

Södertörns Högskola
Institutionen för ekonomi och företagande
Företagsekonomi
Magisteruppsats 10 poäng
Handledare: Eron Oxing
Vårtermin 2005

södertörns
högskola

UNIVERSITY COLLEGE

Värdet av aktierekommendationer

Författare: Per Brännberg
Petrus Ehnberg

ABSTRACT

This paper presents a study that evaluates the performance of stock recommendations issued on Swedish stocks during 2003. The selection of recommendations in this paper originates from banks, major brokerage firms and financial press located in Sweden. The total of 171 recommendations consisted of 99 buy recommendations and 72 sell recommendations. Forecast revisions presented in this paper suggest that Investment managers have no ability to predict performance winners, nor do their forecasts in general have any significant impact on stock prices. A mere 50 percent of the recommendations in this revision had a weak ability to outperform their benchmark indexes as in other similar revisions. A prolonged revision-cycle extended to the spring of 2005 was made in order to observe long-term consequences and essentially showed negative performances.

Sammanfattning

Redan 1933 publicerades den i dag smått legendariska artikeln ”Can stockmarket forecasters forecast?” av Alfred Cowles, och sedan dess har mängder av forskning gjorts på temat aktierekommendationer och dess förmåga att förutse framtida kursförändringar. Idag drygt 70 år senare kvarstår frågan: Finns det något värde i aktierekommendationer? Syftet med studien var att undersöka huruvida analytiker hade förmåga att urskilja under- respektive övervärderade aktier.

I denna magistert uppsats har en studie genomförts på hur marknaden reagerar på köp- och säljrekommendationer på aktier från bank- och fondkommissionärer samt affärstidningar. Debatten om bristfällande finansiell rådgivning har varit ett aktuellt ämne under senare år och hård kritik har riktats mot analytiker från massmedier. Lagstiftningen har ställt allt högre krav mot denna yrkesgrupp som har haft svårigheter att lämna goda rekommendationer efter den ojämna utvecklingen på aktiemarknaden under de första åren på 2000-talet. Genom att studera kursutvecklingen hos de aktier som ingår i undersökningen, en vecka innan, en dag innan publiceringsdagen, en dag efter publicerandet, en vecka efter en publicerad rekommendation, en månad efter och fram tills den 8 mars 2005, finns det en möjlighet att utröna om utvecklingen på värdepappret skiljer sig från index under samma period.

För köprekommendationer har överavkastningen i genomsnitt varit relativt obefintlig oavsett om rekommendationen kommit från en tidning eller en bank/fondkommissionär. Säljrekommendationerna i denna undersökning har varit av skiftande kvalitet, i enstaka fall har kursen rusat i väg cirka 60 procent efter dess att en analytiker rekommenderat att sälja aktien. Den viktigaste slutsatsen i denna undersökning är att aktierekommendationernas observera under- eller övervärderade aktier, det finns dock ingen signifikans för att de kan garantera en överavkastning i sina aktierekommendationer.

1	<i>Inledning</i>	5
1.1	Problembakgrund	6
1.2	Problemformulering	6
2	<i>Syfte</i>	7
3	<i>Metod</i>	8
3.1	Modeller	8
3.1.1	Marknadsmodellen	9
3.1.2	Överavkastning och kumulerad överavkastning	9
3.1.3	Hypoteser	10
3.1.4	Urval.....	11
3.1.5	Testperiod.....	11
4	<i>Teori</i>	12
4.1.1	Kapitalmarknaden	12
4.2	Sveriges aktiemarknad	12
4.2.1	Risk och avkastning	13
4.3	Statistiskt säkerställande med hjälp av t-test	14
4.4	Tidigare forskning	14
4.5	Den effektiva marknadshypotesen	15
4.5.1	Den starka formen.	15
4.5.2	Den mellanstarka formen.	16
4.5.3	Den svaga formen.....	16
4.6	Aktieanalys	16
4.7	Analytikers rekommendationer	17
4.8	Aktiemarknadens psykologi	17
5	<i>Empiri</i>	18
5.1	Köprekommendationers utfall	19
5.2	Säljrekommendationers utfall.....	21
6	<i>Analys</i>	23
7	<i>Resultat</i>	25
8	<i>Slutsats</i>	26
9	<i>Kritisk granskning</i>	27
10	<i>Vidare forskning</i>	28
11	<i>Källförteckning</i>	29
12	<i>Bilagor</i>	31

