

Svenska aktiekurser, aktieavkastningar och obligationsräntor 1856–2006*

Daniel Waldenström†

11 januari 2007

Sammanfattning

I det här kapitlet beskrivs sammanställningen av statistik som visar hur avkastningen på svenska aktier och räntebärande värdepapper har utvecklats de senaste 150 åren, från 1856–2006. Statistiken baseras mestadels på tidigare forskning, men en del nya tidsserier presenteras, bl.a. över aktiekurser under perioden 1906–1918 och en strukturerad månatlig serie över det officiella diskontot från införandet i november 1856. En granskning av uppgifterna visar att...

Innehållsförteckning:

1	Inledning.....	2
2	Aktiekurser och aktieavkastningar 1906–2006.....	2
2.1	Aktieindex 1906–1918.....	2
2.2	Aktieindex, 1918–1995.....	3
2.2.1	Delperiod 1: december 1918 – december 1921.....	3
2.2.2	Delperiod 2: januari 1922 – december 1923.....	3
2.2.3	Delperiod 3: januari 1924 – december 1927.....	3
2.2.4	Delperiod 4: januari 1928 – december 1934.....	3
2.2.5	Delperiod 5: januari 1935 – december 1959.....	4
2.2.6	Delperiod 6: januari 1960 – december 1986.....	4
2.2.7	Delperiod 7: januari 1987 – december 1994.....	4
2.2.8	Delperiod 8: januari 1995 – december 2006.....	4
2.3	Avkastningsindex 1918–2006.....	4
2.4	Direktavkastningar.....	4
3	Korta och långa marknadsräntor 1856–2006.....	5
3.1	Kort riskfri ränta 1856–2006.....	5
3.2	Den långa statsobligationsräntan 1887–2006.....	5
	Referenser.....	5

* Jag vill tacka Björn Hansson och Hossein Asgharian som generöst har låtit mig ta del av deras data.

† Institutet för näringslivsforskning, Box 556 65, 102 15 Stockholm, Tfn: +46 8 665 45 31, Fax: +46 8 665 45 99, danielw@riie.se.

1 Inledning

I det här kapitlet presenteras statistik över avkastningarnas långsiktiga utveckling på den svenska finansmarknaden de senaste 150 åren, från 1856–2006. I synnerhet dokumenteras avkastningarna på aktieplaceringar på Sveriges dominerande andrahandsmarknad, Stockholmsbörsen, från och med 1906, den korta riskfria räntan från och med 1856 och en representativ lång obligationsränta från och med 1887.

2 Aktiekurser och aktieavkastningar 1906–2006

Alla svenska aktie- och avkastningsindex som presenteras i det här kapitlet är Stockholmsbörsens kompositindex. Som källor för indexen används två svenska finanstidskrifter, *Kommersiella meddelanden* (1906–1918) och *Affärsvärlden* (1919–2006), utom för perioden 1995–2002, då SIX (Scandinavian Information Exchange) aktie- och avkastningsindex används.

Närmare information om hur indexen har konstruerats och justerats för att bli homogena och konsistenta över hela tidsperioden ges i delavsnitten nedan. Merparten av de dataserier som presenteras blev tillgängliga tack vare Birger Möllers (1962), samt Per Frennbergs och Björn Hanssons (1992) fantastiska forskningsinsats.

2.1 Aktieindex 1906–1918

Mellan 1906 och 1922 publicerade den Stockholmsbaserade finanstidskriften *Kommersiella meddelanden* varje månad ett kapitalviktat aktieindex, *KM-indexet* (KMI). KMI omfattade bara företag som var noterade på Stockholmsbörsens så kallade A-lista, dvs. den officiella huvudmarknaden för de mest omsatta aktierna. Indexet beräknades som förhållandet mellan alla A-listade företags marknadsvärde vid periodens slut dividerat med deras respektive bokförda värde. KMI var med andra ord ett grovt mått på marknadsvärde i förhållande till bokfört värde.

