran mot aktier i bolaget. ²
Naken blankning	Till skillnad från vanlig blankning säljer man vid naken blankning aktier utan att först låna. I Sverige är det bara tillåtet under en enskild handelsdag. ³
Option	Är ett finansiellt instrument vars värde härleds utifrån ett underliggande värdepapper. Har optionen en aktie som underliggande värdepapper så är det en aktieoption. När det handlas med optioner tecknas optionsavtal. I ett optionsavtal finns det alltid två parter, en part som utfärdar en option och en part som köper en option. En person som handlar med optioner kan ha fyra grundläggande positioner. Personen kan utfärda en säljoption, köpa en säljoption, utfärda en köpoption eller köpa en köpoption. När en säljoption handlas köps rätten att, inom en förutbestämd tidsperiod, få sälja aktien till ett visst lösenpris. Det motsatta sker när en köpoption handlas, då köps rätten att inom en förutbestämd tidsperiod få köpa en aktie till ett visst lösenpris. ⁴
OTC-affärer	Är aktieaffärer som sker direkt mellan säljare och köpare över datanätverk eller telefon. Är aktiehandel som sker med olistade aktier, alltså aktier som inte är registrerade på någon börs eller marknadsplats. ⁵
Private equity-fond	En private equity-fond är en fond som investerar i onoterade bolag där engagemanget är aktivt och obegränsat. ⁶
Terminskontrakt	Är ett avtal mellan en köpare och säljare om att göra en affär till ett förutbestämt pris i framtiden. Terminer används för att

¹ <http://www.riskglossary.com/> 2009-01-05

² <http://www.bolagsverket.se> 2009-01-11

³ <http://www.avanza.se/> 2009-01-10

⁴ <http://www.aktiesite.se/>2009-01-05

⁵ <http://www.investopedia.com/> 2009-01-06

⁶ <http://www.apfond6.se/> 2009-01-10



reducera risk. Terminer kan användas vid köp av ett flertal olika varor såsom aktier, valutor och råvaror.⁷

VPC-registrerad

När aktier köps i publika aktiebolag erhåller inte köparen ett fysiskt aktiebevis utan blir registrerad som aktieägare i företagets elektroniska aktiebok.⁸

Warranter

Är ett finansiellt derivatinstrument som är utställt på en särskild aktie eller ett börsindex. Warranter har specifika villkor och en löptid som oftast överstiger ett år. Warranter beskrivs ofta som optioner med lång löptid.⁹

Market maker

Är mäklarfirman eller banken som står redo hela tiden då börsen är öppen med köp och säljbud på börsföretagens aktier. En market maker köper aktierna från personer som vill sälja sina aktier även om de inte har någon att sälja aktierna vidare till. Det är en market maker som får aktiemarknaden att fungera.¹⁰

⁷ <http://www.aktiesite.se/> 2009-01-05

⁸ <http://www.aktiesite.se/> 2009-01-07

⁹ <http://www.investopedia.com/> 2009-01-07

¹⁰ <http://beginnersinvest.about.com/> 2009-01-10



INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1 INLEDNING	8
1.1 BAKGRUND	8
1.1.1 Varför blanka en aktie?	8
1.1.2 Blankningens bakgrundshistoria	9
1.2 PROBLEMANALYS	10
1.3 UPPSATSENS FRÅGESTÄLLNING	11
1.4 SYFTE	11
1.5 STUDIENS BIDRAG	11
1.6 AVGRÄNSNINGAR	11
1.7 KAPITELINDELNING	12
2 METOD	13
2.1 FORSKNINGSMETOD	13
2.2 DATAINSAMLINGSMETOD	13
2.3 URVAL	14
2.3.1 Urval av intervjupersoner	14
2.3.2 Urval för artikelstudie	14
2.4 STUDIENS TROVÄRDIGHET	14
2.5 INTERVJUERNAS GENOMFÖRANDE	15
2.6 DISPOSITION AV ARBETE	16
3 REFERENSRAM OCH TEORI	17
3.1 ATT TJÄNA PENGAR PÅ BLANKNING	17
3.2 RISKER OCH KOMPLEXITET MED BLANKNING	18
3.3 AKTIELÅN	18
3.3.1 Olika sorter av blankning	18
3.3.2 Leveransförseningar	19
3.3.3 Brukande av rösträtt	19
3.4 MOTIV TILL AKTIEUTLÅNING	20
3.5 EFFEKTER PÅ MARKNADEN	20
3.5.1 Öka likviditeten på aktiemarknaden	20
3.5.2 Arbitragemöjligheter	21
3.6 ARTIKELSTUDIE OM BLANKNING	21
3.6.1 Förespråkare	21
3.6.2 Motståndare	23
3.7 DEN EFFEKTIVA MARKNADSTEORIN	25
3.8 DEN EFFEKTIVA MARKNADSHYPOTESEN	26
3.8.1 Svag form av marknadseffektivitet	26
3.8.2 Semistark form av marknadseffektivitet	27
3.8.3 Stark form av marknadseffektivitet	27
3.9 CAPITAL ASSET PRICING MODEL - CAPM	27
3.9.1 Antaganden för att CAPM ska vara giltigt	28
3.9.2 Blankningens roll för CAPM	28
4 INTERVJUER OCH PRESENTATION AV INTERVJUPERSONER	30
4.1 LINDA HEDVALL PÅ FINANSINSPEKTIONEN	30
4.1.1 Intervju med Linda Hedvall	30
4.2 JOAKIM HÅKANSSON PÅ HANDELSBANKEN	33
4.2.1 Intervju med Joakim Håkansson	33
4.3 FABIAN DAHL PÅ SJÄTTE AP-FONDEN	34
4.3.1 Intervju med Fabian Dahl	34
4.4 PATRIK JONSSON PÅ DUNROSS	35
4.4.1 Intervju med Patrik Jonsson	35



5 ANALYS	37
5.1 ANALYS AV EMPIRIN UTIFRÅN DEN EFFEKTIVA MARKNADSTEORIN OCH DEN EFFEKTIVA MARKNADSHYPOTISEN	37
5.1.1 Blankningens påverkan på marknaden.....	37
5.1.2 Blankningens påverkan vid börsnedgång	38
5.2 CAPM-ANALYS	39
5.3 GENERELL ANALYS	40
6 SLUTSATS	42
6.1 UPPSATSENS FRÅGESTÄLLNINGAR	42
6.1.1 Vad tillför blankningsinstrumentet på aktiemarknaden?.....	42
6.1.2 Vilka negativa aspekter finns förknippade med blankning?	42
6.1.3 Hur ser marknads aktörer på blankning som instrument på aktiemarknaden?	43
6.2 SLUTDISKUSSION.....	43
6.2.1 Uteblivna intervjusvar	43
6.2.2 Egna reflektioner.....	44
6.2.3 Förslag till fortsatta studier.....	45
REFERENSLISTA	46
Litteratur	46
Vetenskapliga artiklar	46
Internetkällor.....	47
BILAGOR	50
Intervjumall Bilaga 1.....	50

Fíгурförteckning

Figur 1-A, Kapitelindelning	12
Figur 2-A, Disposition av arbetsgång.....	16
Figur 3-A, Artikeldiagram.....	21



1 Inledning

I det första kapitlet presenterar vi bakgrunden och ämnar ge läsaren en förståelse för det finansiella instrumentet blankning. Det övergår i en analys om vilka problem som finns förknippade med blankning, och som sedan följs av uppsatsens frågeställning. Inledningskapitlet avslutas sedan med uppsatsens syfte, vilka avgränsningar som tas och en presentation av arbetets kapitelindelning.

1.1 Bakgrund

Kredit- och bankväsendet världen över har hamnat i svårigheter. Stora delar av det finansiella systemet är lamslaget. En rad internationella banker har helt eller delvis köpts upp eller förstatligats. Under det senaste decenniet har en stark expansion av utlåning över hela världen bäddat för finanskrisen. Centralbankerna, och då framför allt den amerikanska, har lagt grunden för utlåningen genom att hålla styrräntorna låga i efterkänningarna av IT- kraschen och den följande lågkonjunkturen i början av 2000-talet. Med en vilja från politiskt håll att göra det möjligt och enklare för personer som inte kvalificerade sig för vanliga lån att låna, har gammal fakta om lånerisker satts ur spel.¹¹

I tider av finanskriser och stora börsvängningar ökar användningen och fokuset på blankning av aktier. Det ökade intresset är inte så konstigt då blankning möjliggör avkastning på kapital i tider av börsnedgångar.

1.1.1 Varför blanka en aktie?

Blankning som finansiellt instrument gör det möjligt att få en positiv avkastning då aktiekursen går ner. Proceduren är den omvända mot ett vanligt aktieköp. Istället för ett aktieköp så börjar blankningsaffären med en försäljning av aktier. Blankaren lånar först ett antal aktier för att sälja på marknaden. Ett aktielån erbjuds idag av en mängd olika mäklare och banker. Efter att blankaren sålt de lånade aktierna är det bara att hoppas på att aktiekursen sjunker. Blankaren köper sedan tillbaka samma antal av den aktuella aktien som lånats för att returnera dem till långivaren. Den eventuella vinsten som blankaren gör beror på aktiekursens värde på återköpsdagen, hur mycket aktien minskat i värde jämfört med värdet vid försäljningen. Emellertid är inte detta den slutliga vinsten utan det kommer till avgifter för aktielånet och transaktionskostnader.¹² När en aktie blankas spekuleras inte i vad aktiens värde är idag utan vad en akties värde kommer vara i framtiden på marknaden. Aktieportföljer som både innehåller långa och korta positioner i aktier tenderar att ha lägre volatilitet jämfört med aktieportföljer med enbart långa positioner.¹³

För att öka förståelsen ytterligare illustrerar vi blankningsprocessens olika steg med hjälp av ett exempel:

Steg 1, En blankare lånar 10 000 ABB aktier, genom en finansmäklare, av en fond eller affärsbank. Blankaren betalar en

¹¹ <http://www.ekonomifakta.se/2008-11-10>

¹² www.mappis.se/2008-11-15

¹³ <http://www.investorguide.com/2008-11-20>



årsränta för lånet på cirka 1-3 procent. Parallellt som säkerhet ställs en del av de blankade aktiernas värde på ett speciellt säkerhetskonto.

Steg 2, Blankaren säljer därefter de lånade aktierna till ett marknadspris på marknaden. Vid försäljningstillfället stod ABB aktien i 20 kronor, blankaren får då 200 000 kronor för aktierna.

Steg 3, Nu två månader senare har blankaren bestämt att positionen ska stängas och då köps motsvarande antal aktier de lånat tillbaka på marknaden. Nu beroende på om ABB aktien stigit eller sjunkit i värde kommer blankaren göra en vinst eller förlust. I detta fall har aktien sjunkit till 15 kronor, då köps aktierna tillbaka för 150 000 kronor.

Steg 4, I det fjärde steget lämnar blankaren tillbaka de 10 000 lånade ABB aktierna till utlånanaren. Vinsten blankaren gör blir på 50 000 kronor, försäljning för 200 000 kronor minus priset för att köpa tillbaka aktierna för 150 000 kronor. Detta är vinst innan courtage, räntekostnader och transaktionskostnader för lånet är avdragna.¹⁴

Det lägsta värdet en aktiekurs kan sjunka till vid ett vanligt aktieköp är noll, en situation då investeraren förlorar allt sitt satsade kapital. Vid blankning finns det emellertid ingen egentlig gräns för vilket belopp man måste köpa tillbaka aktierna för, det vill säga hur mycket en aktie kan stiga i värde. Det finns således i teorin inte heller någon direkt begränsning hur stor förlusten kan bli.¹⁵

Blankning som finansiellt instrument används till största delen av olika Hedgefonder. En sådan fond blankar aktier i syfte att minska risken i deras portfölj. I praktiken fungerar det på så vis att för varje aktie de köper som de anser vara undervärderad och tror att kursen ska öka, blankar (säljer) hedgefonden en aktie i ett bolag de anser vara övervärderad och således tror kommer att tappa i värde. För Hedgefonder används blankningsinstrumentet som ett riskhanteringssystem.¹⁶

En hedgefond är ett samlingsbegrepp för en mängd olika typer av specialfonder. En hedgefond har friare placeringsregler än exempelvis en aktiefond. De kan för att öka sin avkastning placera i olika typer av derivat eller använda sig av belåning och blankning av aktier. En hedgefonds affärsidé bygger på att oavsett om börsen går upp eller ner ska alltid fonden ge positiv avkastning. Detta kallas att hedgefonden syftar till att ha absolut avkastning. Dvs. den generera en avkastning oavsett hur börsen går. Detta är självklart inte alltid möjligt i praktiken, så en hedgefond kan gå med förlust.¹⁷

1.1.2 Blankningens bakgrundshistoria

Förbud mot blankning var gällande i Sverige mellan 1979 och den första augusti 1991. Förbudet innebar att under den här tiden tilläts inte fondkommissionsbolag eller banker i Sverige, att varken på egen eller på annans uppdrag medverka vid aktielån. Argumenten som

¹⁴ <http://www.cicero-fonder.se/2008-10-24>

¹⁵ <https://www.nordnet.se/2008-10-25>

¹⁶ <http://www.cicero-fonder.se/2008-10-24>

¹⁷ <http://www.investopedia.com/2008-10-26>



erhölls för restriktionerna före 1991 var dels att stockholmsbörsens omsättning ansågs vara för låg, att blankning som finansiellt instrument tycktes vara alltför spekulativt samt att det bedömdes finnas aktörer på marknaden som gentemot sina motparter hade ett övertag genom en bättre kännedom av läget på marknaden.¹⁸

Omständigheterna på den svenska finansmarknaden förändrades avsevärt under 1980-talet. Omsättningen på Stockholmsbörsen ökade med 1350 procent, från en omsättning på 8 miljarder 1980 till 116 miljarder 1988. Börsvärdet ökade under samma period med 636 procent, från 56 miljarder till 412 miljarder. Argumentet att Stockholmsbörsen var för liten var inte längre hållbart. Samtidigt som det inte längre kunde sägas vara specifikt för blankningsaffärer att ha spekulativa inslag utan det var något som förekom i all värdepappershandel. Det var inte rimligt att det skulle vara mer spekulativt att tjäna pengar i en nedåtgående marknad än i en uppåtgående. Vid denna tid hade det även växt fram ett flertal andra instrument som genererade positiv avkastning vid en negativ börsutveckling. Då ett förbud mot dessa inte var aktuellt ökade chanserna till ett avskaffande av förbudet mot blankning.¹⁹

1989 presenterade Värdepapperskommittén en rapport gjord på uppdrag av regeringen, där en utredning av förbudet mot blankning hade genomförts. I Värdepapperskommitténs rapport föreslogs att förbudet skulle upphävas då utvecklingen på finansmarknaden hade lett till att skälen till förbudet hade förändrats och inte längre var aktuella. Rapporten var den drivande faktorn som ledde fram till en regeringsproposition som följde kommitténs linje och föreslog att förbudet mot blankning skulle upphävas. Förbudet upphävdes den 1 januari 1991.²⁰

Dock var det inte förrän den 6 februari 1992 då Skatterättsnämnden meddelade, att ur skattemässig synvinkel skulle inte ett aktielån på mindre än ett år, ses som en avyttring. Med Skatterättsnämndens meddelande försvann ett avgörande hinder för att det skulle vara möjligt att bedriva aktielåneverksamhet. Detta anses av många vara den egentliga starttidpunkten för blankningsaffärer i Sverige.²¹

1.2 Problemanalys

Historiskt sett har diskussionen runt blankning inneburit att motståndarna menar att hedgefonderna och blankare bär stor skuld till att öka det dystra börsklimatet. Medan de som förespråkar blankning menar att blankningsförfarandet snarare ökar effektiviteten och likviditeten på marknaden, med andra ord att det rätta värdet på en aktie snabbare och på ett tydligare sätt kommer fram.²²

Användningen av blankning som finansiellt instrument är mycket omdebatterat världen över. Myndigheterna i USA och Storbritannien har under hösten 2008 tillfälligt förbjudit blankning av en mängd finansaktier i ett försök att stoppa upp de kraftigt fallande aktiekurserna. Brittiska och amerikanska myndigheter menar att det är blankarna på hedgefonderna som bär stor del av skulden till de gångna veckornas nedgång på bankaktier.²³ Diskussionen kring blankning och ett eventuellt förbud har spridit sig i samma takt som finanskrisen har drabbat

¹⁸ Ek & Petersson, *Den Svenska marknaden för aktielån och blankning*, 1994

¹⁹ Ibid

²⁰ Ibid

²¹ Ibid

²² <http://www.cicerofond.se/2008-10-24>

²³ <http://www.e24.se/2008-10-27>



världens börser. Den har nu även på allvar nått den svenska marknaden. Företagsledare och banker kräver åtgärder av marknadsmyndigheterna för att vända den dalande konjunkturen, medan investerarna på börserna måste söka alternativa investeringar för att bibehålla en avkastning och värdeskapande åt sina kunder. Olika parter har således skilda anledningar till vilken inställning de ska ta till blankningen som instrument och vilken sida de ska välja.