1 Inledning

Debatten om bristfällande finansiell rådgivning har varit ett aktuellt ämne under senare år. Merparten av den svenska befolkningen äger aktier direkt genom innehav av aktier eller indirekt via aktiefonder och pensionssparande.

”De tjugo åren från 1980 till och med 1999 steg börsen med i genomsnitt 16 procent per år rensat för inflation. I en sådan marknad kan till och med apan Ola välja ut en bra portfölj (vilket han också gjorde)”(Privata Affärer 2003-01-28).

Denna positiva utveckling kan ha bidragit till det stora allmänna intresset för aktier och fonder. En ökad tillgänglighet med hjälp av ny teknologi gjorde aktiehandel på Internet möjlig. Det bidrog till att allmänheten fick tillgång till blixtsnabb kurs- och bolagsinformation samt lägre courtage. Det stora intresset och den goda utvecklingen resulterade också i ett stort utbud av aktiefonder. Utförsäljningar av statliga bolag som till exempel Assidomän och Telia resulterade i det nya begreppet ”folkaktie”. Allt detta sammantaget resulterade i att aktieintresset blev en näst intill folklig verksamhet som knappast undgått någon.

Kvällstidningarna kunde i slutet på 90-talet ha köprekommendationer för aktier på löpsedlarna och det talades om aktier på många arbetsplatser. Taxichaufförer och hantverkare kunde komma med köptips på aktier och på Internet fanns chattsidor som behandlade kursbevakning med köptips på aktier. Lite tillspetsat skulle det kunna sammanfattas att alla ville vara med och alla var experter, så länge det gick bra. Riskerna med aktieinvesteringar däremot, talades det knappt om.

I mars 2005 uppgick det svenska fondsparandet till 1064 miljarder kronor eller i genomsnitt cirka 150'000 kronor per vuxen (www.fondbolagen.se 2005-05-09). Efter första kvartalet 2005 hade 57 av de drygt 300 bolagen på Stockholmsbörsen noterat nya kursrekord, framförallt inom verkstadsindustrin (Dagens Nyheter 2005-03-31). Något som skulle kunna vara en perfekt grogrund till ett gynnsamt börsklimat samt att tidigare köprekommendationer fallit väl ut.

1.1 Problembakgrund

Redan 1933 publicerades den i dag smått legendariska artikeln ”Can stockmarket forecasters forecast?” av Alfred Cowles, och sedan dess har mängder av forskning gjorts på temat aktierekommendationer och dess förmåga att förutse framtida kursförändringar. En tänkbar anledning kan vara att det mätbara resultatet i kursrörelser utgör en tacksam grund för kvantitativa undersökningar och att aktiekursernas rörelser är en omedelbar konsekvens av yttre faktorer som är direkt mätbar i pengar. Idag drygt 70 år senare kvarstår frågan: Finns det något värde i aktierekommendationer? Med dagens avancerade teknologi och omfattande historik med lagrade börskursers utveckling på sekundnivå så är träffsäkerheten av rekommendationerna inte bättre än cirka 50 procent (Woolridge 2004, ss.22-33).

Hård kritik har riktats mot analytiker från massmedier och allt högre krav har ställts mot denna yrkesgrupp efter den ojämna utvecklingen på aktiemarknaden under de första åren på 2000-talet. De har bland annat fått kritik för att inte vara objektiva i sina bedömningar. Det finns dock bara något enstaka fall som högsta domstolen tagit upp där rådgivaren var ett värdepappersinstitut. En ny lag trädde i kraft 1 juli, 2003 som är avsedd att skydda konsumenterna vid finansiell rådgivning (Lycke, Runesson & Swahn 2003, ss. 11-18).