Det finns två problem med KMI när det gäller jämförbarhet med senare index. För det första görs inga korrigeringar för upplupna utdelningar under året. Än viktigare är, som påpekas av Östlind (1945, s. 260), att KMI inte tycks justera tillräckligt för bonusemissioner och nyemissioner. Det här är särskilt problematiskt när det gäller perioden under första världskriget, då det rådde en relativt intensiv emissionsaktivitet på Stockholmsbörsen (se t.ex. Altheimer, 1988, och Waldenström, 2002). Östlind (1945, ss. 260f, 877) presenterar lyckligtvis ett ”förbättrat” KMI som är korrigerat för nyemissioner.¹ Ett problem med Östlinds index är dock att det inte omfattar bankaktier på A-listan. Jag har lagt till dessa genom att använda KMI:s delindex för bankaktiekurser och bankkapitalvikter, vilka publicerats i *Kommersiella meddelanden*.

Den slutliga aktiekursserie som används för perioden 1906–1918 utgörs av KMI före december 1913 och av Östlinds (1945) förbättrade KMI mellan januari 1914 och november 1918.

¹ Ironiskt nog konstruerar Östlind sitt index på grundval av uppgifter om nyemissioner som publicerats i själva källan till KMI, dvs. *Kommersiella meddelanden*.

2.2 **Aktieindex, 1918–1995**

I december 1918 började den svenska finanstidskriften *Affärsvärlden* publicera ett kompositindex som senare skulle få namnet *Affärsvärldens generalindex* (AFGX).² Detta index har ända sedan dess varit ett av de viktigaste svenska aktieindexen, inte minst på grund av sin långa historia. AFGX är ett kapitalviktat index som fram till 1998 i likhet med KMI bara omfattade företag på Stockholmsbörsens A-lista. Från 1998 och framåt omfattar AFGX även företag på den så kallade O-listan med (tidigare) onoterade företag.

Frennberg och Hansson (1992) använder AFGX som basindex, men gör en rad justeringar för att uppnå fullständig jämförbarhet över tiden. Justeringarna varierar mellan de olika delperioderna på grund av att metoderna för att beräkna de publicerade indexen har ändrats.

2.2.1 Delperiod 1: december 1918 – december 1921

Affärsvärldens index beskrivs som ”värdeförändringar i milj. kr å de 41 viktigaste industri-, trafik- och rederipappren”.³ Det är inte ett renodlat kursindex eftersom det omfattar utbetalda utdelningar under året. Med utgångspunkt i uppgifterna om utbetalda utdelningar vid årets slut drar emellertid Frennberg och Hansson (1992) ifrån månatliga upplupna utdelningar (dvs. en tolfedel) från indexet och får på så sätt fram ett rent aktieindex.

2.2.2 Delperiod 2: januari 1922 – december 1923

Under denna period speglar *Affärsvärldens* index aktiekurserna för de 37 viktigaste företagen och till skillnad från föregående delperiod omfattar indexet inte direktavkastningar. Det är alltså ett rent kursindex. I det här fallet lägger Frennberg och Hansson (1992) emellertid till bankaktiekurser med hjälp av kapitalvikter som baseras på informationen i Möller (1962, s. 187).

2.2.3 Delperiod 3: januari 1924 – december 1927

Under den här perioden kallas indexet för *Affärsvärldens totalindex* och är i grunden detsamma som tidigare index, förutom att utdelningar än en gång har lagts till i indexet. Frennberg och Hansson (1992) drar därför ifrån det uppskattade värdet av upplupna utdelningar på samma sätt som för delperiod 1.

2.2.4 Delperiod 4: januari 1928 – december 1934

Under denna delperiod justerades *Affärsvärldens totalindex* för att även omfatta bankaktieindexet, vilket återigen skedde med hjälp av vikter baserade på Möller (1962). Anmärkningsvärt är att tidskriften beräknade två separata index, ett som omfattade och ett som inte omfattade de två företag som dominerades av den svenska industrimagnaten Ivar Kreuger, dvs. *Svenska Tändsticksaktiebolaget* (senare *Swedish Match*) och L M Ericsson. Det slutliga indexet använder det förstnämnda indexet fram till och med mars 1932 och därefter det sistnämnda indexet. Skälet till denna uppdelning var Kreuger-imperiets dramatiska kollaps i mitten av mars 1932 efter Ivar Kreugers självmord i Paris. Bytet av index vid denna tidpunkt gör att det slutliga indexet fångar upp hela det kursfall som orsakades av Kreugerkraschen, men att man samtidigt lyckas undvika de problem som härrör från att dessa två företag under lång tid

² AFGX infördes egentligen 1937 och dess föregångare hade andra namn, såsom framgår av huvudtexten.