1.3 Uppsatsens frågeställning

I den här uppsatsen vill vi bringa klarhet i ovanstående resonemang. Vi ämnar uppnå det genom att undersöka vilken inställning aktörerna på Sveriges aktiemarknad har till blankning. Vi vill göra det genom att undersöka de positiva och negativa effekter som blankningen tillför marknaden. I vår slutsats ämnar vi därför besvara följande huvudfrågeställning;

Hur ser marknads aktörer på blankning som instrument på aktiemarknaden?

För att besvara vår huvudsakliga problemställning, kommer vi att undersöka och analysera följande delproblem.

Vad tillför blankningsinstrumentet på aktiemarknaden?

Vilka negativa aspekter finns förknippade med blankning?

1.4 Syfte

Syftet med uppsatsen är att redogöra för vilken inställning aktiemarknadens aktörer har till blankning. Som delsyfte avser vi att klargöra för vilka negativa och positiva aspekter marknads aktörer ser förknippade med blankning.

1.5 Studiens bidrag

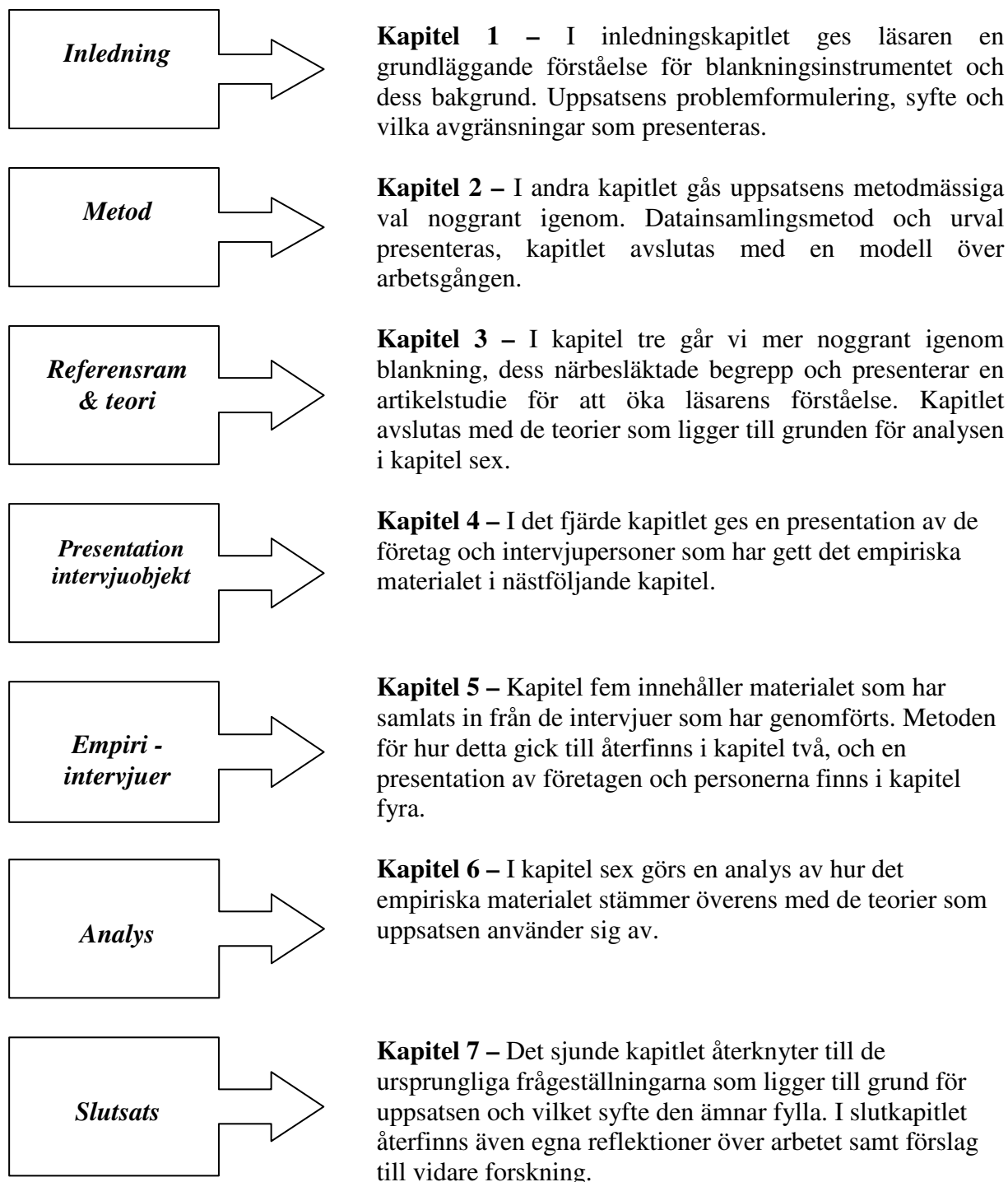
Denna studien är ämnad till att bringa klarhet i ett ämne som är omdebatterat men som ändå omges av osäkerhet och frågor. Läsaren ska ges en förståelse till varför blankningen används på marknaden och, huruvida instrumentet blankning är ett till största delen positivt eller negativt instrument. Denna uppsats kan även användas för studenter som undersöker ett liknande område.

1.6 Avgränsningar

Uppsatsen avgränsar sig till att ur forskningssyfte behandla blankningen på den svenska aktiemarknaden. Uppsatsen kommer följaktligen bara att beröra blankning på internationell nivå ifråga om exempel och jämförelser.



1.7 Kapitelindelning



Figur 1-A, Kapitelindelning



2 Metod

Metodkapitlet ämnar vi att grundligt redogöra för den metod vi har använt oss av vid studien. Syftet är att beskriva de tillvägagångssätt, metodmässiga vägval och utföranden som uppsatsens informationsinsamling och struktur bygger på. För vart kapitel förklarar vi först innebörden av begreppen och vilka val de innebär, därefter redogörs för vilken utgångspunkt den här studien har. Kapitlet avslutas med en modell över uppsatsens arbetsgång.

2.1 Forskningsmetod

Som forskningsinriktning brukar man huvudsakligen skilja på kvalitativ eller kvantitativ forskning och syftar då på hur man väljer att generera, bearbeta och analysera datan man har samlat in för studien²⁴. En kvalitativ studie kännetecknas av en närhet till källan och skapar i grunden en större förståelse för problemet som undersöks. Kvalitativ forskning fokuserar på mjuka data, till exempel intervjuer och tolkande analyser. Kvantitativ forskning kan ses som motsatsen, den är mer formaliserad och strukturerad, och kan kopplas samman med datainsamling och statistiska analyser.²⁵

Vår studie av blankning bygger främst på en kvalitativ forskningsmetodik. Ett antal aktörer med olika bakgrund har valts ut för att återge deras synpunkter på blankning. Vi har således varit nära källorna som har givit uppsatsens primärdata. Intervjuobjektens svar har sammanställts för att därefter blivit analyserade. Ett visst inslag av kvantitativ karaktär är dock att en intervjumall har använts. Studien har även tagit del av artiklar publicerade på internet. Artiklarna har varit av såväl vetenskaplig som icke vetenskaplig karaktär, vilket även det får ses som en mer kvantitativ forskningsmetodik.

2.2 Datainsamlingsmetod

Vid bestämning av ursprunget för källorna i studien kan de vara förstahands- eller andrahandskällor och benämns då som primärkälla eller sekundärkälla. Primärkälla, varifrån primärdata fås, innebär ögonvittnesskildringar och förstahandsrapporteringar, allt annat benämns sekundärdata.²⁶

I studien förekommer båda varianterna av dataursprung. Primärdatan utgörs av svaren från intervjupersonerna medan resterande data, det vill säga statistik, artiklar och diverse andra publikationer, är sekundärdata. Sekundärdatan har främst legat till grund för läsarnas och författarnas förståelse i ämnet, medan primärdatan har utgjort empiriskt material för analys och senare slutsatser.

²⁴ Patel & Davidsson, Forskningsmetodikens grunder, 1994

²⁵ Solvang & Holme, Forskningsmetodik, 1994

²⁶ Patel & Davidsson, Forskningsmetodikens grunder, 1994



2.3 Urval

För uppsatsens datainsamling har i huvudsak två olika urval gjorts, urval av intervjupersonerna samt urval för artikelstudien.

2.3.1 Urval av intervjupersoner

Valet av intervjupersoner och källor för en studie är förmodligen avgörande för de slutsatser man kommer fram till. Urvalet ska därför vara sig ske slumpmässigt eller tillfälligt, utan strategiskt med grunder varför objekten i sig är utvalda.²⁷

Urvalet av intervjuperson har gjorts med tanken att få en variation. Vi har sökt personer från olika organisationer eller företag, som på olika sätt är aktiva på marknaden. Finansinspektionen valdes då de är en myndighet med god inblick i handeln av värdepapper i Sverige. De är vidare en neutral organisation utan vinning på blankningens vara eller icke vara. Några som också är en statlig förgrening är Sjätte AP-fonden. Till skillnad från Finansinspektionen har de en aktiv roll på svenska marknaden. Därför ser vi att de kan bidra med en dimension som finansinspektionen saknar, då de har ett större intresse av hur konjunkturen är och om trenden på börsen är positiv eller negativ. Vidare har vi sökt att få svar från åtminstone en av de fyra stora bankerna, i det här fallet blev det Handelsbanken. Att vi har sökt en bank beror på att bankerna är en grupp företag som mer än andra är sårbara för blankning. Detta samtidigt som de själva använder sig av blankning i deras utbud av tjänster. Slutligen har vi sökt ett företag som är mycket aktivt på aktiemarknaden som i den här studien representeras av investmentbolaget Dunross. Detta är ett företag som inte själva är utsatta för blankning, men som kan använda instrumentet för att öka vinsterna för sina kunder. Vidare har även fler företag sökts för svar. Dock uteblev svaren från dessa företag, något som återges mer utförligt i kapitel.

2.3.2 Urval för artikelstudie

Valen av artiklar till artikelstudien har gjorts genom sökningar på internet. De svenska källor som har använts har främst varit erkända affärssidor som innehåller relevanta analyser och behandlar aktuella marknadsproblem. Ett fokus har varit på artiklar som innehåller intervjuer eller uttalanden från personer av speciellt intresse för uppsatsen. Det kan till exempel vara betydelsefulla näringslivsprofiler eller personer högt uppsatta i företag som har varit eller är utsatta för blankning.

Vid valet av internationella artiklar har artiklar från nyhetsdatabaser kompletterats med vetenskapliga artiklar. Detta för att försöka få en mer generaliserbar bild av hur blankning används på ett internationellt plan, till skillnad från artiklar för svenska marknaden där blankningen av en specifik aktie är av intresse.

2.4 Studiens trovärdighet

När man diskuterar ett arbetes trovärdighet berör man begreppen validitet och reliabilitet. Frågan man främst vill ha svar på är om det förekommer några slumpmässiga fel eller skevheter vid utvecklingen av frågeställningen eller insamlandet av datainformation. Det är här mycket viktigt att vara kritisk mot sitt eget arbete. Reliabiliteten beror på precisionen i undersökningarna och bearbetningen av information, medan validiteten är beroende av vad vi

²⁷ Sovang & Holme, Forskningsmetodik, 1994



mäter och om det är förklarat i frågeställningen.²⁸ Har man fokus på endera reliabilitet eller validitet betyder inte det att man kan strunta i den andra. För att få ett bättre grepp om begreppen finns det tre uttryck som kan ses som tumregler. Den första av de tre är att ”hög reliabilitet inte är någon garanti för hög validitet”. Det andra uttrycket är låg reliabilitet ger låg validitet” och den sista är ”fullständig reliabilitet är en förutsättning för fullständig validitet”.²⁹

Då vi för uppsatsen ville ha intervjupersonernas åsikter och inställningar var det utgångspunkten vid utformningen av frågorna. Därför lades en tonvikt vid att ställa frågor som skulle vara neutrala och få fram så ärliga svar som möjligt. Uppsatsens validitet är svår att uppskatta då det inte har varit fråga om att göra någon mätning. Dock har vi genom våra teorier kunnat stärka validiteten då vi har sett att svaren från de olika intervjupersonerna varit överensstämmande och kunnat jämföras med hänseende på teorin.

Beträffande reliabiliteten kan denna vara svår att bedöma vid intervjuer då det inte finns några givna svar eller riktmärken utan ansvaret ligger hos intervjuaren. En komponent som dock stärker reliabiliteten är ifall man använder sig av en intervjumall³⁰, någon som för den här uppsatsen styrker reliabiliteten.

2.5 Intervjuernas genomförande

Studiens utgångspunkt har varit ett omfattande arbete innefattande kunskapsbyggande och datainsamling på området. Parallellt med det arbetet har urvalet av intervjupersoner påbörjats. Vid urval av intervjupersoner har sedan en första kontakt gjorts per telefon i de fall det har varit möjligt, varefter vi har använt oss av en intervjumall med frågor för att samla in svaren på de frågor vi har. I de fall svaren har lämnat kvar frågetecken har kompletteringar gjorts.

Då vi har valt att använda oss av ovan metod vid intervjuerna har det fått till följd att svaren är varierande i omfattning. Det är något vi ser vara av vikt för analys och slutsatser och vi har därför inte brytt oss om att göra kompletteringar av den anledningen att svaren är korta.

²⁸ Sovang & Holme, Forskningsmetodik, 1994

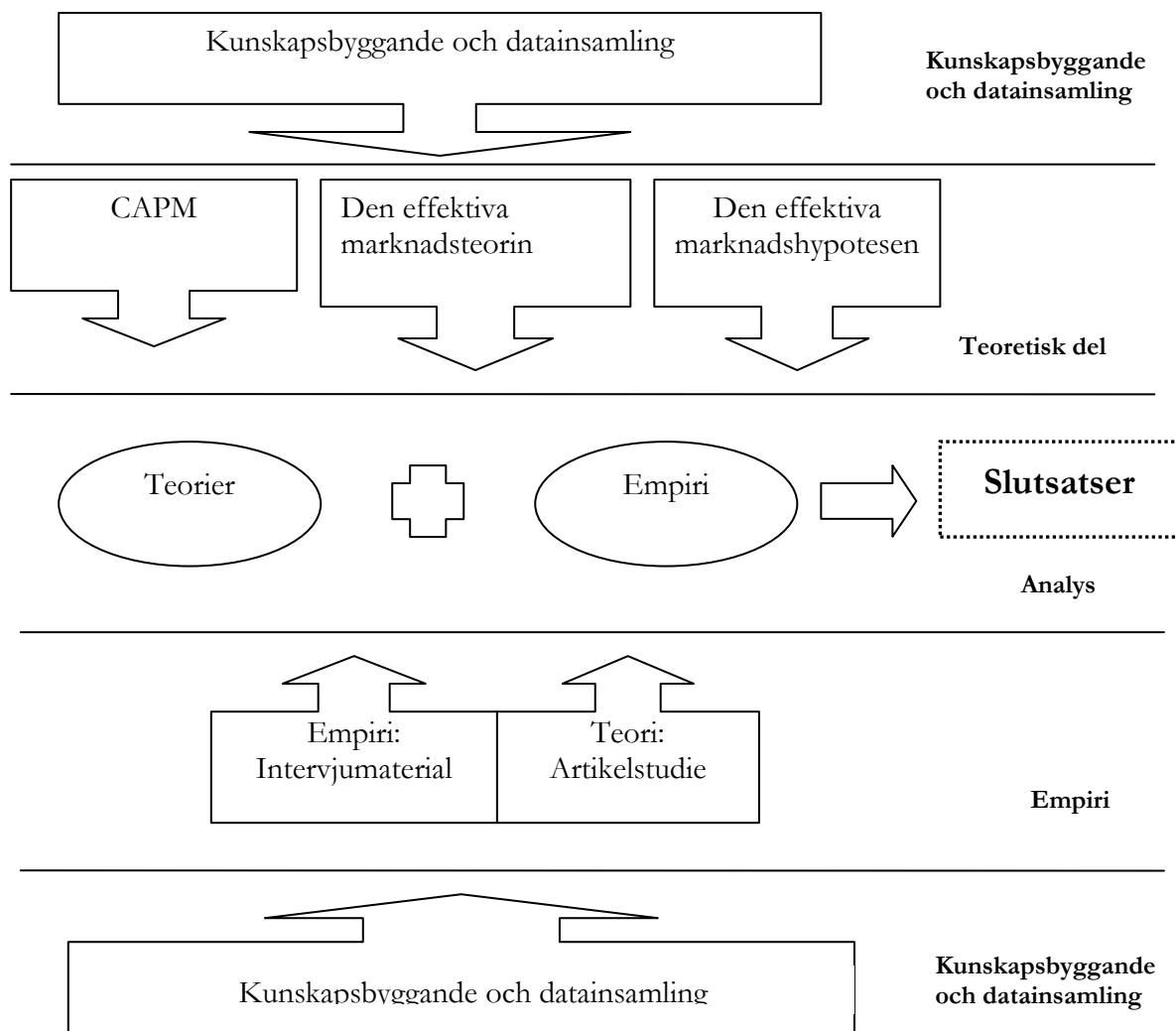
²⁹ Patel & Davidson, Forskningsmetodikens grunder, 1994

³⁰ Ibid



2.6 Disposition av arbete

För en bättre förståelse av arbetets gång och hur uppsatsen är uppbyggd presenteras nedan i en modell. Där vill vi lyfta fram betydelsen av förförståelsen som har föregår de teoretiska och empiriska datainsamlingarna. När vi efter kunskapbyggande och datainsamling byggt upp vår teori och referensram väger vi samman de två komponenterna. Det kommer då tillsammans med studiens ursprungliga ansatser, såsom frågeställning och syfte, resultera i uppsatsens slutsatser.