Den turbulenta utvecklingen på börsen under senare år har gjort det svårt för banker och fondkommissionärer att ge köpråd som givit positiv kursutveckling till sina kunder (www.stockholmsborsen.se 2005-02-11). All möjlig information som på något sätt relaterar till den framtida kursutvecklingen torde vara en värdefull informationskälla för placerarna. Den mest tillgängliga informationen för gemene man återfinns i affärspressen. Bank- och Fondkommissionärens rekommendationer är mer svåråtkomliga då de främst riktar sig till prioriterade kunder (Kim, Lin & Slovin. 1997, ss.507-524).

Aktierekommendationer grundas antingen på fundamental analys, som prognostiserar utifrån bolagens framtida utsikter och intjäningsförmåga eller på teknisk analys som utgår ifrån historisk statistik. I vissa fall kan aktierekommendationerna bestå av en kombination utav både fundamental och teknisk analys. I Jagadeesh och Narasimhan studie ”Returns to buying winners and selling losers” (1993) fann de ingen signifikans för att tidigare kursvinnare inte nödvändigtvis var framtida kursvinnare. Malkiel (1999) menar att hjälpen av teknisk analys är så obetydligt att det inte tillför något för investeraren och att kostnaderna för att få fram och ta del av sådan information är betydligt högre än vad värdet som den kan tänkas tillföra. Han gjorde vidare en studie där han lät sina studenter singla slant: Krona representerade en halv procents uppgång, klave en halv procents nedgång. Han lät plotta ett diagram (se bilaga 22) över resultaten som han sedan visade för en bekant som var framstående inom teknisk analys. Den tekniske analytikern blev helt till sig och utbrast:

Vilket bolag är det? Detta mönster är klassiskt! Det råder inget tvivel om att denna aktie kommer att gå upp 15 procent nästa vecka! När han senare fick reda på hur diagrammet hade tillkommit blev han inte särskilt glad (Malkiel 1999,ss.138-147).

1.2 Problemformulering

Finns det något värde i aktierekommendationer för investerare?

2 Syfte

Syftet med studien var att utvärdera analytikers förmåga att identifiera under respektive övervärderade aktier på den svenska aktiemarknaden under år 2003. Vidare undersöktes om det förelåg någon skillnad ifall rekommendationen var publicerad av en finansstidning eller av en bank/fondkommissionär.

3 Metod

För att undersöka trovärdigheten i de publicerade aktierekommendationerna har deras kursutveckling satts i relation till index. I den här undersökningen används en eventstudie som undersöker sambandet mellan avkastning och ekonomisk händelse. Undersökningen baseras på att beräkna överavkastning eller ”*relative stock return*” som det heter på engelska och författarna ställde upp hypotesen att rekommendationerna är kursdrivande liknande den studie som Dopuch, Holthausen & Leftwich (1986) genomförde. Ett event är en händelse som kan påverka aktiekursen, som till exempel VD-byte, vinstvarningar etc. eller som i denna undersökning vid publicerandet av köp- och säljrekommendationer på aktier. Genom att studera kursutvecklingen hos de aktier som ingår i undersökningen, en vecka innan, en dag innan publiceringsdagen, en dag efter publicerandet, en vecka efter en publicerad rekommendation, en månad efter och fram tills den 8 mars 2005, finns det en möjlighet att utröna om utvecklingen på värdepappret skiljer sig från utvecklingen på börserna som helhet (Womack 1996, ss. 137-167).