³ *Affärsvärlden* 1920, s. 4220.

efter kraschen inte var börsnoterade. Frennberg och Hansson justerar dessutom för en svårhanterlig korrigerings för upplupna utdelningar som ingår i *Affärsvärldens* publicerade index.⁴

2.2.5 *Delperiod 5: januari 1935 – december 1959*

Det index som används under denna period är Möllers (1962, ss. 185ff) förbättrade version av AFGX, i vilket förvaltnings- och försäkringsbolag inkluderades i det marknadsvärde som användes för att beräkna AFGX.

2.2.6 *Delperiod 6: januari 1960 – december 1986*

Under denna period justerade Frennberg och Hansson (1992) det publicerade AFGX genom att dra ifrån utbetalda utdelningar och lägga till upplupna utdelningar.

2.2.7 *Delperiod 7: januari 1987 – december 1994*

Mellan 1987 och 1994 beräknades AFGX som ett rent aktieindex och används därför utan några justeringar.

2.2.8 *Delperiod 8: januari 1995 – december 2006*

Mellan 1995 och 2006 användes generalindexet från Scandinavian Information Exchange (SIXGX). Övergången från AGFX till SIXGX skedde i första hand av praktiska skäl, närmare bestämt på grund av att bara SIX-indexet hade ett lättillgängligt motsvarande avkastningsindex under denna period.⁵

2.3 **Avkastningsindex 1918–2006**

Avkastningen på en aktieplacering kan delas in i tre delar: kapitalvinst (dvs. förändringen i aktiekursen mellan två perioder dividerat med aktiekursen den första perioden), utdelning och avkastning på återinvesterade vinstmedel. Ett aktieindex av det slag som diskuteras ovan speglar bara den första av dessa tre komponenter. För att beräkna ett avkastningsindex måste man alltså inkludera utdelningen och avkastningen på återinvesterade vinstmedel i aktieindexet. Det är vad Frennberg och Hansson (1992) gjorde för perioden december 1918–december 1989 och vad Björn Hansson och Hossein Asgharian har gjort för perioden fram till december 2005. Av datatillgänglighetsskäl använder de närmare bestämt Stockholmsbörsens avkastningsindex från Scandinavian Information Exchange (SIXRX) mellan januari 1996 och december 2006.

2.4 **Direktavkastningar**

Statistik över direktavkastningar samlades in av Frennberg och Hansson (1992) för perioden 1919–1989.⁶ För perioden därefter beräknades direktavkastningen på följande sätt. Först beräknades skillnaden i procent mellan avkastningsindex och aktieindex för varje månad. Därefter aggregerades denna skillnad på årsbasis och ett utdelningsindex fastställdes, från vilket månatliga direktavkastningar (utdelningsindex/aktieindex) därefter beräknades.⁷

⁴ Rent konkret drog indexkonstruktörerna ifrån en tolfedel av en årlig standardränta på 5 procent i stället för de faktiska utbetalda utdelningarna.

⁵ Enligt Björn Hansson.

⁶ Statistik redovisades närmare bestämt som årliga direktavkastningar i Möller (1962) för perioden 1919–1959, i Sveriges riksbanks statistiska årsbok för åren 1960–1972 och i finansstidskriften *Veckans Affärer* för tiden därefter.

⁷ För åren 1995–2005 gjordes denna beräkning av Hossein Asgharian och Björn Hansson vid Lunds universitet och för 2006 av undertecknad på grundval av statistik som tillhandahållits av Mikael Petersson på Nyhetsbyrån Direkt.