Figur 2-A, Disposition av arbetsgång



3 Referensram och teori

Det här kapitlet behandlar blankning ur en teoretisk synvinkel. Kapitlet ger även läsaren en bättre förståelse för instrumentet blankning. Kapitlet inleds med att beskriva blankning och återge en bild av blankningens funktion på marknaden. Därefter behandlas teorier som är applicerbara på blankningsinstrumentet. Teorierna som används är en teori om effektiviteten på marknaden, den effektiva marknadshypotesen samt CAPM som är en finansiell teori om riskfördelning av tillgångarna i en portfölj.

3.1 Att tjäna pengar på blankning

För att förtydliga hur man tjänar pengar på blankning använder vi oss av ett fiktivt exempel. Principen är densamma som i exemplet som återfinns i inledningskapitlet, men för att bredda läsarens förståelse använder vi oss av andra siffror.

I exemplet antas att en placerare bedömer att ABB-aktien är övervärderad vid dennes börskurs på 50 kronor. Placerarens bedömning är att ett mer riktigt värde på ABB-aktien är 40 kronor. Placeraren beslutar sig för att låna 50 000 aktier och gör det via en mäklare som sätter upp ett lån mellan placeraren och ett finansinstitut. Parterna kommer överens om att aktielånet skall sträcka sig över 2 månader med ha en årsränta på 3 procent, samt att mäklaren tar en transaktionsavgift på 199 kronor. Placeraren avyttrar de lånade aktierna på marknaden och betalar en courtage avgift till mäklaren på 250 kronor och inkasserar $50 \cdot 50\,000 = 2\,500\,000$ kronor. Då två månader har passerat har ABB aktien sjunkit till 40 kronor och placeraren avslutar sin position genom att köpa tillbaka de 50 000 lånade aktierna men nu till ett pris på $40 \cdot 50\,000 = 2\,000\,000$ kronor samt betalar mäklaren 250 kronor i courtage avgift. Hela affären avslutas med att placeraren återlämnar aktierna till utlånaren och därmed är låneavtalet avslutat. Blankningsaffären kommer att se ut som uppställningen nedan visar:

Försäljning 50 000 aktier*50 kronor	+2 500 000
Återköp 50 000 aktier*40 kronor	-2 000 000
Räntekostnad $((0,02/12) \cdot 2\,500\,000) \cdot 2$	-12 500
Courtage avgift	-500
Transaktionskostnad	<u>-199</u>
Resultat	+486 801

Större delen av alla blankningsaffärer kräver att en kreditsäkerhet skall ställas för lånet av låntagaren. Kreditsäkerheten ligger i spannet mellan 20-30 procent av aktiernas marknadsvärde beroende av vilken aktie som blankas. Beloppet skall ställas på ett säkerhetskonto som kommer att räknas om mot aktiekursens svängningar varje dag. Skulle aktiekursen gå upp kommer låntagaren bli tvungen att sätta in mer pengar på säkerhetskottot.³¹

En blankningsaffär som i exemplet ovan, börjar med en försäljningsaffär då placeraren inkasserar 2 500 000 kronor. De pengar som inte sätts in på säkerhetskottot kommer inte placeraren att behöva förrän vid tidpunkten för återköpet. Placeraren har då möjligheten att

³¹ <http://www.avanza.se/2008-11-26>



investera den återstående delen av kapitalet för att under tiden aktielånet sträcker sig kunna tillgodogöra sig en positiv avkastning som sedan kan användas till att täcka aktielånets räntekostnader.³²

3.2 Risker och komplexitet med blankning

Ur ett historiskt perspektiv kan det ses att en aktie generellt har en uppåtgående kurva. Alltså på lång sikt ökar en aktie i värde. Om ett företag bara gör ett ganska mediokert resultat över några år så kommer inflationen teoretiskt driva upp värdet på aktien. Vilket innebär att genom blankning satsar placeraren mot marknads utveckling över tiden.³³

Vid blankning av en aktie finns det ingen direkt teoretisk gräns för hur stor förlusten kan bli. En aktie kan i teorin stiga hur mycket som helst, det finns ingen gräns för hur högt en aktiekurs kan stiga. Men en blankares vinst är begränsad till att en akties värde minskar till noll och därmed blir vinsten begränsad, en akties värde kan inte gå under noll. Med andra ord den högsta avkastningen en blankare kan uppnå är 100 procent genom att företaget går i konkurs men förlusten kan bli mycket större än de kapital som placeraren från början investerat. Förlustrisken storlek för en blankare är därmed obegränsad.³⁴

Ett fenomen som kommit att kallas "short squeeze" vilket uppstår då ett företag vars aktie i hög grad är blankad börjar stiga i värde. Många blankare försöker samtidigt säkra sina positioner genom att köpa aktien vilket får konsekvensen att aktien snabbt stiger mer i värde. Detta är en risk en blankare ska försöka undvika genom att inte välja att blanka en aktie som redan är blankade av många.³⁵

3.3 Aktielån

Den statistik som finns att tillgå behandlar inte blankning av aktier separat utan visar hur stor del av ett företags aktier som är utlånade.³⁶ Det finns ett flertal användningsområden för en låntagare när det gäller aktielån. Användningsområdena kan delas in i tre huvudgrupper:³⁷

- Olika sorter av blankning
- Leveransförseningar
- Brukande av rösträtt

3.3.1 Olika sorter av blankning

Hedging

Det har blivit allt vanligare idag att som placerare säkra (hedga) sina placeringar från stora förluster. Det syns inte minst i den ökande framkomsten och det ökande intresset för placerare att investera i hedgefonder. Ett viktigt placeringsinstrument för hedgefonderna är blankning. De kan med användning av blankning både äga och blanka en aktie samtidigt för att säkra sin portfölj. Beroende på om placeraren tror att aktiekursen kommer att stiga eller sjunka ska ägandet och blankandet justeras. Till exempel om placeraren tror mer på att aktiekursen

³² Ek & Petersson, *Den Svenska marknaden för aktielån och blankning*, 1994

³³ www.investopedia.com/ 2008-11-24

³⁴ Ibid

³⁵ www.investopedia.com/ 2008-11-24

³⁶ <http://nordic.nasdaqomxtrader.com/>2008-11-21

³⁷ Ek & Petersson, *Den Svenska marknaden för aktielån och blankning*, 1994



kommer att sjunka ska fler aktier blankas än vad som ägs, och tvärtom ska fler aktier ägas än vad som blankas om placeraren tror att aktiekursen kommer att stiga. Det behöver inte vara samma aktie som placeraren både äger och blankar utan placeraren kan blanka en aktie som anses vara övervärderad och köpa en annan aktie som anses vara undervärderad och på så sett också säkra sin portfölj.³⁸

Spekulation

Det mest extrema användningsområdet är att blanka i ren spekulation. Det är dock den blankningsstrategi som har störst potential att ge den högsta avkastningen. Att blanka i rent spekulationssyfte innebär att ta en kort position i en aktie som placeraren anser vara övervärderad och således felaktigt prissatt på marknaden utan att gardera sig mot stora förluster.³⁹

Arbitrage

Arbitragemöjligheter kan uppstå då marknaden är ineffektiv och det då uppstår prisskillnader i ett företags A- och B-aktier. Prisskillnaderna kan utnyttjas med hjälp av blankning genom att placeraren köper den billiga aktien och blankar den dyrare. Alltså placeraren tar en kort position i den dyrare aktien och en lång position i den billiga aktien. Arbitragemöjligheter kan även utnyttjas då prisskillnader uppkommer när en placerare köper en konvertibel tillgång samtidigt som det underliggande värdepappret blankas av placeraren.⁴⁰

3.3.2 Leveransförseningar

Utlåning av aktier har blivit ett hjälpmedel för aktiemäklare att garantera att en leverans av aktier sker i tid. Problemen uppstår oftast då utländska aktörer är säljaren eftersom leveransvillkor och leveranstider stämmer inte alltid överens länder emellan. I en del länder är inte mäklaren eller säljaren skyldig att överlämna aktien innan en likvid har erhållits. Genom att använda utlåning av aktier behöver till exempel den svenske aktieköparen inte drabbas av en försenad leverans då aktiemäklaren lånar aktier så att leveranstiden kan garanteras. När aktien sedan kommer lämnas den till långivaren samt att långivaren erhåller en viss avgift. Leveranseffektiviteten på börserna förbättras med hjälp av denna funktion. Det är svårt att uppskatta hur stor del av aktielånen täckandet av leveransförseningar utgör. Aktielån för denna sortens användning har normalt en väldigt kort löptid och torde till största delen förekomma i företag med stort utländskt ägande.⁴¹

3.3.3 Brukande av rösträtt

Det enda inflytandet en aktieägare har över ett företag idag är via den rösträtt som följer med en aktie. Det finns aktier med olika stor rösträtt. Detta gör det möjligt att som placerare köpa aktier med stor rösträtt för att få ett betydande inflytande i ett företags styrande. Här uppstår ytterligare ett användningsområde för aktielån där en placerare genom att låna aktier kan utöka sitt inflytande i ett företag under en begränsad period och därmed utnyttja den lånade aktiens rösträtt.⁴²

³⁸ <http://www.investopedia.com/2008-11-22>

³⁹ www.investopedia.com/2008-11-22

⁴⁰ Ek & Petersson, *Den Svenska marknaden för aktielån och blankning*, 1994

⁴¹ Ibid

⁴² Ibid



Ett stort problem en blankare har är marknadens komplexitet. Även om en aktie är övervärderad kan det ta flera månader upp till år innan en aktie sjunker till en mer rättvisande kurs. Problemet för blankaren blir att ha rätt för tidigt, att blanka en aktie som är övervärderad men som fortsätter att stiga i värde. Många har försökt att komma upp med en förklaring till varför en aktie avviker från sitt egentliga värde. Som exempel var det många blankare som ansåg att Nasdaq börsen var övervärderade redan 1999. Men börsen fortsatte att stiga och det var först 2002 som Nasdaq börsen var tillbaka på 1999 års nivåer. Den som blankade aktier redan 1999 hade definitivt rätt för tidigt och fick betala mycket dyrt för det.⁴³

3.4 Motiv till aktieutlåning

För att få låna en aktie behöver placeraren betala en transaktionskostnad, courtage avgift och ränta. Hur stor transaktionskostnaden, courtage avgiften och räntesatsen är beroende av vilken mäklare placeraren använder sig av och hur deras avtal ser ut. Årsräntan ligger mellan 1-3 procent.⁴⁴ Storleken på premien påverkas även av tillgången och efterfrågan på en aktie samt aktielånets tidshorisont.⁴⁵

Långgivare kan vara olika finansinstitut såsom till exempel olika pensionsfonder och försäkringsbolag som äger aktier i företag med avsikt att ha kvar sin position och inte avyttra aktien under en överskådlig framtid. Då blir utlåning av aktier ett sätt att erhålla en extra avkastning för fonden under tiden av innehavet i form av en ränteintäkt. Skulle utlåningen gå över ett företags utdelningsperiod är det oftast avtalat så att låntagaren ska ersätta långgivaren med ett belopp som motsvarade utdelningen och även ersätta eventuella emissionsrätter. Vilket gör att för långgivaren blir ränteintäkten en direkt vinst. Då utlåningen sträcker sig över ett företags avstämningsdag av aktieägarnas rösträtter går långgivaren miste om sin rösträtt.⁴⁶

Det kan tyckas tala emot en fonds investeringsstrategi att investera i olika aktier i hopp om att aktierna ska stiga i värde, och samtidigt vara villiga att låna ut sina aktier till placerare vars strategi är att tjäna pengar på att aktien minskar i värde. Fondbolagens argument är att deras långsiktiga position i en aktie inte påverkas av aktiens kursvängningar orsakade av en blankare. De ser sin utlåning av aktierna som att de skapar lite extra avkastning åt sina klienter. Men fortfarande kan i praktiken blankning påverka ett företags aktier negativt, så negativt att det kan ta flera år innan aktiekursen repar sig.⁴⁷

3.5 Effekter på marknaden

3.5.1 Öka likviditeten på aktiemarknaden

Som vi har berört tidigare använder stora portföljförvaltare utlåning av aktier till att inkassera en extra avkastning på sitt aktieinnehav. De erhåller en premie för att låna ut sina aktier, aktier de har en långsiktig tro på och ett innehav de hade tänkt sitta på under än längre tid. Aktieutlåning öppnar även möjligheterna för aktier som annars bara hade legat hos den långsiktige ägaren eller portföljförvaltaren att nu bli tillgängliga på marknaden. Vilket för en

⁴³ www.investopedia.com/2008-11-24

⁴⁴ <http://www.avanza.se/2008-11-26>

⁴⁵ <http://www.omxnordicexchange.com/2008-11-25>

⁴⁶ Ek & Petersson, *Den Svenska marknaden för aktielån och blankning*, 1994

⁴⁷ <http://www.independent.co.uk/2008-11-24>

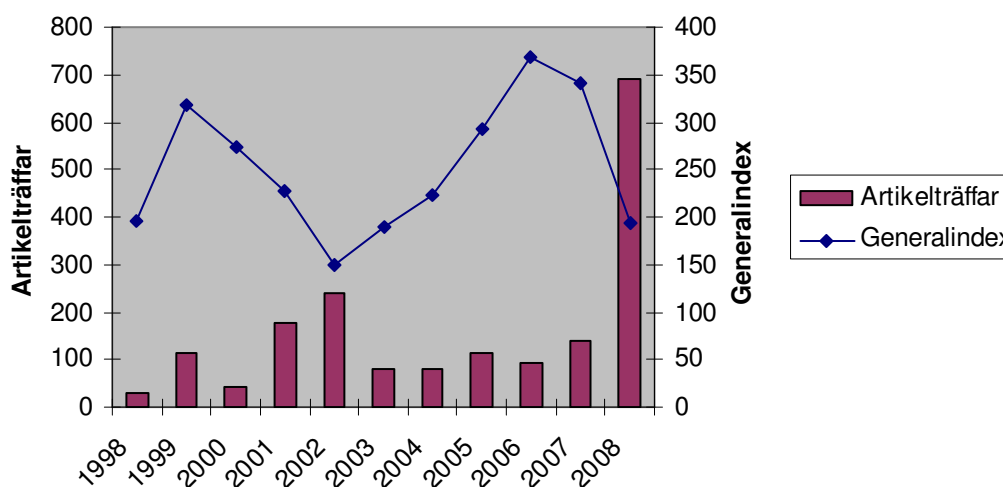


3.5.2 Arbitragemöjligheter

Som vi har skrivit om tidigare kan blankning användas till att göra säkra vinster genom att utnyttja fel prissättningar som kan uppstå på marknaden. När fel prissättningar (arbitrage) uppstår på en marknad innebär det att marknaden inte är fullständigt effektiv. Att med hjälp av blankningsinstrumentet kunna utnyttja arbitrage för med sig den positiva effekten med en effektivare marknad.⁴⁹

3.6 Artikelstudie om Blankning

Blankning är i tider av konjunkturedgångar ett populärt och omdebatterat ämne hos affärstidningar och bloggar, vilket återspeglas i medierna. Vid en sökning på Affärsdatas nyhetsarkiv på ordet "Blankning" är det intressant att se hur antalet träffar i artiklar följer konjunkturans svängningar, det vill säga antalet träffar ökar då konjunkturen och världens börser viker nedåt.