I tidigare undersökningar när eventstudie-metoden använts har valet av studietid varierat. Eventperioden är den tidsperiod som studeras för att undersöka om det finns överavkastning. Vissa studier har varit enbart inriktade på att studera hur rekommendationer påverkar aktiekurs samma dag, det skulle i denna studie ha varit ett för kort tidsintervall. Litteratur visar att amerikanska börser snabbt reagerar på ny information, det tar ett par minuter för informationen att påverka börskurserna. Med ett för långt tidsintervall ökar risken att andra faktorer påverkar aktiekursen (Kim, Lin & Slovin 1997 ss.507-524), därför har en period på en vecka innan och en vecka efter rekommendationen valts för observera utvecklingen på kort sikt. För att även få med rekommendationernas utveckling på längre sikt, har i denna studie även en mätning gjorts dels en månad efter publicering och en mätning som representerar nutid, gjord den 8 mars 2005.

3.1 Modeller

För att mäta en rekommendations påverkan krävs ett mått på aktiens relativa överavkastning gentemot vad som annars hade uppnåtts. Aktiers överavkastning definieras som skillnaden mellan den faktiska avkastningen och en alternativ avkastning som annars hade kunnat uppnås utan att följa de publicerade aktierekommendationerna. I denna studie representeras den alternativa avkastningen av Stockholm All share-index som använts som riktmärke (benchmark), den avkastning som skulle ha uppnåtts om rekommendationen inte hade följts, utan att en investering som följer index istället hade gjorts. Det finns ett flertal modeller som används för att bestämma den förväntade avkastningen. I denna studie användes den förenklade versionen av marknadsmodellen (Markowitz 1959).

3.1.1 Marknadsmodellen

Marknadsmodellen som utvecklades av Markowitz (1959) jämför avkastningen hos en given tillgång mot avkastningen mot en marknadsportfölj. I den aktuella studien använder sig författarna av Stockholm Allshare-index som jämförelseindex. Marknadsmodellen är vanligast förekommande i tidigare studier. Det nämner bland annat forskarna Barber et al (2001), Beneish (1991), Ferreira & Smith (1999) och Womack (1996). Modellen består av två delar, en som hanterar systematisk risk och en som tar hänsyn till osymmetrisk risk. Den systematiska risken kan förklaras med hur marknaden rör sig och den osymmetriska risken är oberoende av marknads rörelser. Detta innebär att modellen tar hänsyn till aktierisken α och marknadsrisken β , både alfa och beta måste skattas.

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t})$$

AR_{it} = Aktiens överavkastning vid tidpunkten t

R_{it} = Aktiens avkastning vid tidpunkten t i procent

α_i = Riskjusterat avkastningsmått

β_i = Aktiens systematiska risk

$R_{m,t}$ = Marknadsavkastningen vid tidpunkten t i procent

I en artikel av Kim, Lin & Slovin (1997) föreslås en förenklad version av marknadsmodellen, den ger en god approximation av marknadsmodellen om urvalet är stort. Bjerring, Lakonishok & Varmaelen (1983) får i sin studie nästan identiska resultat som när alfa skattas till noll och beta till ett. En förenklad framställning av marknadsmodellen får då följande utseende:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{m,t}$$

AR_{it} = Aktiens överavkastning vid tidpunkten t i procent

R_{it} = Aktiens avkastning vid tidpunkten t i procent

$R_{m,t}$ = Marknadsavkastningen vid tidpunkten t i procent

3.1.2 Överavkastning och kumulerad överavkastning

Från aktiens observerade avkastning R_{it} subtraheras sedan marknads avkastning $R_{m,t}$ vid samma tidpunkt, då erhålls aktiens överavkastning. Därefter summeras överavkastningen för alla aktier i mätningen för respektive dag. Då erhålls en genomsnittlig överavkastning AR_t .

$$AR_t = \sum AR_{it+n} / n$$

Där t = -1v, -1d, 0, +1d, +1v, +1m, 8 mars 2005

Kumulativ överavkastning (CAR) innebär att överavkastningen (AR) ackumuleras över mätperioden. Strong (1992) menar att detta bidrar till att minimera osäkerheten på det exakta datumet för eventet.

