

sen af denne størrelse vil reducere det overnormale afkast.

De punkter, der ovenfor er diskuteret, synes alle at indicere, at de gennemsnitlige overnormale afkast, der er estimeret i Davidsen og Holst's analyse, er overvurderede. Formentlig ville alene en korrektion for forskelle i de relative risici reducere de overnormale afkast så meget, at der ingen grund ville være til at betvivle markedseffektivitetshypotesen i den semi-stærke form.

Det skal til sidst påpeges, at det er glædeligt, at der også herhjemme er kommet en diskussion i gang, om markedseffektivitetshypotesens empiriske validitet. I mange lande har en sådan diskussion været ført i årevis, og i en lang række tilfælde har der kunne rapporteres om ineffektivitet i kursdannelsen. Efter min opfattelse kan konklusionerne fra en væsentlig del af disse studier dog betvivles som følge af, at der ikke har været foretaget en adækvat risikojustering. Generelt set forekommer aktiemarkedene at være så velfungerende, at det gennemsnitligt vil være udelukket at tjene et ekstraordinært afkast på basis af en mekanisk handelsregel. Dette er efter al sandsynlighed også tilfældet i ugerne forud for regnskabsmeddelelsernes offentliggørelse.

*Bjarne G. Sørensen
Institut for Virksomhedsledelse,
Odense Universitet*

Replik

I vores undersøgelse af muligheden for et overnormalt afkast ved brug af en mekanisk investeringsregel, fokuseres der på den asym-

metriske kurstilpasning omkring offentliggørelsen af regnskabsmeddelelsen, jf. fig. 1.

Denne asymmetri afvises ikke af B. G. Sørensen, og den fortolkning, B. G. Sørensen tilbyder, understøtter ikke hypotesen om en effektiv kursdannelse på det danske aktiemarked. I B. G. Sørensens svar anfægtes da også kun størrelsen af det opnåede overnormale afkast.

Med hensyn til forudsigelsen af tidspunktet $t-1$ (ugen før regnskabsmeddelelsen offentliggøres) er det sandsynligt, at den sommetider vil svigte, men generelt er der en ret stabil periode mellem regnskabsmeddelelser. Derudover kan man af fig. 1 se, at et for sent salg, d.v.s. i uge 0, stadig i gennemsnit vil give et positivt bidrag (før transaktionsomkostninger).

Et andet kritikpunkt mod undersøgelsen drejer sig om hensyntagen til aktiernes risiko. I vores undersøgelse er valgt en »almindelig« procedure med udvælgelse af en bred portefølje af store selskaber, hvis aktier tegner sig for den overvejende aktiehandel. Denne fremgangsmåde er imidlertid ikke ganske korrekt – der bør for hver holdeperiode justeres for aktiens beta-værdi, hvis denne er forskellig fra hele markedet, d.v.s. forskellig fra 1.

I det konkrete tilfælde er det imidlertid meget behersket, hvad en sådan justering vil betyde. Dette skyldes to forhold. For det første er porteføljens samlede beta¹ på 1,14 kun svagt forskellig fra 1. For det andet har det gennemsnitlige afkast på markedsporteføljen i den undersøgte periode (1971-81) været på et lavt niveau (ca. 9% p.a.) i forhold til det risikofri afkast i perioden.

1. Uvejet gennemsnit i overensstemmelse med undersøgelsen.

sen af denne størrelse vil reducere det overnormale afkast.

De punkter, der ovenfor er diskuteret, synes alle at indicere, at de gennemsnitlige overnormale afkast, der er estimeret i Davidsen og Holst's analyse, er overvurderede. Formentlig ville alene en korrektion for forskelle i de relative risici reducere de overnormale afkast så meget, at der ingen grund ville være til at betvivle markedseffektivitetshypotesen i den semi-stærke form.