Figur 3-A, Artikeldiagram (Källa: www.privataaffarer.se / www.affarsdata.se)

3.6.1 Förespråkare

Sverige

En företagsledare som under lågkonjunkturer runt 2002 uttalade sig negativt beträffande blankning men som nu har ändrat sin åsikt är Michael Treschow, ordförande i den under förra lågkonjunkturer hårt drabbade Ericssonkoncernen.⁵⁰ I en artikel i Affärsvärlden säger Ericssonordföranden att han idag inte tycker att blankning ska förbjudas, utan att det är ett

⁴⁸ Ek & Petersson, *Den Svenska marknaden för aktielån och blankning*, 1994

⁴⁹ Ibid

⁵⁰ <http://www.affarsvarlden.se/2008-12-09>



finansiellt instrument som behövs. Dock krävs det enligt honom mer transparens och tydligare information för att få bort de avarter som kan finnas, som till exempel naken blankning och falsk ryktesspridning i syfte att få en aktiekurs att falla. Han får i uttalandet medhåll av före detta VDN för börsen Bengt Rydén och Telias förre VD Marianne Nivert.⁵¹

Finansanalytikern Peter Malmqvist ställer sig i en artikel i Affärsvärlden oförstående till förbudet av blankning av finansaktier i USA och Storbritannien. Blankning är en utpräglad kortsiktig strategi och han har svårt att se att ett förbud har någon effekt i längre konjunktursvackor.⁵²

I en artikel från Affärsvärlden rörande ett eventuellt blankningsstopp i finansaktier poängteras att Swedbank är ensam bland bankerna om att vara för ett förbud mot blankning i finansiella företag. Hänvisning görs till Carl Erik Stålberg, styrelseordförande i Swedbank, och ett uttalande som han gjorde beträffande blankningsstopp i finansaktier som återberättas mer utförligt i kapitlet om blankningens motståndare. I artikeln säger dock SEB att man har full förtröstan till Finansinspektionens beslut om att tillåta blankning, och att de har koll på situationen. Inte heller Nordea ser någon anledning till att i dagsläget förbjuda blankning på den svenska marknaden. Artikeln avslutas med ett uttalande från Finansinspektionens Mattias Olander som förklarar att man i Sverige inte heller har någon möjlighet att begränsa blankning med dagens lagstiftning.⁵³

Internationellt

En grupp amerikanska forskare undersökte 19 aktier som har tagit skada under finanskrisen innan blankningsförbudet infördes och redovisar resultatet i en rapport. Slutsatsen visar enligt dem att det inte går att bevisa att blankarna har orsakat kursfall i de respektive aktierna. Vidare hävdar man att ett blankningsförbud minskar effektiviteten på marknaden, och att det får till följd att det tar längre tid för en aktiekurs att återspegla företagets verkliga värde.⁵⁴

En tysk studie från 2007 har testat en över 30 år gammal hypotes av en amerikansk forskare. Hypotesen från 1977 sa att ett förbud mot blankning medför en övervärdering av aktiens värde, samt att övervärderingen har en tendens att öka i takt med att spekulationerna om aktiens framtida värde går isär. Den tyska studien kommer fram till samma slutsats beträffande den första punkten, men kan inte säkerställa huruvida övervärderingen stiger ifall det finns många olika spekulationer om aktiens framtida värde.

Beträffande det blankningsstopp 2008 som under tio handelsdagar infördes av den amerikanska finansinspektionen, U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), och omfattade 799 finansiella företag, finns det många artiklar och uttalanden publicerade. Stoppet infördes då kopplingen mellan förtroende och aktiekurs är speciellt viktig i finansiella aktier. Dock kommenterar SEC samtidigt att blankning under normala förhållanden bidrar till effektiv prissättning och en bättre likviditet på marknaden.⁵⁵

⁵¹ <http://www.affarsvarlden.se/2008-12-09>

⁵² Ibid

⁵³ <http://www.privataaffarer.se/2008-12-08>

⁵⁴ Jones & Lamon, "Short-sale constraints and stock returns" *Journal of Financial Economics*, (2002),

⁵⁵ <http://www.affarsvarlden.se/2008-12-09>



Ett liknande förbud mot blankning i finansaktier infördes med samma motivering även i Storbritannien. En förespråkare för hedgefonderna säger där att effekterna bara blir att aktiekurserna blir rent artificiella och att förbudet snarare är en kraftdemonstration från Storbritanniens motsvarighet till finansinspektionen.⁵⁶

3.6.2 Motståndare

Sverige

I artiklar från 2008, det år som med god marginal har flest artiklar om blankning, återfinns motståndarna för blankning på näringslivets sida. I en artikel från Dagens Nyheter vill Swedbanks ordförande Carl Eric Stålberg ha ett tillfälligt förbud mot blankning i finansaktier, och hänvisar till att liknande förbud har införts på flera internationella marknader.⁵⁷ Swedbanks aktie tappade från mitten av september till mitten av december 2008 cirka 50 % av sitt värde⁵⁸ och otaliga artiklar dividerar om huruvida banken befinner sig i en kris eller inte. Stålberg tillbakavisar kritiken i en annan artikel, och menar istället på att banken är utsatt för omfattande ryktesspridning och spekulation som enligt honom mycket troligt kan ha startats av personer som blankar Swedbanks aktie. Enligt Stålberg har det spekulerats i att många kunder ska ha lämnat banken, något som enligt honom är en fullständigt felaktig bild. Vidare menar Stålberg på att han själv inte vet grunderna till spekulationen, men nämner ändå att det förekommit stora blankningsvolymerna inom aktien och att det där kan finnas argument till att måla upp ett krisscenario som inte finns.⁵⁹

På ekonomisajten E24 spekuleras det i hur stor utsträckning de fyra stora bankerna är utsatta för blankning. Alla bankaktier tappade i värde under sensommaren och hösten, något som skedde samtidigt som noteringarna för antalet utlånade aktier nådde rekordnivåer. När aktiekursen slutade falla minskade dock även antalet utlånade aktie – aktierna hade blivit mindre intressanta att blanka. SEB lyfts dock fram som ett undantag då banken vid tidpunkten står inför en rapport som av många förutspås bli dålig.⁶⁰

Riskkapitalisten och grundaren av investmentfonden Cevian Capital, Christer Gardell, är en annan aktör från näringslivet som har uttalat sig negativt beträffande blankningens existens. Till Ekot i Sveriges Radio säger Gardell att besluten som tagits i andra länder om att förbjuda blankning då marknaden är svag, är korrekta. Vidare menar Gardell att blankning av just bankaktier är extra farligt för marknaden. Det ger en skepsis från kreditgivarna vilket spår på förtroendekrisen, på det hela gör blankarna prissättningen ineffektiv. Han lägger indirekt en del av ansvaret på börsanalytikerna och påpekar att det i dåliga tider är mycket lättare att rekommendera att sälja en aktie än att göra ett köp.⁶¹

Placera.nu's analytiker Dag Rolander skriver i en krönika att blankning i bankaktier bör förbjudas i Sverige. Hans argument är samma som SEC hade när de förbjöd blankning i finansaktier på den amerikanska marknaden, och bygger på en intressekonflikt där blankare tjänar då övriga intressenter förlorar. För finansiella institutioner är förtroende en

⁵⁶ <http://www.thetradenews.com/2008-12-17>

⁵⁷ <http://www.dn.se/2008-12-08>

⁵⁸ Ibid

⁵⁹ Ibid

⁶⁰ <http://www.e24.se/2008-12-08>

⁶¹ <http://www.sr.se/2008-12-08>



mycket viktig faktor för dess existens, vilket blankare kan spela på med negativa rykten och övertolkningar av negativ information.⁶²

Åsikten att förbjuda blankning i bankaktier delas av Rikard Forslid, professor i nationalekonomi vid Stockholms Universitet, som skriver om det i ett inlägg på nationalekonomsajten ekonomistas.se. Även han har vikten av förtroende för finansiella institutioner som huvudargument. Då en bank kan hamna i svåra problem när många långgivare tar ut sina pengar från banken finns det en skörhet i tider av finansiell instabilitet. Blankning är som instrument ett nödvändigt inslag, men när kurserna faller för bankaktier kan blankarna utnyttja situationen och spekulera i fortsatt fallande kurser vilket ger banken ett lägre förtroende hos långgivarna.⁶³

Internationellt

En artikel av australiensiska forskare publicerad i Journal of Finance menar på att blankning omedelbart är dåliga nyheter. Man kan dock se det från olika synvinklar. Forskarna har undersökt hur transparensen i samband med blankning på den australiensiska börsen påverkar börskursen. Med transparens menas i det sammanhanget att man kort efter en blankningsaffär i en aktie ska kunna redovisa att en sådan affär har gjorts, ett verktyg som dagens börser saknar. Resultatet visar på att aktier där blankning har förekommit och har redovisats kort efter genomförande faktiskt visar på en negativ reaktion på aktiekursen. Dock säger resultatet av studien också att det här faktiskt ökar likviditeten i aktien och att en mer korrekt börskurs uppnås genom ökad transparens.⁶⁴

En utredning från 2003 som ser över blankningsreglerna för USA, Storbritannien och Japan, utfördes efter att bland annat 16 företag på USA-börsen hade ansökt om att få särbehandling. Detta eftersom de ansåg att de var utsatta för negativ ryktesspridning av blankare med syftet att driva ner aktiekursen.

Japan, som har en reglering som är snarlik USAs där blankning är förbjudet för aktier i nedgång, introducerades 2002 ett program där en noggrannare kontroll av marknaden skulle göra blankningen mer överskådlig i ett försök att minska negativa spekulationer från blankare. Effekterna av programmet kom direkt och på två veckor hade börsen stigit 20 % och volymen av utlånade aktier sjunkit till hälften av vad den var innan.

I samma utredning behandlas Storbritanniens marknad där det hänvisas till ett dokument beträffande blankning 1998. I den utredningen fann man inte tillräckliga underlag för ett förbud då blankningen bland annat bidrog till bättre underlag för hedgeverksamhet samt en bättre likviditet på marknaden. Dock skulle en bättre transparens av handeln av blankning minska misstron på marknaden och göra den mer tolerant mot blankning.⁶⁵

⁶² <http://www.avanza.se/2008-12-09>

⁶³ <http://ekonomistas.se/2008-12-09>

⁶⁴ Aitken, M., Frino, A., McCorry M & Swan, P., *Short sales are almost always instantaneously bad news, The Journal of Finance*, Vol. 53, (1998), 2205-2223

⁶⁵ <http://www.oecd.org/2008-12-18>



3.7 Den Effektiva marknadsteorin

Det finns tre förutsättningar vilka är oberoende från varandra som alla påverkar effektiviteten på marknaden. De tre förutsättningarna är rationalitet, avvikelser från rationalitet och arbitrage. Då alla aktieinvestorer anses handla rationellt korrigerar de sina värderingar av aktiepriser och gör nya uppskattningar då ny information blir tillgänglig på marknaden. Om investerare istället skulle handla irrationellt alltså om det skulle uppstå oberoende avvikelser från rationalitet på marknaden, genom att det skulle finnas lika många investerare som handlade irrationellt pessimistiska som irrationellt optimistiska skulle sannolikt aktiepriserna röra sig i likriktning med en effektiv marknad. För att en marknad ska vara effektiv behövs inte rationella investerare utan att investerarens handlande motverkar rakt genomgående irrationalitet.⁶⁶

Arbitrage är det tredje villkoret som påverkar och leder fram till effektivitet på marknaden. Arbitrage innebär att investerare utnyttjar felprissättningar som kan uppstå på en ineffektiv marknad.⁶⁷ Det kan till exempel uppstå prisskillnader i ett företags A- och B-aktier. Prisskillnaderna kan utnyttjas genom att en investerare köper den billiga aktien och blankar den dyrare.⁶⁸ På marknaden finns både professionella investerare som är rationella och irrationella amatörer. En amatör som är irrationell låter sina känslor påverka sina investeringsbeslut. Vilket innebär att en amatör uppfattar en aktie som är under- eller övervärderad utifrån en irrationell utgångspunkt. Då dessa tolkningar inte lyckas ta ut varandra kommer aktier handlas över eller under aktiens faktiska effektiva priser. Till skillnad från amatörer gör professionella investerare rationella, objektiva och grundliga värderingar av aktier, vilket leder till att aktier som är undervärderade köps och de aktier som är övervärderade säljs. Dominerar de professionella investerarnas arbitrage över de spekulerande amatörerna kommer fortfarande marknaden vara effektiv.⁶⁹

Det har riktats en del kritik mot den effektiva marknadsteorin där det ifrågasätts huruvida en investerare verkligen handlar rationellt alla gånger. Det anses exempelvis att en investerare inte genomgående har den portföljvalsdiversifiering som de kanske borde ha. Avvikelser från rationalitet ifrågasätts om de verkligen är slumpmässiga då avvikelserna tar ut varandra.⁷⁰ Det råder olika uppfattningar om huruvida aktörerna på marknaden är rationella eller inte. Dock menar Kindleberger (1999) att ekonomisk teori i det stora hela utgår från att investerare är rationella och menar vidare att denna hypotes är otvivelaktig i längden. Däremot förekommer det irrationella tendenser på marknaden såsom olika paniktillstånd och då investerare missar att väga in betydelsefull information i sina investeringsbeslut.⁷¹

Utifrån den effektiva marknadsteorin kan förklaras hur blankning påverkar aktiemarknaden. Då blankning ökar en investerarens möjligheter att handla rationellt genom att göra det möjligt för en investerare att i större utsträckning säkra sina långa positioner. Den effektiva marknadsteorin visar hur blankning kan bidra till en effektivare marknad genom att motverka

⁶⁶ Ross, Westerfield & Jaffe, *Corporate finance*, 2005

⁶⁷ Ibid

⁶⁸ Ek & Petersson, *Den Svenska marknaden för aktielån och blankning*, 1994

⁶⁹ Ross, Westerfield & Jaffe, *Corporate finance*, 2005

⁷⁰ Ibid

⁷¹ Kindleberger, *Manier, panik och krascher – de finansiella krisernas historia*, 1999



felprissättningar på marknaden. Vidare lägger den effektiva marknadsteorin grunden för nästa teori vi valt, den effektiva marknadshypotesen.

3.8 Den Effektiva Marknadshypotesen

Mørcke (2000) menar att en effektivare marknad kan förväntas vara mer överkänslig då informationsflödet är högre. Vidare menar Mørcke att detta medför att aktörerna på en effektivare marknad billigare och snabbare erhåller information och kan fortare agera utifrån den.⁷²

En effektiv marknad definieras som en marknad där priset på en aktie fullt reflekterar den information som är tillgänglig. Ny information absorberas med detsamma i aktiens pris. En placerares information synliggörs på marknaden genom dennes köp och säljbud. All information är offentligt tillgänglig på marknaden.⁷³

Den effektiva marknadshypotesen är en teori som förklarar bakomliggande faktorer som påverkar prissättningen av aktier. Den effektiva marknadshypotesen vilar på tre grundpelare vilka är:

- En investerare har tillgång till all relevant information
- En investerare har kunskapen att förstå konsekvenserna av den monetära informationen.
- Friktionsfri handel möjliggörs på den finansiella marknaden⁷⁴

I den Effektiva Marknads Hypotesen definieras tre nivåer av marknadseffektivitet. Nivåerna bygger på olika typer av information, som offentligt tillgänglig information, all historisk information om förflutna priser. Med andra ord det som åtskiljer de olika nivåerna är hur de definierar uppfattningen, all tillgänglig information. Gemensamt för samtliga nivåer är att de menar att all tillgänglig information ligger inbakat i en akties pris. De olika nivåerna är Svag form av marknadseffektivitet, Semistark form av marknadseffektivitet och Stark form av marknadseffektivitet.⁷⁵

3.8.1 Svag form av marknadseffektivitet

I den här nivån definieras information som all historisk fakta för ett specifikt värdepapper. Den historiska informationen som reflekteras i ett värdepappers pris, kan till exempel vara information om värdepapprets tidigare priser men även annan historisk information. I den här svaga formen av marknadseffektivitet blir all teknisk analys grundad på historiska kursrörelser oväsentlig då redan all denna information är absorberad av marknaden. Skulle en varaktig cyklisk rörelse upptäckas i kurserna kommer den att elimineras direkt då samtliga

⁷² Mørcke, Yeung & Yu, 2000, *Journal of Financial Economics*, sid 215-260.

⁷³ Elton, Gruber, Brown & Goetzmann, *Modern portfolio theory and investment analysis*, 2003

⁷⁴ Fama, *Efficient Capital Markets*, 1970, *Journal of Finance*, sid 383-417.