$$CAR = \sum AR_t$$

3.1.3 Hypoteser

För att undersöka eventuell statistisk signifikans ur resultatet gjordes ett t-test där det med 95 procent säkerhet kunde säkerställas om nollhypoteserna stämde eller om de kunde förkastas. Urvalet delades in i två huvudgrupper dels köprekommendationer och dels säljrekommendationer, ur dessa skiljdes tidningsrekommendationer från bank- och fondkommissionärer. Detta innebär att totalt fyra nollhypoteser testades för respektive grupp. Nollhypoteserna innebär att ingen överavkastning existerar och att ingen kumulativ överavkastning uppstår.

Alternativhypoteserna innebär att överavkastningen är skild från noll. För köprekommendationer innebär det att överavkastningen är större än noll och för säljrekommendationer lägre än noll. I de fall där överavkastningen är skild från noll finns det en tendens till överavkastning, men det är inte statistiskt bevisat. Det görs först då en köprekommendation har ett t-värde högre eller lika med 1,671, och för säljrekommendationen ett t-värde lägre eller lika med -1,671.

Hypoteser:	
Köprekommendationer	Säljrekommendationer
$H_0 = AR = 0$	$H_0 = AR = 0$
$H_1 = AR > 0$	$H_1 = AR < 0$

Tabellvärden för t-test från Körner (2000) gäller följande kritiska värden:

Köprekommendationer, totalt 99 stycken, 5 % signifikansnivå: 1,671
Köprekommendationer, bank 70 stycken, 5 % signifikansnivå: 1,671
Köprekommendationer, tidning 29 stycken, 5 % signifikansnivå: 1,699
Säljrekommendationer, totalt 72 stycken, 5 % signifikansnivå: 1,671
Säljrekommendationer, bank 48 stycken, 5 % signifikansnivå: 1,684
Säljrekommendationer, tidning 24 stycken, 5 % signifikansnivå: 1,711

3.1.4 Urval

Urvalet är ett bekvämlighetsurval och består av samtliga publicerade köp- och säljrekommendationer i Affärsdatabasen under kalenderåret 2003. Datakällor för Affärsdatas register innehåller bland annat artiklar från ett 30-tal olika tidningar och uppdateras dagligen. Dessa rekommendationer är bara en del av de rekommendationer som publiceras om svenska aktier. Det är viktigt att ha kännedom om att Affärsdatabasen inte på något sätt är heltäckande gällande svenska aktierekommendationer. I Barber et al (2001) använder de statistik från databasen Zack. Den innehåller alla officiellt publicerade rekommendationer som är utfärdade efter 1985 då den för första gången togs i bruk. Zack databasen innehåller minutaktiekurser och är betydligt mer täckande än Affärsdatabasen.

Rekommendationerna i denna undersökning kommer ifrån Affärstidningar eller från banker och fondkommissionärer och har delats upp i dessa två kategorier. Urvalet har vidare delats upp i två klasser, köprekommendationer och säljrekommendationer, olika grader som ”stark köp” eller ”köp med måtta” har ej beaktats, inte heller rekommendationer av typen ”behåll” har beaktats då sådana är svåra att utvärdera på ett nyanserat sätt i denna undersökning. Anledningen till att författarna valt 2003 var att åren 1999-2002 kännetecknades av extrema kursrörelser. Därför valdes 2003 för att det var första året med relativt marginella kursrörelser och för att det gått tillräckligt lång tid för att utvärdera rekommendationerna som gavs, på en lite längre sikt, det har gått ett år sedan de sista rekommendationerna i studien publicerats.

Kursdrivande företagsspecifik information av alldaglig karaktär, såsom utdelningar, rapporter om förändringar gjorda i styrelsen utelämnas då detta är allmän information som finns tillgänglig för allmänheten (Kim, Lin & Slovin. 1997, ss.507-524).