3 Korta och långa marknadsräntor 1856–2006

3.1 Kort riskfri ränta 1856–2006

Den korta marknadsräntan anses vara en proxyvariabel för den *riskfria* räntan. Finansekonomer brukar mäta den riskfria räntan med hjälp av statsskuldväxlar med 1 månads (30 dagars) löptid. En sådan marknadsränta fanns dessvärre inte i Sverige före 1980-talet. Den serie som är mest tillgänglig från historiska källor är det officiella diskonto som från och med november 1856 och fram till juni 2002 fastställdes av Riksbanken. Diskontot var en viktig marknadsränta eftersom affärsbanker enligt banklagstiftningen var tvungna att följa diskontot när de satte sina egna in- och utlåningsräntor. Ett mindre påslag kunde ibland tillåtas, men dess storlek varierade betydligt.

År 1983 började Riksgäldskontoret ge ut statsskuldväxlar (förkortat SSVX) med olika löptider. I det här projektet används 30 dagars SSVX som riskfri marknadsränta från och med januari 1983 med hjälp av statistik hämtad från Riksbankens databaser.

3.2 Den långa statsobligationsräntan 1887–2006

Månadsobservationer av de långa statsobligationsräntorna finns tillgängliga från och med december 1918. Frennberg och Hansson (1992) samlade in priser vid månadsslut på statliga *konsoler*, dvs., obligationer utan fast förfallodag, och beräknade den direkta avkastningen som kupongräntan dividerat med det angivna obligationspriset varje månad. Mellan januari 1928 och december 1949 utgick författarna dock från de månatliga obligationsräntor som publicerats i Sveriges riksbanks statistiska årsbok. Mellan januari 1950 och december 1985 beräknade författarna avkastningen fram till förfallodagen för statsobligationer med omkring 10 års löptid med hjälp av Riksbankens och Riksgäldskontorets årsböcker. Från och med januari 1986 har serier från Riksbankens statistiska databaser använts.

Årsuppgifter om de svenska långa statsobligationsräntorna finns tillgängliga sedan 1887 och publicerades i *Svensk sparbankstidskrift* (1934, s. 825–826) som ”årsgenomsnitt” utan någon närmare beskrivning. Mellan 1914 och 1918 används årliga räntor publicerade i Möller (1962, s. 246) och från och med 1919 används de redan nämnda årsgenomsnitten av månadsräntorna.

Referenser

Affärsvärlden, diverse nummer, Stockholm.

Algott, Stig (1963) *Stockholms Fondbörs 100 år*, AB Nordiska Bokhandeln, Stockholm.

Hansson, Björn och Per Frennberg (1992), ”Computation of a Monthly Index for Swedish Stock Returns 1919–1989”, *Scandinavian Economic History Review* XX(1): 3–27.

Kommersiella meddelanden, diverse nummer, Stockholm.

Klovland, Jan Tore (2004), ”Historical Stock Price Indices in Norway, 1914–2003”, i: Eitrheim, Ø., J.T. Klovland och J.F. Qvigstad (eds.), *Historical Monetary Statistics for Norway 1819–2003*, Norges Bank Occasional Papers no. 35, Oslo.