⁷⁵ Ross, Westerfield & Jaffe, *Corporate finance*, 2005



investorerare inom kort hade blivit medvetna om sambandet. Vilket gör att marknaden hade fått tillbaka sin oregelbundenhet. Därför anses marknaden ofta följa en Random-walk, ett helt slumpmässigt beteende.⁷⁶

3.8.2 Semistark form av marknadseffektivitet

I den semistarka formen definieras information som att både innehålla den svaga formens historiska information och all offentlig information såsom ett företags årsredovisning som påverkar ett enskilt värdepapper. Kontentan blir att så fort en delårsrapport släpps till allmänheten av ett företag inkluderas informationen i priset på företagets värdepapper.⁷⁷

3.8.3 Stark form av marknadseffektivitet

Den starka formen av marknadseffektivitet hävdar att ingen investerare har mer information än någon annan investerare. Priset på ett värdepapper innefattas av all information då även insiderinformation. Vilket innebär att ingen person oavsett om personen i fråga är styrelseordförande eller småsparare sitter på information som kan nyttjas innan marknaden uppmärksammat den.⁷⁸

Med utgångspunkt från de tre nivåerna kan en marknadseffektivitet mätas. Med hjälp av nivåerna kan mätas vilken sorts information som är tillgänglig på marknaden och även vilken typ av information som behövs för att generera potentiella överavkastningar. Det går även att fastställa hur effektiv marknaden är på att fördela resurser. Så länge finansmarknader är effektiva kommer de att befinna sig i jämvikt enligt den effektiva marknadshypotesen.

3.9 Capital Asset Pricing Model - CAPM

För att få en bättre förståelse för blankningens roll som instrument på aktiemarknaden har vi valt att belysa det med Capital Asset Pricing Model (CAPM).

CAPM är en viktig byggsten för modern finasteori. Det är en portföljvalsteori som utvecklades av Sharpe (1964), Lintner (1965) och Mossin (1966), och förklarar sambandet mellan förväntad avkastning och risk⁷⁹. Det är en modell som förklarar grunderna på kapitalmarknaden. Grundtanken med CAPM är att marknaden i jämvikt belönar investerare efter den risknivå som investeraren utsätter sig för. Risknivån är i sin tur beroende på sammansättningen av portföljen, det vill säga vilka olika tillgångar som ingår och vilken aggregerad risk den innebär. En grundläggande tanke är att eftersom människor generellt sett är riskaverta, måste den aggregerade risken för en portfölj vara positiv för att den ska vara intressant för en investerare att inneha. Dock innebär inte CAPM att ju större risk som portföljen har, desto bättre blir avkastningen. Marknaden premierar inte en investerare för risken i en enskild tillgång, utan för den totala riskspridningen som portföljen innebär. Det innebär i teorin att en investerare kan uppnå en effektiv portfölj genom att blanda en riskfri tillgång med en kombination av riskfyllda tillgångar.⁸⁰

⁷⁶ Ibid

⁷⁷ Ross, Westerfield & Jaffe, *Corporate finance*, 2005

⁷⁸ Ibid

⁷⁹ Jönsson & Mouritsen, *Accounting in Scandinavia*, 2005

⁸⁰ Bodie & Merton, *Finance*, 2000



3.9.1 Antaganden för att CAPM ska vara giltigt⁸¹

Då verkligheten är komplicerad behöver de flesta ekonomiska modeller förenklingar och antaganden för att de ska kunna appliceras, och CAPM är inget undantag. Enligt CAPM förutsätter en effektiv portfölj ett antal antaganden om marknaden för att den ska ge optimal effekt. De är;

- Första antagandet är att det inte förekommer några transaktionskostnader på marknaden. Det ökar komplexiteten eftersom det i olika utsträckning påverkar investeringsbeslutet.
- Andra antagandet innebär att storleken på investeringen i en aktie är oberoende av priset, då aktien är obegränsat delbar. Det betyder i teorin att en investerare kan köpa aktier i Ericsson för SEK 1,92, fastän aktiepriset i verkligheten ligger på SEK 23,8.
- Tredje antagandet - det förekommer inga inkomstskatter. Alltså behöver investeraren inte ta hänsyn till en eventuell avgift som tillkommer inkomsten på investeringen.
- Fjärde antagandet innebär att ingen enskild aktör kan påverka marknadspriset.
- Femte antagandet innebär att en investerare förväntas ta sina beslut enbart beroende på det förväntade framtida värdet, avkastningen, och standardavvikelsen på portföljen.
- **Sjätte antagandet innebär att obegränsad blankning är tillåten på marknaden. Varje enskild investerare kan blanka en enskild aktie obegränsat.**
- För sjunde antagandet antas att obegränsad belåning är tillåten. Det vill säga en investerare kan låna så mycket kapital den vill till samma ränta som för riskfria tillgångar.
- Det åttonde antagandet innebär att alla investerare definierar en period i samma tidslängd, och att alla investerare under den perioden väger in den förväntade avkastningen och medelvärdet av investeringen.
- Nionde antagandet är att alla investerare har samma uppfattning beträffande betydelsefulla beslut för deras portfölj.
- Det tionde och sista antagandet är att alla tillgångar kan handlas på marknaden, vilket inkluderar humankapital.

3.9.2 Blankningens roll för CAPM

En utav de ursprungliga skaparna av CAPM, John Lintner (1971), utvecklar resonemanget kring teorin. För att CAPM ska fungera fullt ut krävs ovan antaganden om marknaden, av vilka antagande sex är av speciellt intresse för den här uppsatsen. Dock har grunderna för antagandet om att fri blankning behöver vara tillåtet testats, och det med intressanta resultat. En grundbalk i ramverket för CAPM är att ingen investerare säljer innehav till förlust på en

⁸¹ Elton & Martin, *Modern portfolio theory and investment analysis*, 1995



marknad i jämvikt, således ändras inte jämviktsläget som råder i CAPM av ett eventuellt förbud av blankning.⁸²

En matematisk studie ställer sig frågan hur marknaden ser ut ifall blankning är helt förbjuden. Slutsatsen är att värdet på en tillgång faktiskt blir lägre i en CAPM-modell som inte tillåter blankning, än i den ursprungliga CAPM-modellen. Vilket betyder att CAPM generellt värderar tillgångar lägre på en marknad utan blankning, än på en marknad där det är tillåtet.⁸³

Samma resultat har en grupp andra forskare kommit fram till. Kostnaden av ett blankningsförbud ökar med antalet tillgångar i portföljen. Det finns idag fonder som av säkerhetsskäl inte är tillåtna att blanka då risken för spekulation är för stor. Dock visar resultatet på att man genom att istället tillåta blankning, ändå kan ligga kvar på samma nivå av avkastning med bara hälften så stor risk.⁸⁴

⁸²Lintner, *The effect of short selling and Margin Requirements in Perfect Capital Markets*, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 6, 1971, sid 1173-1195

⁸³ Shuzhong, Zhi, "What is CAPM without short selling?", Research Center for Financial Mathematics and Engineering of Peking University Department of Finance, 2002.

⁸⁴ Levy, M. & Yaacov, R, "Portfolio Optimization with Many Assets: The Importance of Short-Selling", Anderson Graduate School of Management Finance (University of California), 2001



4 Intervjuer och presentation av intervjupersoner

I följande kapitel går vi igenom och presenterar företagen och behandlar empirin från de intervjuer som har genomförts. I tur och ordning återges presentation och intervjuer med Linda Hedvall, enhetschef för marknadsövervakningen på Finansinspektionen, intervju med Joakim Håkansson Head of Equity Finance på Handelsbanken Capital Markets, Fabian Dahl, Head of Treasury på Sjätte AP-fonden och slutligen Patrik Jonsson, portföljförvaltare på Dunross. För att läsa mer om hur intervjuer genomfördes och planerades återfinns det i metodkapitlet.

4.1 Linda Hedvall på Finansinspektionen

Finansinspektionen(FI) är en myndighet som på uppdrag av riksdag och regering och även allmänheten kontrollerar och övervakar finansmarknaden och de olika aktörerna som verkar med och i anslutning till finansmarknaden. De är aktörer såsom banker, fondbolag, värdepappersföretag och börser med flera. Verksamhetens mål är att upprätthålla förtroendet för finansmarknaden och de verksamheter som bedrivs samt verka för en stabil finansmarknad. Deras tillsyn är riskorienterad. Med en tillsyn som inriktas på de verksamheter och institut som är mest riskkänsliga. Finansinspektionen försöker identifiera förändringsintryck och risker som kan utgöra ett hot för den finansiella stabiliteten.⁸⁵ Därmed ligger det under Finansinspektionen att bevaka aktielånemarknaden och därigenom även aktörerna på blankningsmarknaden.

Från FI var vi i kontakt med Linda Hedvall, enhetschef för marknadsövervakningen. Bland annat var Linda Hedvall ansvarig för den undersökning av aktielån och kursutveckling som gjordes hösten 2008 och som låg till grund för utredningen huruvida ett blankningsförbud skulle införas på den svenska aktiemarknaden.⁸⁶

4.1.1 Intervju med Linda Hedvall

Linda Hedvall menar att de tillfälliga blankningsrestriktioner som infördes under hösten i andra länder tar stöd i bestämmelserna om otillbörlig marknadspåverkan, det vill säga att otillåtet påverka till exempel priset på en aktie.

Under sommaren och hösten ökade aktieutlåningen till historiskt höga nivåer för svenska bank- och finansaktier. Med anledning av detta berättar Hedvall att FI några veckor under hösten hade en ökad bevakning som innebar att:

- FI begärde dagligen in statistik om aktielån från bankerna och andra finansiella aktörer.
- FI hade ett ökat fokus på marknadsövervakning av handeln i finansiella företag. Misstänkta marknadsmanipulationer anmäldes omedelbart till Ekobrottsmyndigheten.
- FI tog in statistik över avvecklingskvaliteten för värdepapperstransaktioner från VPC.

⁸⁶ www.fi.se/2008-12-27



Hedvall berättar vidare att FI jämfört kursutvecklingen och marknadsläget i Sverige med länder som infört restriktioner. Sveriges aktiemarknad har varit turbulent under hösten, men så var aktiemarknaderna även i de länder som infört restriktioner. Finansinspektionen undersökte kursutvecklingen för banker i USA, Storbritannien, Tyskland och Frankrike sedan dessa länder infört blankningsrestriktioner. Och kunde konstatera att kursutvecklingen trots restriktionerna inte resulterat i en stabil och lugn marknad, vilket var avsikten. FI har därigenom i sin bevakning inte sett skäl till att Sverige bör införa blankningsrestriktioner.

Vad blankningen tillför som instrument på den svenska aktiemarknaden

Linda Hedvall menar att blankning kompletterar marknaden genom att göra det möjligt för ett bredare spektrum av marknadsaktörer att uttrycka sin syn på aktiernas värdering. Och säger att alla kan inte alltid köpa en aktie och bidra till kursuppgångar. Utan blankning kan alla däremot inte sälja en aktie och uttrycka den motsatta marknadssynen. Blankning bidrar till att förbättra marknadens funktion. Detta genom att blankning bidrar till en bättre prissättning på aktiemarknaden, till gagn för den samhällsekonomiska effektiviteten. I grund och botten kan en fundamentalt motiverad kursrörelse dock inte undvikas eftersom ett säljtryck från aktieägarna alltid kan komma till uttryck.

Linda Hedvalls generella syn på blankning (för- och nackdelar)

Generellt är Hedvall negativ till blankningsrestriktioner. Ett av skälen är att sådana restriktioner är extremt lätta att kringgå, exempelvis via derivat⁸⁷, samt att det är svårt att övervaka efterlevnaden då blankningar kan genomföras som OTC-affärer⁸⁸ och helt kan hållas utanför clearing & settlement via exempelvis VPC⁸⁹. Dessutom, om blankning utförs utan att försöka påverka priset så kan Hedvall inte se varför det inte skulle vara tillåtet.

Vidare menar Hedvall att ett förbud skulle kunna sänka förtroendet för Stockholm som marknadsplats. Och påpekar att det är extremt viktigt att marknaden för alla instrument hålls öppen även i turbulenta tider. Aktörer behöver alla former av instrument för att kunna hedga sig. Hedvall menar vidare att då handeln är livlig och enskilda aktier pressas, eller handlas volatilt, från tid till annan, ofta är en klar signal på att marknaden behöver mer information.

Allmänt sett anser Hedvall att finansiella marknader tenderar att fungera bäst när de lämnas någorlunda orörda därmed inte sagt oreglerade. Ett möjligt undantag gäller när köp- och säljbeslut inte längre fattas oberoende av varandra, dvs. i samband med flockbeteende som leder till "over-shooting" och finansiella bubblor, IT-bubblan är ett exempel, omvända bubblor, dvs. omotiverat låga priser på aktier, är svårare att identifiera. Även om brister i marknadens funktion kan identifieras, särskilt i efterhand, menar Hedvall att det är långt ifrån säkert att detta kan åtgärdas genom ytterligare reglering.

Ytterligare skäl till varför blankning är ett instrument som ska vara tillåtet på den svenska marknaden, menar Hedvall, är att blankning kompletterar marknaden genom att göra det möjligt för ett bredare spektrum av marknadsaktörer att uttrycka sin syn på aktiernas

⁸⁷ Är samlingsnamnet på en form av värdepapper där de vanligaste är terminer, optioner och warranter. Ett derivatinstruments värde är kopplat till värdet på en underliggande tillgång. Kännetäcken för ett finansiellt derivat är att det i kopplat till händelser vid en specifik tidsperiod eller tidpunkt i framtiden.

⁸⁸ Är aktie affärer som sker direkt mellan säljare och köpare över data nätverk eller telefon. Är aktie handel som sker med olistade aktier alltså aktier som inte är registrerade på någon börs eller marknadsplats

⁸⁹ När aktier köps i publika aktiebolag erhåller inte köparen ett fysiskt aktiebevis utan blir registrerad som aktieägare i företagets elektroniska aktiebok



värdering. Då alla alltid kan köpa en aktie och bidra till kursuppgångar. Utan blankning kan alla däremot inte sälja en aktie och uttrycka den motsatta marknadssynen. Blankning bidrar därför till att på marginalen förbättra marknadens funktion. I princip bör detta leda till en bättre prissättning, till gagn för den samhällsekonomiska effektiviteten. I grund och botten kan en fundamentalt motiverad kursrörelse dock inte undvikas eftersom ett säljtryck från aktieägarna alltid kan komma till uttryck. Dessutom menar Hedvall att blankning kompletterar marknaden genom att erbjuda alternativ till motsvarande positioner i derivat, sålda terminskontrakt eller kombinationer av köpta säljoptioner och utfärdade köpoptioner i samma aktie. Utifrån detta menar Hedvall vidare att det går att dra två typer av slutsatser. För det första bör förekomsten av blankning leda till en bättre prissättning av motsvarande derivat, vilket i sin tur bidrar till en bättre prissättning av finansiell risk. För det andra finns det alternativ till blankning som måste övervägas om det övervägs att ingripa mot blankning.

Hedvall tror att investerare måste tillåtas att spekulera både i nedgångar och uppgångar för att få en effektiv marknad. Blankningsmöjligheten skapar förutsättningar för en högre likviditet och en effektivare prissättning eftersom prissättning blir säkrare ju fler kunniga bedömare som vid varje tidpunkt kan uttrycka sin uppfattning om priset på värdepapperet.

Däremot är det förbjudet att köpa eller sälja aktier på ett sätt som otillåtet påverkar kursen. Det får inte förekomma ryktesspridning i syfte att påverka kursen. Hedvall menar snarare att det är dessa otillåtna beteenden som skadar marknaden. Hedvall menar vidare att det inte är blankning i sig som får ett företag på fall. Hedvall tror däremot att ryktesspridning kan få det. Den som tagit en kort position dvs. någon som tagit en position som vinner på att kursen går ned har ett incitament att sprida rykten för att få kursen dit de vill, men detta är förbjudet. Dessutom, samma incitament att sprida rykten för att få kursen dit man vill har en som tagit en lång position dvs. någon som tagit en position som vinner på att kursen går upp. Det är inte tillåtet att sprida sådana rykten vare sig det görs för att kursen ska gå upp eller gå ned.

Vad som de facto påverkar kursen

Hedvall påpekar att det är marknadstron som ligger bakom börsuppgångar och börsnedgångar. Precis som att spekulativa blankningar kan förstärka en nedgång, kan spekulativa köp vid uppgångar förstärka en uppgång. Hedvall tror att marknadstron och "fårskocks-beteende" styr uppgångar så väl som nedgångar och om blankning används fås snabbare en mer sann bild av marknadens faktiska tro om priset. Hedvall menar vidare att det dock ger en felaktig bild att tro att de som blankar alltid påverkar kurserna negativt och att de alltid vinner med sin strategi. I en marknad med kursuppgångar, missgynnas den som blankar eftersom dennes strategi misslyckas, medan den som köper eller tar långa positioner gynnas. På en marknad med kursnedgångar, missgynnas de som köper, tar långa positioner, medan de som blankar eller säljer, tar korta positioner, gynnas då kursen går ned. Det är marknadstron generellt sett som styr.