3.1.5 Testperiod

Testperioden är upplagd enligt följande, författarna har gjort en mätning av aktiekursen en vecka innan, en dag innan, på publiceringsdagen, en dag efter, en vecka efter publiceringen av rekommendationen. Vidare har vi valt att studera den mer fundamentala utvecklingen på aktien med två mätningar på längre sikt, en månad efter publicering av rekommendation samt en mätning den 8 mars 2005 drygt ett och ett halvt år efter rekommendationen. Dessa mätningar har gjorts därför att aktieplaceringar i många fall handlar om långsiktiga placeringar, så kallad ”buy and hold”-strategi, det vill säga köpa en aktie eller en hel aktieportfölj och behålla den under en längre tid (Malkiel 1999, s.145).

4 Teori

4.1.1 Kapitalmarknaden

Kapitalmarknaden indelas huvudsakligen i kreditmarknad och aktiemarknad, de har till uppgift att allokera kapital mellan olika aktörer på marknaden. Företag, institutioner och privatpersoner har möjlighet att placera sitt överskottskapital eller vid behov låna kapital. En effektiv kapitalmarknad innebär att många investerare och låntagare möts på en marknad och kännetecknas utav ett stort utbud investeringar och att låna kapital till låga lånekostnader. Om marknaden är effektiv kan inga enskilda aktörer göra några klipp. Ingen aktör har mer information än någon annan och alla uppträder rationellt. Utan ny information ligger aktiekurserna kvar på samma nivå. Fluktuationerna i priserna på en effektiv marknad är ett resultat av att ny information offentliggörs (Vinell & De Ridder 1987).

Enligt Brearly & Myers (2003, ss.347-370) kännetecknas en effektiv marknad bland annat av:

- Antalet köpare och säljare är så många att de inte enskilt kan påverka prisnivån.
- Alla aktörer är rationella och vinstmaximerande.
- Alla aktörer har tillgång till relevant information.

4.2 Sveriges aktiemarknad

Stockholmsbörsens huvuduppgift är att erbjuda en marknadsplats för handel med aktier och övriga finansiella instrument. Noterade bolag är ålagda att förse marknaden med information som kan ha kurspåverkande effekt. Detta minskar ryktesspridning när alla har tillgång till samma information samtidigt och det bidrar till en stabil och transparent marknad (www.stockholmsborsen.se 2005-02-11).

Aktiehandeln bedrivs av ett välkontrollerat regelverk om hur handeln med värdepapper ska bedrivas. Börsens medlemmar till exempel banker och mäklarhus skall ha goda kunskaper i börsrätt, företagsfinansiering och nationalekonomi. Börsen har en omfattande kontrollapparat för att övervaka handeln så att inga oegentligheter förekommer (ibid.). De noterade bolagen är huvudsakligen fördelade på två olika listor, A-listan och O-listan. Handeln sker i SAXESS som är det ordinarie helt datoriserade handelssystemet. Inofficiella instrument handlas hos vissa fondkommissionärer och banker. Dessa agerar *marketmakers* för att ställa pris och upprätthålla handel i dessa mindre omsatta värdepapper (Hansson 2001). Det vill säga en aktör som agerar motpart till den som vill göra en transaktion, så att det alltid finns en likviditet på marknaden. Den svenska börshandeln har de senaste 20 åren ökat kraftigt och omsatte omkring 10 miljarder kronor varje handelsdag 2004 (www.stockholmsborsen.se 2005-02-11).