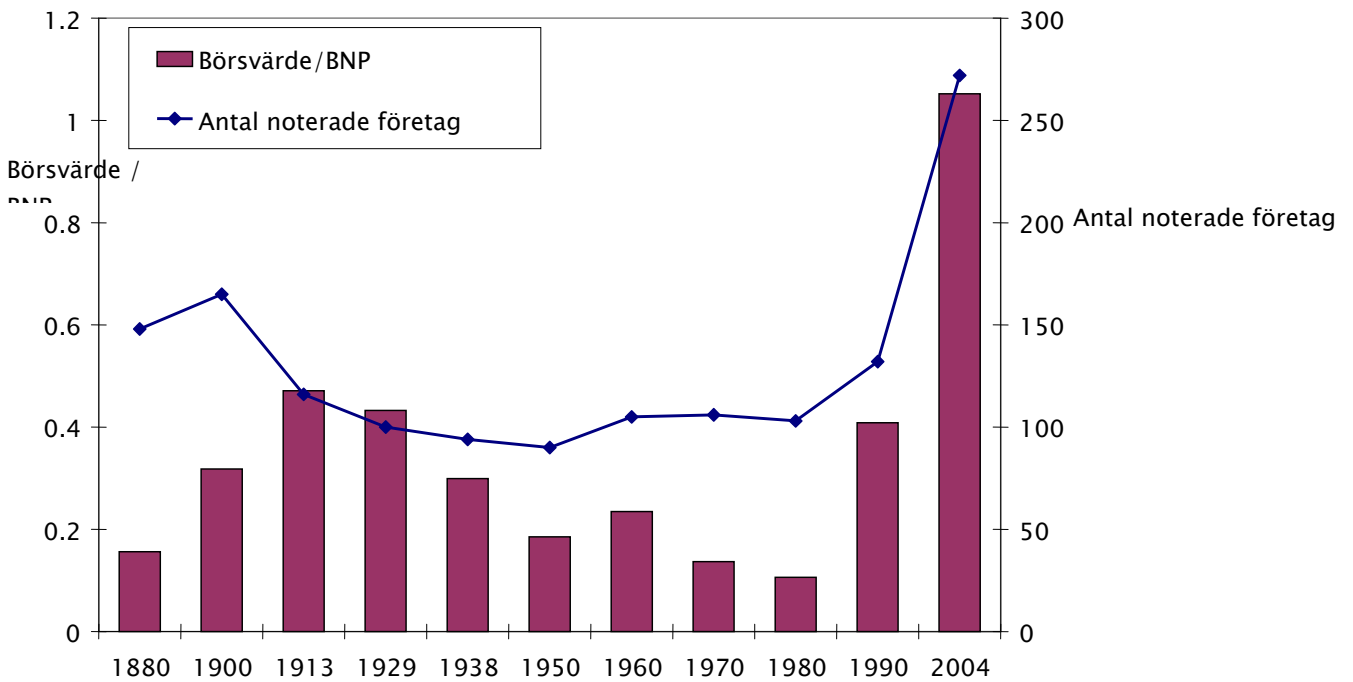
Klovland, Jan Tore (2004), "Bond markets och bond yields in Norway 1820–2003", i: Eitrheim, Ø., J.T. Klovland och J.F. Qvigstad (eds.), *Historical Monetary Statistics for Norway 1819–2003*, Norges Bank Occasional Papers no. 35, Oslo.

Möller, Birger (1962), *Svensk aktiemarknad*, Göteborgs universitet.

Sveriges riksbank, online-databas med marknadsräntor (den 11 januari 2007):
<http://www.riksbank.se/templates/Page.aspx?id=15963>.

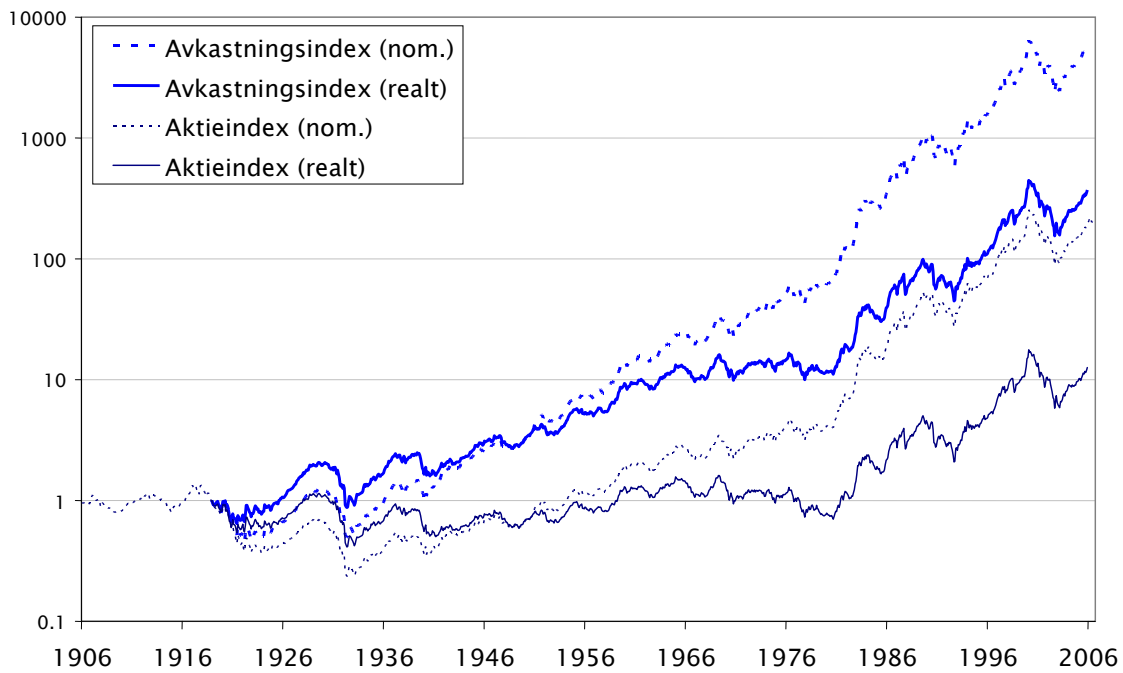
Östlind, Anders (1945), *Svensk samhällsekonomi 1914–1922: med särskild hänsyn till industri, banker och penningväsen*, Svenska Bankföreningen, Stockholm.