Avslutningsvis tycker Hedvall att det är intressant att notera att blankningsdebatten alltid försvinner i tider av börsuppgångar, trots att aktieutlåningen och blankningsaktiviteterna kvarstår.



4.2 Joakim Håkansson på Handelsbanken

Handelsbanken är en universalbank, vilket innebär att Handelsbanken levererar tjänster inom hela bankområdet. Handelsbanken har varit verksam sedan 1871 och är idag en av Sveriges absolut största banker och har en stark position på den svenska marknaden med sina 461 kontor runt om i Sverige. Handelsbanken Capital Markets är ett dotterbolag till Svenska Handelsbanken AB. Handelsbanken Capital Markets är en komplett investment bank som erbjuder Helhetslösningar, Corporate Finance, Aktiehandel, Ränte- och valutahandel, Råvaruhandel samt Strukturerade produkter, alltså alla områden inom investment banking.⁹⁰

Från Handelsbanken intervjuade vi Joakim Håkansson Head of Equity Finance på Handelsbanken Capital Markets företagsenhet som återfinns inom Handelsbankens centrala organisation i Stockholm. Joakim Håkansson arbetar där bland annat med utköp och noteringar av större bolag på den svenska börsen.

4.2.1 Intervju med Joakim Håkansson

Joakim Håkansson börjar med att berätta att Handelsbanken inte har någon uttalad åsikt vad det gäller blankningens vara eller icke vara. Däremot säger Håkansson att Handelsbanken Capital Markets (bankens investmentbank) ser positivt på att det går att sälja aktier som man inte äger. Detta tar sin grund i att börsens market maker⁹¹ måste kunna sälja sig kort och även när man köper/säljer eller ställer ut optioner/warranter. Håkansson menar att options- och warrantmarknaden inte hade fungerat om man inte får sälja sig kort. Han menar vidare att blankning fungerar som smörjmedel på finansmarknaden. Då blankning ökar likviditeten på aktiemarknaden.

På frågan om det finns några argument för att blankning borde förbjudas svarar Håkansson att då blankning används på ett riktigt sätt utan att blankaren försöka påverka priset genom olika typer av kursmanipulation är blankning ett bra finansiellt instrument. Men då blankning sker otillbörligt vid till exempel insider affärer osv. är det både olagligt och skadligt för marknaden.

Håkansson ser inte att blankning är skadligt för något företag. Om aktiekursen är i en nedåtgående trend så kan möjligtvis blankning göra att kursen sjunker i snabbare takt. Dock så tror Håkansson inte att kursen sjunker mer än vad den skulle ha gjort då aktien inte hade kunnat blankas. Detta menar Håkansson inte är skadligt för företaget utan påverkar företagets aktieägare.

Vidare menar Håkansson att prissättningen på aktien blir mer rättvisande då fler aktier kommer i omlopp vid blankning. Detta gör att blankningsinstrumentet har en positiv inverkan på aktiemarknaden och gör den mer effektiv.

⁹⁰ www.handelsbanken.se/2008-12-28

⁹¹ Är mäklarfirmen eller banken som står redo hela tiden då börsen är öppen med köp och säljbud på börsföretagens aktier. En market maker köper aktierna från personer som vill sälja sina aktier även om de inte har någon att sälja aktierna vidare till. Det är en market maker som får aktiemarknaden att fungera.



4.3 Fabian Dahl på Sjätte AP-fonden

Sjätte AP-fonden är den minsta av de sex svenska AP-fonderna. Gemensamt har AP-fonderna i uppdrag att förvalta det fonderade kapital som ingår i inkomstpensionssystemet samt en del av kapitalet i pensionssystemet. Med andra ord innebär det att man ska försöka maximera det svenska folkets pensioner samtidigt som man minimerar risken. Uppdraget kommer från riksdagen och AP-fonderna kontrolleras av finansdepartementet. AP-fondernas roll är vidare att jämna ut svängningar i pensionsavgifter och pensioner. Från 2010 kommer pensionssystemets utgifter att överstiga inkomsterna, då är AP-fonderna utformade så att de ska klara sådana obalanser utan att pensionerna ska påverkas negativt. Första, Andra, Tredje och Fjärde AP-fonderna har samma uppdrag i sättet att förvalta pensionsmedlen, medan Sjätte AP-fondens uppdrag skiljer sig från de tidigare nämnda.⁹²

Då de första fyra AP-fonderna ser till portföljer globalt, fokuserar Sjätte AP-fonden på svenska små och medelstora företag. Sjätte AP-fonden ser till så att pensionsavkastningen används sina medel till att främja det svenska näringslivet. I sin investeringsstrategi använder de sig dels av direkta, och dels av indirekta investeringar. Direkta investeringar innebär att på ett aktivt sätt engagerar sig i det företag som investeras i. Det kan till exempel ske genom styrelseuppdrag eller rådgivning. Indirekta investeringar görs genom så kallade private equity-fonder, aktiefonder och investmentbolag.⁹³

Vår kontaktperson på Sjätte AP-fonden har varit Fabian Dahl, vars position är "Head of Treasury" vilket innebär att han där är portföljanalytiker. Han har förutom det flera års erfarenhet från finansbranschen inom områden som bland annat makroanalys, kapitalförvaltning och förvärvsfinansiering.

4.3.1 Intervju med Fabian Dahl

På frågan om vilken inställning Sjätte AP-fonden har till blankning svarar Dahl att fonden inte har någon uttalad inställning till blankning då de inte får låna aktier för att blanka enligt deras placeringsreglemente. Han tillägger dock sin egen inställning, vilken är att sälja aktier via att blanka dem principiellt inte skiljer sig från den motsatta strategin, det vill säga att köpa aktier.

Enligt Sjätte AP-fondens placeringsreglemente får fonden inte använda sig av blankning i sin placeringsstrategi. Däremot balanseras från tid till annan deras aktiemarknadsexponering genom olika derivatpositioner. Om de genom en sådan transaktion till exempel säljer en indextermin på det svenska aktieindexet, OMXS30, har de fått samma avkastningsprofil som om de hade blankat de underliggande aktierna som ingår i indexet. Positioner av denna karaktär tas dock endast för att begränsa risk, till exempel genom att marknadsrisken i en underliggande position hedgas via derivat. Fondens övergripande policy är att Sjätte AP-fondens totala aktiemarknadsexponering inte får understiga 0 %.

På frågan hur blankning kan vara skadligt för ett företag svarar Dahl följande: Blankningen som sådan kan inte vara skadlig för företaget då den endast påverkar aktiekursen och inte bolaget som sådant. Däremot kan man tänka sig vissa földeffekter, t.ex. skulle blankning kunna vara skadligt för företaget om aktiekursen drivs ned kraftigt och denna är av betydelse om bolaget skall betala med egna aktier i samband med ett förvärv. Det kan också vara skadligt om företagets ledning stressas av en sjunkande aktiekurs och missnöjda aktieägare

⁹² <http://www.regeringen.se/2009-01-05>

⁹³ <http://www.apfond6.se/2009-01-08>



och därigenom fattar dåliga beslut för företaget. Detta kan givetvis verka motsatt också om en aktiekurs stiger kraftigt p.g.a. omfattande spekulativa köp och den höga aktiekursen bygger upp för höga förväntningar på bolagets resultatutveckling vilket leder företagsledningen till att ta för hög risk och fatta felaktiga beslut.

Fabian Dahls åsikt beträffande vad blankningen tillför på den svenska aktiemarknaden är att det ger investerare möjligheter att positionera sig för den utveckling i en aktie man verkligen tror på, det vill säga om man tror på nedgång i en aktie har man verkligen möjlighet att utnyttja denna åsikt för att tjäna pengar. Blankning som instrument tillför dessutom likviditet till den svenska aktiemarknaden då en hög utsträckning av de derivataffärer som genomförs på den svenska marknaden möjliggörs genom att en market maker kan hedga sina positioner genom att sälja eller köpa derivatpositionens underliggande värdepapper.

På den mer hypotetiska frågan vilka följderna hade blivit av ett tillfälligt blankningsförbud av finansaktier svarar Fabian Dahl följande; Att det är omöjligt att svara på vad följderna hade blivit på kort sikt. På lång sikt är Dahls uppfattning att ett blankningsförbud hade lett till lägre likviditet och mindre möjlighet att hedga långa aktiepositioner via användandet av derivat. Detta hade i sådana fall kunnat leda till att investerare hade minskat sina underliggande långa positioner samt att de hade krävt en högre likviditetspremie för att äga aktier, vilket i sin tur hade inneburit en högre riskpremie och därmed lägre aktiekurser. Fabian Dahl ser inga argument till att blankning skulle förbjudas och är negativt inställd till ett blankningsförbud i helhet, och ännu mer negativ till ett blankningsförbud inriktat på en enskild bransch.

4.4 Patrik Jonsson på Dunross

Dunross är ett investmentföretag med kontor i Göteborg, Cypern och Singapore. Företaget startade med ett fokus på aktiehandel på den svenska marknaden och har därefter skiftat fokus via nordiska marknaden till att i dagsläget mest inrikta sig på investeringar på tillväxtmarknader. Huvudkontoret återfinns i Göteborg, men man handlar mest med investeringar på de asiatiska marknaderna. En del av företagets investeringsstrategi är att man söker efter företag med stor potential – desto högre marknadsvärde och ju mer upphäussat företaget är, desto mindre potential har det. Alltså är det ett företag som är berett att ta risker, och lära sig av misstaget ifall det blir fel.⁹⁴ Dunross har haft redovisat bra resultat senaste tio åren, men som många andra investmentföretag inom den finansiella sektorn har de dock drabbats av senaste årets konjunkturnedgångar. Dunross menar dock på att de har mer värden i sina portföljer idag, och att det bara är värderingen som har gått ner.⁹⁵

På Dunross sitter Patrik Jonsson som portföljförvaltare, han har 12 års erfarenhet i branschen som mäklare och portföljanalytiker varav 8 år på SEB's "Investment Banking Industry".

4.4.1 Intervju med Patrik Jonsson

Patrik Jonsson inleder med att poängtera att han vill att hans svar ska ses som personliga och inte att de representerar Dunross syn på blankning. Dunross har ingen uttalad policy, men efter Patrik Jonssons 12 år i branschen har han själv en klar ståndpunkt i frågan om blankningens roll på marknaden. Hans åsikt är att blankningen är vital för en aktiemarknad genom att den tillför likviditet och transparens.

⁹⁴ <http://www.dunross.se/2009-01-09>

⁹⁵ <http://www.euroinvestor.se/2009-01-09>



På frågan ifall Jonsson ser några argument för att blankning ska förbjudas svarar han att han förespråkar att man skall låta marknadskrafterna råda. En blankning enligt Jonssons syn den inverterade positionen av att köpa aktier med lånade pengar. Ingen ifrågasätter huruvida belåning av ett aktieköp skall vara tillåtet eller inte och borde således inte göra det vad gäller blankning heller.

Jonsson tillägger även sin syn på regleringen kring blankning och menar att frågeställningarna kring regler för blankning principiellt sett är intressanta. Den svenska marknaden är enligt Jonsson mycket liberal i ett internationellt perspektiv och i princip finns inga andra regler än att kunden skall kunna leverera vid affärens slut. Jonsson vet till och med exempel där inte ens denna mycket grundläggande regel har efterlevts. Reglerna som tidigare har funnits i USA där blankning bara tillåts för aktier i uppgång är en begränsning som han personligen är motståndare till. Den enda typ av blankning som Jonsson är motståndare till är, naken intraday short-selling.⁹⁶ Han menar vidare att den typ av reglering som kanske skulle behövas vad gäller blankning generellt i Sverige är att säljaren garanterar att han faktiskt kan leverera de sålda aktierna.

När vi sedan frågar Jonsson vilka han ser som motståndare till blankning nämner han företagsledningen och hänvisar till deras intressen i att ha en högt värderad aktie. Han säger vidare att det är därför att man då har en ”inflaterad” valuta att genomföra strukturaffärer med. Vidare menar Jonsson att det också kan vara så att olika incitamentsprogram baseras på aktiekursen, vilket kan medföra ett motstånd mot blankning. Enligt honom bör en företagsledning inte titta på aktiekursen utan koncentrera sig på att sköta bolaget så bra som möjligt. Den företagsledning som tar hand om ett företag på ett professionellt sätt kommer förr eller senare att belönas med en hög aktiekurs, men det är otroligt farligt att styra bolaget efter aktiekursen.

På frågan om blankning kan vara skadligt för ett företag svarar Jonsson att om en aktie har fallit för mycket i kurs så omöjliggörs ny finansiering genom aktiemarknaden, vilket till exempel har inträffat för Eniro på den svenska börsen. Grundproblemet i den typen av situationer är enligt Jonsson att inte aktien har fallit, utan att ledningen har kört bolaget med alldeles för hög finansiell risk. Ett bolag som från början har en sund skuldsättning hamnar inte i denna typ av problematik.

⁹⁶ På svenska kallad naken blankning. När man under en handelsdag säljer aktier utan att först ha lånat dessa, för att senare under samma dag köpa tillbaka aktierna.



5 Analys

I det här kapitlet sammanvägs referensramen och teorin med den empiriska data som har samlats in för uppsatsen. Inledningsvis analyseras intervjuerna utifrån Den effektiva marknadsteorin och Den effektiva marknadshypotesen. Därefter används även CAPM för att analysera intervjupersonernas svar. CAPM-analysen följs av en generell analys som avslutar kapitlet.

5.1 Analys av empirin utifrån Den effektiva marknadsteorin och Den Effektiva marknadshypotesen

När vi väger ihop och lyfter ur det centrala från de två närbesläktade finansteorierna Den effektiva marknadsteorin och Den effektiva marknadshypotesen finner vi likheter om vad som är viktigt för marknadens likviditet, en hög effektivitet och en rättvisande bild av aktiernas sanna värde. Här vill vi belysa hur teorierna förhåller sig till vad våra intervjupersoner har svarat, eller inte svarat, på vilken inställning och vilka åsikter som finns beträffande blankning.

5.1.1 Blankningens påverkan på marknaden

Finansinspektionens Linda Hedvall menar att blankning kompletterar marknaden genom att göra det möjligt för ett bredare spektrum av marknadsaktörer att uttrycka sin syn på aktiernas värdering. Alla kan inte alltid köpa en aktie och bidra till kursuppgångar. Utan blankning kan alla däremot inte sälja en aktie och uttrycka den motsatta marknadssynen. Blankning bidrar till att förbättra marknadens funktion, genom att blankning bidrar till en bättre prissättning på aktiemarknaden. Både Sjätte AP-fondens Fabian Dahl och Handelsbankens Joakim Håkansson är av samma åsikt där Dahl säger att, det blankning tillför på den svenska aktiemarknaden är att blankning ger investerare möjligheter att positionera sig för den utveckling i en aktie man verkligen tror på. Håkansson menar att då fler aktier kommer i omlopp vid blankning blir prissättningen mer rättvisande på en aktie. Ovanstående observationer stämmer överens med den effektiva marknadshypotesens syn att en placerares information synliggörs på marknaden genom dennes köp och säljbud. Alltså då blankning möjliggör för fler marknadsaktörer att uttrycka sin syn på aktiemarknaden kommer mer information ut på marknaden. Då blankning är förbjudet kommer däremot inte en placerares information att synliggöras i lika stor utsträckning, vilket i sin tur kommer att leda till att marknaden blir mindre effektiv.

Finansinspektionens Linda Hedvall tror att investerare måste tillåtas att spekulera i både nedgångar och uppgångar för att få en effektiv marknad. Blankningsmöjligheten skapar förutsättningar för en högre likviditet och en effektivare prissättning eftersom prissättningen blir säkrare ju fler kunniga bedömare som vid varje tidpunkt kan uttrycka sin uppfattning om priset på värdepapperet. Här kan Hedvalls åsikt stödjas av både Handelsbankens Joakim Håkansson och Dunross Patrik Jonsson, där Håkansson menar att blankningsinstrumentet har en positiv inverkan på aktiemarknaden då mer aktier kommer i omlopp vilket gör att prissättningen på aktien blir mer rättvisande vilket i sin tur gör att marknaden blir mer effektiv. Jonsson menar att blankning är vital för aktiemarknaden då den tillför likviditet och transparens. Hedvall, Håkansson och Jonssons resonemang kan stödjas utifrån den effektiva marknadshypotesens tre grundpelare vilka är att:



- En investerare har tillgång till all relevant information
- En investerare har kunskapen att förstå konsekvenserna av den monetära informationen
- Friktionsfri handel möjliggörs på den finansiella marknaden

Utifrån de tre grundpelarna kan sägas att ju fler investerare som tolkar informationen som finns på marknaden ju effektivare blir ett värdepappers prissättning. Utifrån ovanstående tolkningar öppnar blankningsinstrumentet upp för en effektivare marknad då fler investerare kan uttrycka sin syn på ett värdepappers pris. Sjätte AP-fondens Fabian Dahls uppfattning kan vävas samman med de ovanstående tres, då Dahl menar att ett blankningsförbud hade lett till lägre likviditet på marknaden. Det hade då påverkat en marknads effektivitet och prissättning negativt.