4.2.1 Risk och avkastning

Aktieinvesteringar är förenade med osäkerhet om den framtida avkastningen. Osäkerheten kan benämnas som risktagande. Den risk som investerarna utsätter sig för måste kompenseras med en högre avkastning än den riskfria räntan för att motivera till att investera i värdepapper. Den förväntade avkastningen kan indelas i följande beståndsdelar, dels den riskfria räntan och dels riskpremien samt den compensation som placeraren erhåller för osäkerhetsmomentet som placeringen är förenad med. Marknadens riskpremie är den avkastning som en marknadsportfölj ger utöver den riskfria räntan. CAPM Capital Asset Pricing Model är ett verktyg för att bestämma aktieägarnas avkastningskrav. CAPM presenterades första gången i början av 1960-talet av Lintner och Sharpe. Formeln är i dag ett vedertaget begrepp som används flitigt inom finansiering. Den ger ett positivt samband mellan den förväntade avkastningen och risken för en tillgång eller portfölj. Riskpremie enligt CAPM är en mekanisk metod till skillnad från den företagsspecifika som är mer subjektiv i sitt utförande. Risken mäts med aktiens betavärde. Betavärdet beskriver hur mycket aktien har varierat historiskt i förhållande mot börsen som helhet. Betavärdet anses fånga in en rad olika parametrar, som till exempel rörelserisken, den finansiella risken och den likviditetsrisk företaget har (SFF 2000, ss. 15-17).

Ett problem med att använda en akties betavärde i prognoser, är att det betavärdet aktien haft historiskt, inte nödvändigtvis återspeglar det betavärde företaget kommer att ha i framtiden. Det kan ha skett stora förändringar i företaget som gör detta orealistiskt, till exempel förändringar i kapitalstrukturen eller fusioner (Ibid.). Givet att vi känner till betavärdet för aktien, den riskfria räntan och marknadens riskpremium, kan kostnaden (avkastningen) för eget kapital räknas fram med hjälp av CAPM. Modellen visar ett linjärt samband mellan tillgångarnas systematiska risk och dess förväntade avkastning (Copeland 2000, s. 215).

CAPM ser ut på följande sätt:

$$k_s = r_f + [E(r_m) - r_f] \cdot \beta_i$$

k_s = Aktieägarnas avkastningskrav

β_i = Betavärdet för aktien

$E(r_m)$ = Förväntad avkastning på en marknadsportfölj

$E(r_m) - r_f$ = Marknadens riskpremie

r_f = Den riskfria räntan

Modellen bygger på följande antaganden:

- Varje investerare på marknaden är riskavert och vill nyttomaximera.
- Alla investerare har samma placeringshorisont.
- Det råder perfekt konkurrens på marknaden.
- Det föreligger inga skatter eller transaktionskostnader.
- Alla aktörer kan låna och låna ut pengar till samma ränta.
- Det finns ett riskfritt placeringsalternativ.

Ingen av dessa förutsättningar kan egentligen sägas vara uppfyllda till fullo på någon existerande marknad. I verkligheten finns det både skatter och transaktionskostnader, inflation och ränteförändringar och så kallad perfekt konkurrens existerar inte heller.

4.3 Statistiskt säkerställande med hjälp av t-test

T-testet används för att utröna om skillnader i medelvärde kan förklaras av slump eller av en alternativhypotes. Ett t-värde hämtas sedan från en tabellsamling, exempelvis Körner (2000, ss.16-17). Antalet frihetsgrader avgörs av hur stor populationen är, exempelvis en population på 100 ger N-1 frihetsgrader det vill säga 99 stycken. Beslutsregel: Om t-värdet i undersökningen är mindre än eller lika med tabellvärdet för t-värdet så kan nollhypotesen förkastas, annars godtas den. Om nollhypotesen förkastas accepteras alternativhypotesen som den som gäller (Körner 2000, s. 158).

4.4 Tidigare forskning

De artiklar som studerats av författarna visar ett signifikant samband mellan publikationer av aktierekommendationer från tidningar och mäklarfirmor har haft påverkan på aktiepriset i nära anslutning till publiceringstillfället. Andelen säljrekommendationer utgör allt ifrån några till upp emot femton procent återstående var köp- och behållrekommendationer. Barber et al. (2001) har visat att köprekommendationer på den amerikanska marknaden mellan 1996-2000 är klart överrepresenterade och att säljrekommendationerna minskat samt att analytiker verkar ha en förkärlek till aktier med hög tillväxt och stora handelsvolymmer.