Figur 1: Börsvärde/BNP och antal noterade företag på Stockholmsbörsen 1880–2004.



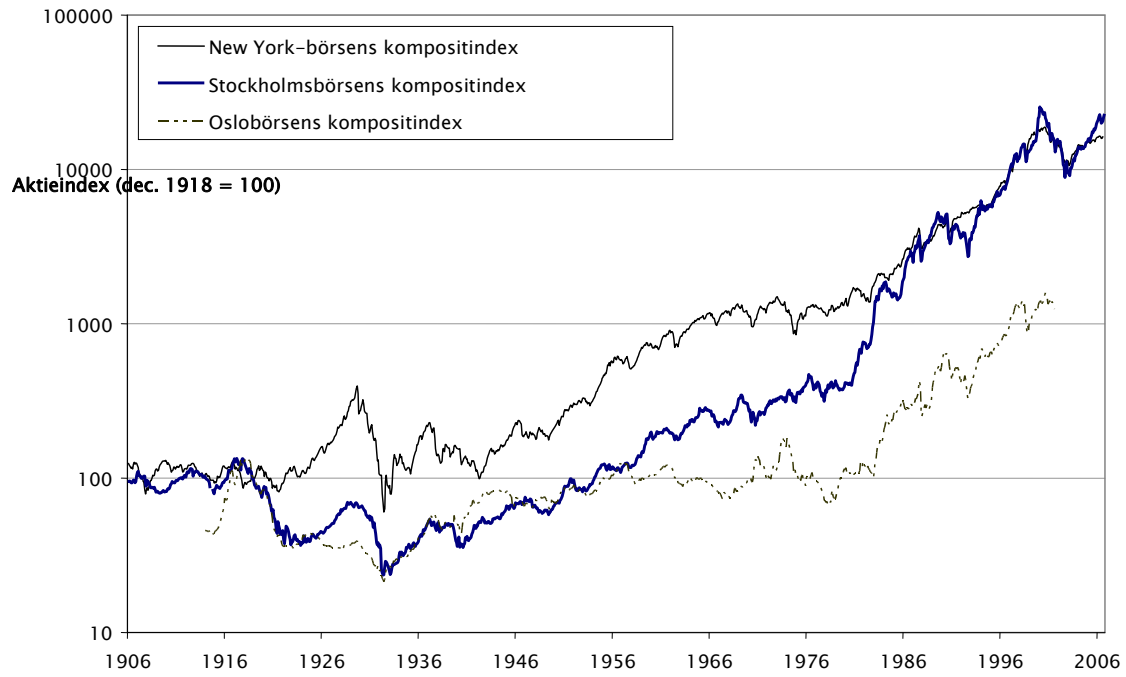
Källa: Egna beräkningar på grundval av Stockholmsbörsens kurslistor och faktaböcker, samt officiell statistik över offentliga företags eget kapital (se även den dokumentation som ligger till grund för Rajan och Zingales, 2003).