5.1.2 Blankningens påverkan vid börsnedgång

Handelsbankens Joakim Håkansson menar att blankning möjligtvis kan göra att en aktiekurs sjunker i snabbare takt i en nedåtgående trend men säger vidare att inte kursen sjunker mer än vad den hade gjort då aktien inte hade kunnat blankas. Finansinspektionens Linda Hedvall menar att i grund och botten kan en fundamentalt motiverad kursrörelse dock inte undvikas eftersom ett säljtryck från aktieägarna alltid kan komma till uttryck. Hedvalls och Håkanssons tankegångar går att finna stöd för i Kindleberger (1999) som menar att ekonomisk teori i det stora hela utgår från att investerare är rationella men att det kan förekommer irrationella tendenser på marknaden såsom olika paniktillstånd och då investerare missar att väga in betydelsefull information i sina investeringsbeslut. När investerare blir irrationella kan en tillfällig kursnedgång göras gällande.

Finansinspektionens Linda Hedvall lyfter fram att det är extremt viktigt att marknaden för alla instrument hålls öppen i turbulenta tider. Aktörerna på marknaden behöver alla former av instrument för att kunna hedga sig. Här får Hedvall stöd av Sjätte AP-fondens Fabian Dahl som menar att ett förbud mot blankning hade gjort möjligheten för en investerare att hedga långa aktiepositioner svårare. Dahl menar vidare att blankning som instrument är viktigt då det dessutom tillför likviditet till aktiemarknaden detta genom att möjliggöra så att en större utsträckning av derivataffärer kan genomföras genom att en market maker kan hedga sina positioner genom att sälja eller köpa derivatpositionens underliggande värdepapper. Hedvall och Dahls konstaterande kan stödjas utifrån Effektiv marknadsteori som menar att två av tre förutsättningar för att få en effektiv marknad är att investerare handlar rationellt och att arbitrage (felprissättningar) kan utnyttjas rationellt på marknaden. Om förbud mot olika finansiella instrument förekommer på marknaden minskar en investerares möjligheter att handla rationellt då investerare i mindre utsträckning kan hedga sig. Vilket leder till en ineffektivare marknad och att investerare i större utsträckning kommer att handla irrationellt. Att ett av blankningens stora användningsområden är att hedga andra investeringar kan stödjas utifrån referensramens del ”olika sorter av blankning” där det framgår att stora portföljinvesterare använder blankning till att minska risken i sina aktieportföljer.

Sammanfattningsvis kan slutsatser dras att Den effektiva marknadsteorin och Den effektiva marknadshypotesen kan vävas samman med uttalanden från våra intervjupersoner. Det mest centrala är att blankning ökar informationen på marknaden samtidigt som blankningen bidrar till en mer rättvisande och effektivare prissättning av ett värdepapper. Detta både genom den ökade informationen då fler investerare kan möjliggöra sin åsikt om ett värdepapper samt



genom att blankning frigör fler aktier vilket får fler aktier i omlopp, vilket i sin tur ökar likviditeten på aktiemarknaden. För att en investerare ska kunna handla rationellt är det av vikt att marknads alla instrument är tillgängliga i alla tider oavsett marknadssituationen. Då det är avgörande för en investerares investeringsstrategi vilka möjligheter det finns att säkra sina positioner.

5.2 CAPM-analys

Undersökningar med modifieringar av CAPM som återges i teorikapitlet, säger att ett blankningsförbud faktiskt inte leder till en övervärdering av portföljvärdet, utan att ett blankningsförbud skulle resultera i att det totala portföljvärdet blir lägre. Vad man i den slutsatsen ska ha i beaktande är att CAPM är en portföljvalsteori, och bygger således på den totala avkastningen på alla tillgångar i portföljen. Det är således möjligt för en enskild aktie att få en positiv effekt av ett blankningsförbud, men för marknaden som helhet blir resultatet sämre.

CAPM är som tidigare nämnts en portföljvalsteori och av den anledningen görs analysen av intervjuerna med hänseende på hur en portfölj eller en marknad påverkas av blankningen och ett eventuellt förbud av den och inte på en enskild aktie. Vidare kräver CAPM tio antaganden om marknaden för att den skall vara gällande. Av dessa tio är det antagandet om blankning som är intresse för analysen, och som det även i teorikapitlet riktades fokus mot. Antagandet nummer sex för CAPM var att blankning ska vara helt tillåtet på marknaden. Intressant är dock att ett blankningsförbud inte skulle få någon positiv effekt för en portfölj, och det är i det här resonemanget vår analys av empirin utgår ifrån.

I Linda Hedvalls inledande uttalanden säger hon att blankning är ett instrument som kompletterar marknaden. Ser man till CAPM är det något som stämmer överens med teorin då blankningens roll är mer avgörande ju större portföljen är. Linda Hedvall nämner också att användandet av blankningen i hedgefonder är viktigt vilket enligt CAPM tyder på en god förståelse för marknaden. Detta då det just är som riskfördelade hedgeverktyg som blankningen används i en portfölj. Ju större portföljen blir, desto större positiv effekt har blankningsverktyget i portföljen.

Hedvall påpekar vidare i intervjun att blankningen kan ha skadliga bieffekter för ett enskilt bolag i form av ryktesspridning och spekulation, men håller sig till en helhetssyn av börsen och betonar där vikten av blankning som alternativ. Precis som Hedvall påpekar är det just för helheten i en portfölj som blankningen enligt studier om CAPM får en bevisad positiv effekt genom riskspridningen den innebär.

Det är även något som Joakim Håkansson på Handelsbanken lyfter fram. Blankning kan skada ett enskilt företag, men som instrument på den svenska börsen finns ett behov och i det stora hela är det positivt att blankning finns.

Fabian Dahl på Sjätte AP-fonden säger att de själva inte är tillåtna att använda sig av blankning, men att de istället använder sig av terminer och derivatinstrument som i deras fall fungerar på samma sätt. Anledningen till att man har med terminer och derivatinstrument är att man vill minska risken genom ökad spridning av sina investeringsalternativ. Det överensstämmer helt med CAPM som på den punkten visar att man för att nå bästa möjliga avkastning till minsta risk med en portfölj, behöver ett instrument som gör att man även kan få avkastning på en börs i nedgång. Fabian Dahls åsikt beträffande den långsiktiga effekten av



ett blankningsförbud, då han tror att det skulle få effekten att riskerna skulle öka samtidigt som aktiekurserna skulle vara lägre, är samma resultat som undersökningarna av CAPM visar på.

Också Patrik Jonsson är till helheten positiv till blankning och ser inga argument till varför den grundläggande formen av blankning skulle förbjudas. Som den portföljanalytiker han är stämmer det överens med vad CAPM säger även om han i övriga delen av intervjun inte går in närmare på blankningens roll i en viktad portfölj. Patrik rör sig mycket i diskussioner kring eventuella regleringar för blankning, och han har vetskapen om att det finns varianter av blankning som när de används på fel sätt kan vara skadliga. De uttalanden går att relatera till, och stämmer överens med grundantagandet för CAPM - att blankning ska vara helt tillåtet och inte reglerat för teorins uppfyllande.

Sammanfattningsvis har alla intervjupersoner en syn på blankning som överensstämmer med CAPM-teorin. Det är ingen som är negativt inställd till instrumentet utan ser att det i sin helhet är ett positivt inslag på aktiemarknaden. Ett av CAPM's grundläggande antaganden är att blankning är tillåtet på marknaden. Dock har även visats på att det inte är ett nödvändigt antagande, utan bör ses som en självklarhet då ett förbud skulle rendera i ett lägre värde på en portfölj, vilket våra intervjupersoner verkar vara införstådda med.

5.3 Generell analys

Med en generell analys vill vi från våra intervjuer inbegripa det som har hamnat utanför den teoretiska referensramen, men som är av vikt och intresse för uppsatsens frågeställning och syfte.

Finansinspektionens Linda Hedvall påpekar att hon ser negativt på blankningsrestriktioner. Ett av skälen är att sådana restriktioner är extremt lätta att kringgå, exempelvis via derivat. Här får Linda Hedvall medhåll från Sjätte AP-fondens Fabian Dahl som också är negativt inställd till blankningsrestriktioner och ett blankningsförbud i sin helhet. Fabian Dahl berättar vidare att enligt Sjätte AP-fondens placeringsreglemente får fonden inte använda sig av blankning i sin placeringsstrategi däremot balanseras från tid till annan deras aktiemarknadsexponering genom olika derivatpositioner. Om de genom en sådan transaktion till exempel säljer en indextermin på det svenska aktieindexet, OMXS30, har de fått samma avkastningsprofil som om de hade blankat de underliggande aktierna som ingår i indexet. Här tydliggörs av Dahl att blankningsrestriktioner är enkla att kringgå och samma avkastning kan möjliggöras utan blankning.

Dessutom säger Hedvall att blankning kompletterar marknaden genom att erbjuda alternativ till motsvarande positioner i derivat såsom sålda terminskontrakt eller kombinationer av köpta säljoptioner och utfärdade köpoptioner i samma aktie. Här finns likheter med det Handelsbankens Joakim Håkansson och Sjätte AP-fondens Fabian Dahl säger om att som börsens market maker måste det gå att sälja sig kort och då även när man köper/säljer eller ställer ut optioner/warranter. Det innebär att en market maker ska kunna hedga sina positioner genom att sälja eller köpa derivatpositionens underliggande värdepapper och detta möjliggörs genom blankningsinstrumentet. Utifrån detta menar Hedvall vidare att det går att dra två typer av slutsatser. För det första bör förekomsten av blankning leda till en bättre prissättning av motsvarande derivat, vilket i sin tur bidrar till en bättre prissättning av finansiell risk. För det andra finns det alternativ till blankning som måste övervägas om man överväger att ingripa mot blankning.



BLANKNING

Gemensamt för alla våra intervjupersoner är att de är av inställningen att sälja aktier via att blanka dem i hopp om att aktiekursen ska gå ner principiellt inte skiljer sig från den motsatta strategin att köpa aktier i hopp om att aktien ska stiga i pris. Intervjupersonerna är även överens om att blankning som finansiellt instrument inte är skadligt för ett företag som sådant då den endast påverkar ett företags aktiekurs negativt, något som i sin tur minska företags möjligheter till företagsförvärv där de vill betala de förvärvade företaget med aktier från sitt företag.



6 Slutsats

Slutsatserna besvaras uppsatsens frågeställning och uppsatsens resultat presenteras. Genom den metod som har använts, och med hjälp av referensramen och teorier ämnar vi även att uppnå uppsatsens syfte. Kapitlet inleds med frågeställningarna för att sedan övergå i våra egna reflektioner från uppsatsen och avslutas med våra förslag på fortsatta studier.

6.1 Uppsatsens frågeställningar

Vi kommer i presentationen av våra slutsatser använda oss av samma disposition som vi hade i problemformuleringen i inledningskapitlet. Vi kommer först redovisa vad vi har kommit fram till i våra respektive delproblem, för att sedan lyfta fram en sammanfattande syn på hur marknaden ställer sig till blankning.

6.1.1 Vad tillför blankningsinstrumentet på aktiemarknaden?

Som framgår av de intervjuer och den studie som genomförts, har det framkommit en till helheten positiv syn på blankning. Gemensamt för alla våra intervjupersoner är att de menar att blankning bidrar till en rättvisare och effektivare prissättning av ett värdepapper. Blankning möjliggör att fler placerare kan uttrycka sin uppfattning på ett värdepappers värdering, då den ger investerare möjligheter att positionera sig för den utveckling i en aktie de verkligen tror på. Tror investeraren på en nedgång i en aktie finns möjligheterna att ta en sådan position. Alla kan inte alltid köpa en aktie och bidra till kursuppgångar. Men om blankning är förbjudet går det inte att sälja en aktie och visa den motsatta marknadstron. Blankning som instrument bidrar till att förbättra marknads funktion genom att göra marknaden mer effektiv. Då blankning gör marknaden mer effektiv minskas risken för uppblåsta aktiekurser och då även risken för aktiebubblor.

Vidare är det gemensamt för alla våra intervjupersoner att lyfta fram blankningens sätt att öka likviditeten på aktiemarknaden, genom att blankning ökar antalet aktier som kommer i omlopp på en börs. Detta genom att blankning frigör fler aktier då de blankade aktierna säljs på marknaden. Blankning frigör aktier som annars inte hade blivit tillgängliga för marknaden då portföljförvaltare med långa positioner hade suttit på dem. Ett ökat omlopp på aktier ökar i sin tur likviditeten på marknaden. Genomgående för alla våra intervjupersoner är även att lyfta fram blankning som ett instrument att använda för att säkra långa aktiepositioner. Ett blankningsförbud hade lett till att investerare minskat sina långa positioner och de hade krävt en högre likviditetspremie för att äga aktier, detta i sin tur hade inneburit en högre riskpremie och därmed lägre aktiekurser. Utan blankning blir det alltså svårare för en portföljförvaltare att minska risken i sina aktieportföljer.

6.1.2 Vilka negativa aspekter finns förknippade med blankning?

Trots att marknads aktörer är ense om att blankning i grund och botten är positivt för marknaden, finns det även negativa aspekter som har framkommit under våra intervjuer och undersökningar. Ett tecken på att det finns negativa aspekter visas i artikelstudien där blankning är mer omtalat i konjunkturedgångar.

Den mest uppenbara negativa effekten som blankning har är att det finns vinstmöjligheter i en fallande aktiekurs och att det därigenom finns incitament till negativa spekulationer i en aktie.



Det kan således uppmuntra aktörer på aktiemarknaden att sprida dåliga nyheter då man kan tjäna pengar på att aktiekursen sjunker.

Våra intervjupersoner är överens om att blankning i sig inte är skadlig för företaget då den endast påverkar aktiekursen och inte bolaget som sådant. Däremot kan man tänka sig vissa följd effekter, till exempel skulle blankning kunna vara skadligt för företaget om aktiekursen drivs ned kraftigt och denna är av betydelse om bolaget skall betala med egna aktier i samband med ett förvärv. Det kan också vara skadligt om företagets ledning stressas av en sjunkande aktiekurs och missnöjda aktieägare och därigenom fattar dåliga beslut för företaget. Detta kan givetvis verka motsatt också. Om en aktiekurs stiger kraftigt på grund av omfattande spekulativa köp och den höga aktiekursen bygger upp för höga förväntningar på bolagets resultatutveckling, kan det leda till att företagsledningen tar för hög risk och fattar felaktiga beslut. Med andra ord står man då inför samma utmaning som man gör i blankning.

I intervjuer och artiklar har en typ av företag ofta återkommit, för vilka blankning kan medföra mer skada än för andra - banker. Bankerna är företag som är beroende av ett gott förtroende. Det uppstår då ett orosmoment då personer som har pengar sparade i bankerna blir oroliga för sina besparingar när bankaktien faller snabbt. Många flyttar då sina pengar från den drabbade banken till en annan varpå aktiekursen faller än mer och en negativ spiral har uppstått. Det här är dock något som i högre grad har diskuterats och framkommit i artiklar än via åsikter som framkommit under intervjuer, men det är likväl en åsikt som finns på marknaden.

6.1.3 Hur ser marknadens aktörer på blankning som instrument på aktiemarknaden?

Genomgående för all information vi har tagit med i uppsatsen, primärdata såväl som sekundärdata, är att marknadsaktörerna ser blankningen som ett nödvändigt instrument på marknaden. Marknaden ser på blankning som ett kompletterande instrument och gör spekulationer i nedåtgående aktier möjliga på samma sätt som att man köpa aktier i en uppåtgående kurs. Sett till teorierna och vad de säger om blankning, stämmer marknadens bild av blankning i mycket hög grad överens med dessa. Marknadsaktörerna är överens om de positiva effekter som följer med blankning – en högre grad av effektivitet och likviditet på marknaden, och ett mer rättvisande pris på aktiekursen – vilket tyder på en mycket god förståelse rörande instrumentet.