Det skal til sidst påpeges, at det er glædeligt, at der også herhjemme er kommet en diskussion i gang, om markedseffektivitetshypotesens empiriske validitet. I mange lande har en sådan diskussion været ført i årevis, og i en lang række tilfælde har der kunne rapporteres om ineffektivitet i kursdannelsen. Efter min opfattelse kan konklusionerne fra en væsentlig del af disse studier dog betvivles som følge af, at der ikke har været foretaget en adækvat risikjustering. Generelt set forekommer aktiemarkedene at være så velfungerende, at det gennemsnitligt vil være udelukket at tjene et ekstraordinært afkast på basis af en mekanisk handelsregel. Dette er efter al sandsynlighed også tilfældet i ugerne forud for regnskabsmeddelelsernes offentliggørelse.

*Bjarne G. Sørensen
Institut for Virksomhedsledelse,
Odense Universitet*

Replik

I vores undersøgelse af muligheden for et overnormalt afkast ved brug af en mekanisk investeringsregel, fokuseres der på den asym-

metriske kurstilpasning omkring offentliggørelsen af regnskabsmeddelelsen, jf. fig. 1.

Denne asymmetri afvises ikke af B. G. Sørensen, og den fortolkning, B. G. Sørensen tilbyder, understøtter ikke hypotesen om en effektiv kursdannelse på det danske aktiemarked. I B. G. Sørensens svar anfægtes da også kun størrelsen af det opnåede overnormale afkast.

Med hensyn til forudsigelsen af tidspunktet $t-1$ (ugen før regnskabsmeddelelsen offentliggøres) er det sandsynligt, at den sommetider vil svigte, men generelt er der en ret stabil periode mellem regnskabsmeddelelser. Derudover kan man af fig. 1 se, at et for sent salg, d.v.s. i uge 0, stadig i gennemsnit vil give et positivt bidrag (før transaktionsomkostninger).

Et andet kritikpunkt mod undersøgelsen drejer sig om hensyntagen til aktiernes risiko. I vores undersøgelse er valgt en »almindelig« procedure med udvælgelse af en bred portefølje af store selskaber, hvis aktier tegner sig for den overvejende aktiehandel. Denne fremgangsmåde er imidlertid ikke ganske korrekt – der bør for hver holdeperiode justeres for aktiens beta-værdi, hvis denne er forskellig fra hele markedet, d.v.s. forskellig fra 1.

I det konkrete tilfælde er det imidlertid meget behersket, hvad en sådan justering vil betyde. Dette skyldes to forhold. For det første er porteføljens samlede beta¹ på 1,14 kun svagt forskellig fra 1. For det andet har det gennemsnitlige afkast på markedsporteføljen i den undersøgte periode (1971-81) været på et lavt niveau (ca. 9% p.a.) i forhold til det risikofri afkast i perioden.

1. Uvejet gennemsnit i overensstemmelse med undersøgelsen.

Det overnormale afkast, som man ud fra CAP-modellen kan forvente at få på en udvalgt portefølje i forhold til markedsporteføljen, stammer fra et led af formen:

Forventet overnormalt afkast på porteføljen:

$$R_p - R_m = [\beta_p - 1] \times [R_m - r]$$

R_p : Forventet afkast på porteføljen

R_m : Forventet afkast på markedsporteføljen

β_p : Porteføljens β -værdi

r : Risikofri rente.

I det konkrete tilfælde er $\beta_p = 1,14$ og $R_m \approx 9\%$ p.a.

Selv hvis det nominelle risikofri afkast i perioden havde været nul, ville justeringen for porteføljens risiko kun kunne forklare, at den valgte portefølje på årsbasis skulle afkaste ca. 1,3% mere end markedet, mens vi i undersøgelsen fandt et overnormalt afkast på ca. 5% p.a.

Den gennemførte beregning er ikke en korrekt justering for aktiernes risiko, men den viser, at selv under den skrappe forudsætning, at det risikofri afkast havde været nul, kan porteføljens β -værdi på 1,14 (ved en gennemsnitsbetragtning) langtfra forklare det fundne overnormale afkast.

Sten T. Davidsen og Soren Holst