Figur 2: Månatliga nominella och reala svenska aktiekurser och aktieavkastningar 1906-2006 (1918:12 = 1)



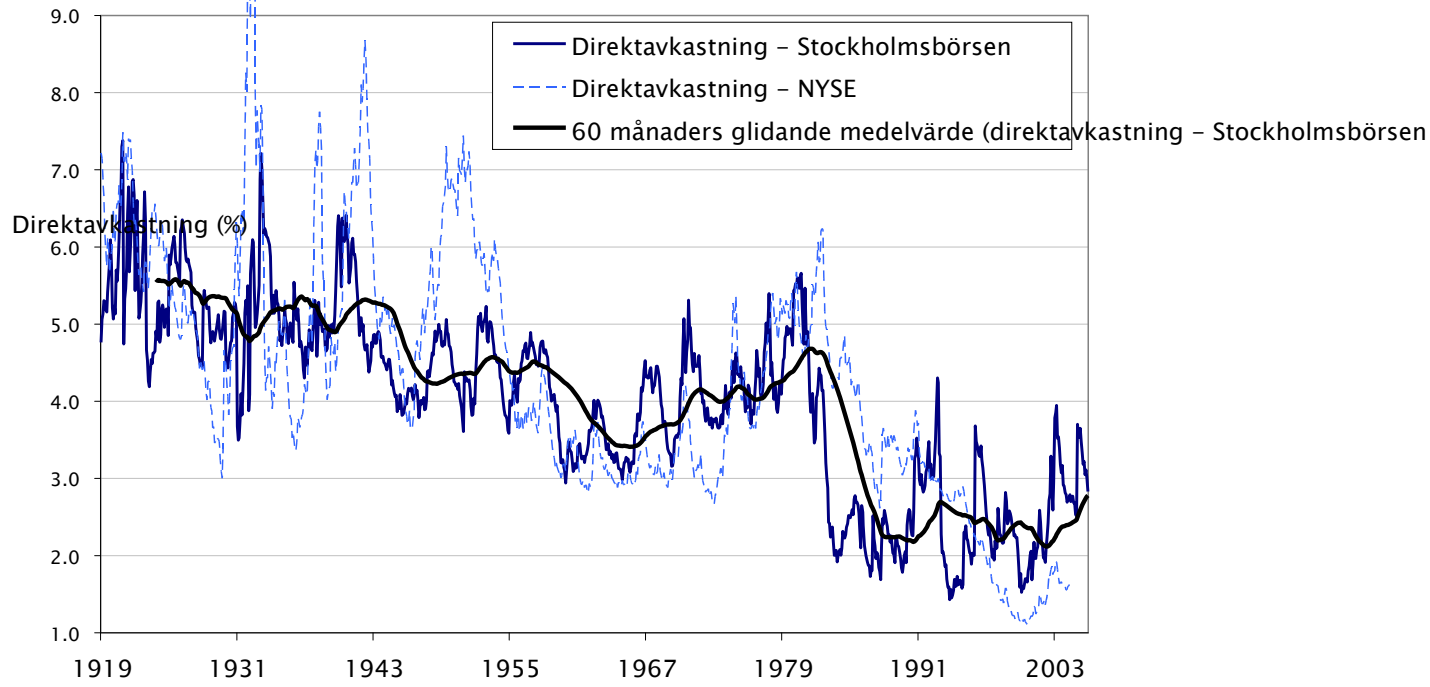
Källa: Bilaga, tabellerna XX.

Figur 3: Aktiekurser i Stockholm, Oslo och New York 1906–2006 (1918:12 = 1)



Källa: Stockholm: Bilaga, tabell AX, Oslo: Klovland (2003, tabell X) och New York: Shiller (2006).

Figur 4: Direktavkastningar på Stockholmsbörsen och New York-börsen, 1919–2005 (månatliga)



Källa: Bilaga, tabell AX och Shiller (2006, XX).