Det finns dock fortfarande en underliggande osäkerhet kring blankning då det möjliggör vinster på en fallande aktiekurs. Det utgör ett incitament för negativa spekulationer vilket marknadsaktörerna ser som ett orosmoment då en fallande aktiekurs bland annat kan medföra att företaget tappar kunder eller förlorar uppköpspotential. Det marknaden efterfrågar som åtgärd är ett verktyg som ökar transparensen och kommunikationen kring blankning, och på så sätt minskar osäkerheten som växer fram under varje lågkonjunktur.

6.2 Slutdiskussion

6.2.1 Uteblivna intervjuvar

Förutom de företag som vi med framgång har fick kontakt med och fått svar ifrån, har vi även försökt nå ett antal företag där vi har mött på motstånd beträffande uttalanden om blankning.



Trots upprepade försök att få företagen att uttala sig om vad de anser om blankning har det slutat utan resultat.

Cevian är ett svensk investmentföretag vars strategi är att aktivt gå in i de företag de investerar i genom att få in medlemmar i styrelsen⁹⁷. Många gånger har målet för deras investeringar varit stora svenska bolag, som till exempel Telia, Skandia och Volvo. Efter att Cevian har gått in i bolagen har det inte dröjt lång tid innan man har börjat genomföra förändringar, och i många fall stora förändringar. Av den anledningen är Cevian, och företagets frontfigur Christer Gardell en omdiskuterad person i det som av många ses som en fara för svenskt näringsliv.⁹⁸ I referensramens artikelstudie återgavs en artikel där Christer Gardell uttalat sig negativt beträffande blankning och av den anledningen var Cevian ett av de företag som vi kontaktade för ett utlåtande om blankning. Inledningsvis lät det mycket positivt då vi hade personliga kontakter inne i företaget, men efter att en tid hade gått och våra frågor legat hos Cevian, gjorde vi flera försök att snabba på ledtiden. Till slut fick vi dock ett negativt svar tillbaka – Cevian vill inte uttala sig beträffande blankning. Detta alltså trots att uppsatsens författare har nära kontakter inom Cevian, och att Christer Gardell har uttalat sig i media beträffande blankning.

Samma resultat blev det på Avanza Bank som är en aktiemäklare på Internet. Avanza Bank använder sig av Blankning i sina fonder, och har även Blankning som utbud i sin produktportfölj för enskilda investerare. Hos Avanza Bank gjordes flertalet försök att få ett uttalande, och liksom hos Cevian var tongångarna inledningsvis positiva till att svaren skulle fås. Efter att frågorna under en tid funnits hos Avanza blev dock responsen även här negativ och Avanza var inte beredda att säga något om blankning. Det blev till och med ett negativt svar då vi önskade få ett mejl där vi önskade att de skriftligen kunde meddela att de inte ville uttala sig angående blankning.

Som ett tredje exempel var även Swedbank oförmögna att svara på frågor angående deras inställning till blankning. Fredrik Warg, som är chef för Swedbanks aktiemäkleri i region väst, förklarade att företaget inte kunde uttala sig i frågan då bankens ordförande och VD redan uttalat sig i media (läs om uttalandet i Artikelstudien 3.7.2). Fredrik tillade att ämnet blankning är mycket intressant och "hett stoff" för tillfället, vilket tyvärr är en bidragande orsak till varför Swedbank för tillfället är extra försiktiga med att uttala sig. Fredrik nämnde vidare att det även finns en grad av politik i ärendet, och att försiktighet tas beträffande uttalanden.

6.2.2 Egna reflektioner

Finanssektorn får allmänt ses som en bransch där de pengamässiga vinstmöjligheterna är stora, där stora summor pengar flödar och där klyschan "tid är pengar" kommer till sin rätt. Vad som då naturligt följer för anställda inom finanssektorn är en hög arbetsbelastning, vilken ökar i tider av hög volatilitet på börserna. Att företag då inte prioriterar att svara på frågor rörande en D-uppsats från studenter kan vara förståeligt, då det positiva företaget skulle kunna få ut av det är en liten grad av goodwill.

⁹⁷ www.ceviancapital.com 2009-01-08

⁹⁸ <http://www.aktiespararna.se/> 2009-01-08



Tidsfaktorn, och vad företag i starka konjunkturedgångar prioriterar att lägga sin tid på, är en trolig anledning till att svar har uteblivit från några på förhand tilltänkta intervjuobjekt. Men då vi har vänt oss till företag och institutioner för att få höra deras åsikter har vi även något oväntat stött på en ovilja att yttra sig angående blankning. Detta trots att frågorna som ställdes får ses som generella och öppna, och som inte bör spela någon avgörande roll för svaren. (se bilagor för frågor)

Det är inget som går att bevisa, men det är mycket troligt att just rädslan för ökade spekulationer i finansaktier är anledningen till att varken Swedbank eller Avanza ville uttala sig om blankning. Faktumet att intervjuobjekten valde att inte yttra sig i ämnet tyder på att det finns en osäkerhet och rädsla för att den ska tillföra skada. Swedbank har till exempel en avdelning centralt som arbetar med just blankningsaffärer, men man vill trots det inte uttala sig. Det är uppenbart att det finns en rädsla för blankning i konjunkturedgångar, och möjligheten till svar hade troligtvis varit mycket bättre om det inte varit för den rådande finanskrisen. Att Cevian i sista stund drog sig ur kan nog snarare kopplas till deras affärsstrategi, då det är ett bolag som sällan uttalar sig om deras sätt att jobba på och gärna håller sina affärshemligheter dolda.

6.2.3 Förslag till fortsatta studier

Blankning är ett område i behov av vidare kvalitativa studier. Många finansiella och matematiska undersökningar som vi har använt som källor i uppsatsen kan intyga att blankning i grunden inte är skadligt utan positivt för marknaden. Blankningen bidrar med en bättre effektivitet och likviditet, samt ger enligt undersökningar en mer korrekt, om än på kort sikt lägre, aktiekurs. Dock är detta något som marknaden i sig tvivlar på. För att få bort osäkerheten runt ämnet krävs dock en ökad transparens och visibilitet som kan bidra med att öka vetskapen om dess positiva egenskaper. Det är däri vi ser det största behovet av fortsatta studier – hur man kan öka visibiliteten och transparensen för att få blankning mer bekräftat som positivt verktyg.

Ett område som är intressant att läsa vidare om är, hur, företag beslutar om hur en policy framarbetas, och vilka faktorer som avgör rörande vad som behöver en företagspolicy. I vår uppsats har det varit slående hur stor osäkerheten om vad en anställd vågar säga på arbetsgivarens vägnar. Det har resulterat i att den anställde väljer att inte uttala sig över huvud taget, eller att denne istället poängterar att det är de personliga åsikterna han yttrar.

Det är mycket svårt att avgöra hur olika finansiella instrument påverkar marknaden då det råder panik och hela världsekonomin befinner sig i en djup kris. Detta då marknaden är mycket volatil och oberäknelig och det tidvis råder panik på marknaden. Modeller och teorier för denna typ av situationer finns inte i den utsträckning som det hade behövts. Börsanalytiker som ansågs kunniga verkar vilsna och känns till stor del famla i blindo. I dessa situationer är det väldigt lätt att lägga skulden på något speciellt instrument som ger positiv avkastning när börskurser går ner och hävda att utan detta instrument hade inte situationen på marknaden blivit såhär. Vi ser därför ett behov av teorier och forskning som är anpassad för starka konjunkturedgångar i ett steg att minska det panikartade beteendet som annars lätt kan uppstå.



Referenslista

Litteratur

Ek, Bengt-Göran & Petersson, Ulf., 1994 *Den Svenska marknaden för aktielån och blankning*, Juristförlaget, Stockholm.

Elton, Edwin & Gruber, Martin, 1995, *Modern portfolio theory and investment analysis*, John Wiley & Sons, Inc.

Elton, E, Gruber, M., Brown, S & Goetzmann, W., 2003, *Modern portfolio theory and investment analysis.*, 6:e upplagan, New York: John Wiley & Sons Inc.

Ross, S.A., Westerfield, R.W & Jaffe, J.F., 2005, *Corporate finance.*, New York: McGrawhill

Kindleberger, Charles P. 1999, *Manier, panik och krascher – de finansiella krisernas historia.* 3:e upplagan, Lysekil: Bokförlaget Pontes.

Jönsson & Mouritsen, 2005, *Accounting in Scandinavia*, Liber and Copenhagen Business School Press.

Bodie, Zvi & Merton, Robert, 2000, *Finance*, Prentice Hall Inc.

Vetenskapliga artiklar

Mørck, Randall, Bernard Yeung & Wayne Yu, 2000, “*The Information Content of Stock Markets: Why do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price*

Movement, Journal of Financial Economics”, 58(1), 215-260.

Fama, E.F., 1970, “*Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*”, *Journal of Finance*, 383-417.

Lintner, John, 1971, “*The effect of short selling and Margin Requirements in Perfect Capital Markets*”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 6, No. 5, 1173-1195

Michael J. Aitken, Alex Frino, Michael S. McCorry & Peter L. Swan, 1998 “*Short sales are almost always instantaneously bad news: evidence from the Australian stock exchange*”, *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 6, 2205-2223

Shuzhong, Zhi, 2002, “*What is CAPM without short selling?*”, Research Center for Financial Mathematics and Engineering of Peking University Department of Finance.

Moshe Levy. & Ritov Yaacov, 2001, “*Portfolio Optimization with Many Assets: The Importance of Short-Selling*”, Anderson Graduate School of Management Finance (University of California).



Jones, Charles M & Lamon, Owen A, 2002, "Short-sale constraints and stock returns" *Journal of Financial Economics*, Sid 207-239.

Internetkällor

Mappis.se. *Blankning*. (Elektroniskt). Tillgänglig:< www.mappis.se/blankning-aktier-sa-funkar-det> (2008-11-15)

Nordic.nasdaqomxtrader.com. *Statistik*. (Elektronisk). Tillgänglig:< http://nordic.nasdaqomxtrader.com/newsstatistics/Market_Notices/STOCKHOLM_Market_Notices> (2008-11-21)

Investopedia.com. *Hedgefund*. (Elektronisk). Tillgänglig:< <http://www.investopedia.com/terms/h/hedgefund.asp>> (2008-10-26, 2008-11-20)

Investopedia.com. *Shortselling*. (Elektronisk). Tillgänglig:< www.investopedia.com/university/shortselling> (2008-11-22, 2008-11-24, 2009-01-06)

Avanza.se. *Kunskapscenter*. (Elektronisk). Tillgänglig:< http://www.avanza.se/aza/kunskapscenter/depahandbok.jsp?page=shght_blankning> (2008-11-26,

Avanza.se. *Dags att sluta blanka banker*. (Elektronisk). Tillgänglig:< http://www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=56080> (2008-12-09) (2009-01-10)

Omxnordicexchange.com. *Optioner*. (Elektronisk). Tillgänglig:< <http://www.omxnordicexchange.com/products/optionsandfutures/productinformation/stockledning>> (2008-11-25)

Independent.co.uk. *Short-selling*. (Elektroniskt). Tillgänglig:< www.independent.co.uk/news/business/analysis-and-features/the-big-question-what-is-short-selling-and-is-it-a-practice-that-should-be-stamped-out-874717.html> (2008-11-24)

Fi.se. *Finansinspektionen*. (Elektronisk). Tillgänglig:< http://www.fi.se/Templates/StartSectionPage___168.aspx> (2008-12-27)

Apfond6.se. *Strategi*. (Elektronisk). Tillgänglig:< <http://www.apfond6.se/sv/Om-Sjatte-AP-fonden/Strategi>> (2009-01-08,2009-01-10)

Ekonomifakta.se. *Finanskrisen*. (Elektroniskt). Tillgänglig:< http://www.ekonomifakta.se/sv/Om_Ekonomifakta/Nyheter/Vad-ar-finanskrisen> (2008-11-10)

CiceroFonder.se. *Blankning*. (Elektronisk). Tillgänglig:< http://www.ciceroFonder.se/fragor_och_svar_om_blankning.html> (2008-10-24)



- Nordnet.se. *Krediter blankning*. (Elektronisk). Tillgänglig:<
<https://www.nordnet.se/mux/web/nordnet/krediterBlankning.html>> (2008-10-25)
- Affärsvärlden.se. *Ofattbart att stoppa blankning*. (Elektronisk). Tillgänglig:<
<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article414508.ece>> (2008-12-09)
- Affärsvärlden.se. *Blankningsstopp i 799 finansaktier*. (Elektronisk). Tillgänglig:<
<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article414493.ece>> 2008-12-09
- Privataaffärer.se. *Inget förbud mot blankning*. (Elektronisk). Tillgänglig:<
<http://www.privataaffarer.se/nyheter/tt/2008/09/25/bankkrisblankning>> (2008-12-08)
- Thetradenews.com. *Reglering*. (Elektroniskt). Tillgänglig:<
<http://www.thetradenews.com/regulation-compliance/regulation/2386>> (2008-12-17)
- Dn.se. *Swedbank vill förbjuda blankning*. (Elektronisk). Tillgänglig:<
<http://www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?a=832346>> (2008-12-08)
- Sr.se. *Finansman vill förbjuda blankning*. (Elektronisk). Tillgänglig:<
<http://www.sr.se/EKOT/artikel.asp?artikel=2346544>> (2008-12-08)
- Ekonomistas.se. *Stoppa-blankning*. (Elektronisk). Tillgänglig:<
<http://ekonomistas.se/2008/09/30/rikard-forslid-stoppa-blankning-i-bankaktier/>> (2008-12-09)
- Oecd.org. *Short-Sale Constraints: Good or Bad News for the Stock Market?*. (Elektronisk)
PDF format. Tillgänglig:<<http://www.oecd.org/dataoecd/4/63/18454115.pdf>> (2008-12-18)
- Handelsbanken.se. *Capital market*. (Elektronisk). Tillgänglig:<
<http://www.handelsbanken.se/capitalmarkets>> (2008-12-28)
- Regeringen.se. *AP-fonderna*. (Elektronisk). Tillgänglig:<
<http://www.regeringen.se/sb/d/2634/a/14442>> (2009-01-05)
- Donross.se. *Historik*. (Elektronisk). Tillgänglig:< <http://www.dunross.se/>> (2009-01-09)
- Euroinvestor.se. *Dunross kommer visa röda siffror i år – Sven Norfeldt*. (Elektronisk).
Tillgänglig:< www.euroinvestor.se/News/ShowNewsStory.aspx?StoryID=10046224> (2009-01-09)
- Ceviancapital.com. *Om företaget*. (Elektronisk). Tillgänglig:< www.ceviancapital.com>
(2009-01-08)
- Aktiespararna.se. *Läsarna splittrade om Gardell*. (Elektronisk). Tillgänglig:<
<http://www.aktiespararna.se/artiklar/Opinion/Lasarna-splittrade-om-Gardell/>> (2009-01-08)
- Bolagsverket.se. *Konvertibel*. (Elektronisk). Tillgänglig:<
<http://www.bolagsverket.se/informationsmaterial/ab/829ae.html>> (2009-01-11)



Handelsbanken.se. *Snabbfakta*. (Elektronisk). Tillgänglig:<
http://www.handelsbanken.se/shb/INeT/IStartSv.nsf/FrameSet?OpenView&iddef=Z_HMC&navid=Z_HMC&navob=75&base=/shb/inet/icentsv.nsf&sa=/shb/inet/icentsv.nsf/default/qAD6EAC2929533064C1256E92004C32B9> (2008-12-28)

Riksglossary.com. *Derivat*. (Elektronisk). Tillgänglig:<
http://www.riskglossary.com/link/derivative_instrument.htm> (2009-01-05)

Aktiesite.se. *Terminer*. (Elektronisk). Tillgänglig:<
<http://www.aktiesite.se/Terminer/terminer.htm>> (2009-01-05,2009-01,07)

Beginnersinvest.about.com. *Market maker*. (Elektronisk). Tillgänglig:<
<http://beginnersinvest.about.com/od/beginnerscorner/l/blmarketmakers.htm>> (2009-01-10)

Intervju källor

Intervju 1

Linda Hedvall, enhetschef för marknadsövervakningen på Finansinspektionen

Intervju 2

Joakim Håkansson Head of Equity Finance på Handelsbanken Capital Markets

Intervju 3

Fabian Dahl, Head of Treasury på Sjätte AP-fonden

Intervju 4

Patrik Jonsson, portföljförvaltare på Dunross



Bilagor

Intervjumall

Bilaga 1

Vilken inställning har er organisation/företag till blankning?

Vilken roll spelar blankningsinstrumentet för den svenska aktiemarknaden? Vad tillför den?

Finns det några argument för att blankning ska förbjudas?

På vilket sätt kan blankning vara skadligt för ett företag?

Hur hade ett blankningsstopp påverkat aktiemarknaden?