Investment-banking och mäklarfirmor har under de senaste decennierna blomstrat upp samtidigt som många har ifrågasatt Wall Street-firmornas analytikers förmåga att hitta kursvinnare. Ytterligare uppmärksamhet kring detta ämne har blossat upp i kölvattnet efter Internetbubblan och Enron-skandalen. I Woolridges (2004) studie över aktierekommendationer jämförs de största mäklarhusen mellan 1993-2002. Där har han uppmärksammat att prisförändringarna som sker i samband med en ändrad köp- eller säljrekommendation, påverkar så att omsättningsvolymen fördubblas och att priset förändras med tre procent första handelsdagen efter en ändrad rekommendation. Enligt Woolridge (2004) får säljrekommendationer större kurspåverkan än köprekommendationer.

I Kim, Lin & Slovins (1997) undersökning om hur aktiemarknaden reagerar på köprekommendationer. De undersöker även hur snabbt aktiemarknaden anpassar aktiekursen till de nya rekommendationerna i allmänhet, och hur aktiemarknaden reagerar när viktiga kunder först får ta del av information som ännu inte har publicerats offentligt. Undersökningen har visat hur snabbt New York Stock Exchange (NYSE)-American Stock Exchange (AMEX) och NASDAQ reagerar på en köprekommendation som inte är publik när börsen öppnar. Det har framkommit att NYSE-AMEX reagerar på ett par minuter medan NASDAQ reagerar lite långsammare. De har funnit att den överavkastning som kan göras på grund av att informationen inte är publik är i genomsnitt cirka 4 procent för NYSE-AMEX och 7 procent för NASDAQ. Om däremot informationen är offentlig sker ingen förändring i aktiepriset, utan aktiemarknaden har redan anpassat sig till den.

En artikel av Womack (1996) behandlar också hur köp men även hur säljrekommendationer påverkar marknaden. Han inriktar sig främst på hur snabbt en rekommendation påverkar marknaden och hur fort den anpassar sig efter de nya förutsättningarna. Han visar också att köprekommendationer är relativt kortlivade och den genomsnittliga avkastningen är cirka 2,4 procent, medan säljrekommendationer är mer långlivade och har en mer negativ påverkan på aktiekursen än för köprekommendationer. Säljrekommendationer renderar i genomsnitt att ha en nergång på cirka 9,1 procent. I undersökningen kommer han fram till att det finns en signifikant skillnad mellan det rekommenderade priset på aktien och det slutgiltiga priset på aktien. Köprekommendationer är överrepresenterade och är upp till sju gånger fler än säljrekommendationerna. Det anses vara förenat med en betydligt högre kostnad att utfärda en säljrekommendation, inte direkt ekonomiska utan för risken att relationen mellan analytikerfirman och det berörda företaget försämras, samt analytikers rykte om säljrekommendationen visar sig vara fel (Womack 1996, ss.137-167).

Barber et al. (2001) gjorde en studie på den amerikanska marknaden mellan 1985-1996. Syftet med studien var att beräkna överavkastningen som analytikers rekommendationer genererade både före och efter transaktionskostnader. Urvalet bestod av över 360'000 rekommendationer från 269 mäklarfirmor och 4340 olika analytiker. Rekommendationerna delades in i fem olika klasser där 1 innebar stark köp-, 2 köp-, 3 behåll, 4 sälj- och 5 stark säljrekommendation. Andelen köprekommendationer i urvalet var 54,1 procent och säljrekommendationerna utgjordes av 6,5 procent resterande var behållrekommendationer. Resultatet visade att en portfölj bestående av de högst rekommenderade aktierna gav en överavkastning på 4,13 procent per år och de lägst rekommenderade motsvarande minus 4,91 procent per år exklusive transaktionskostnader.

4.5 Den effektiva marknadshypotesen.

På aktiemarknaden i Sverige finns det tusentals placerare och i världen miljontals. Professionella placerare har tillgång till all tänkbar information, datautrustning och dataprogram. Det innebär att varje nyhet som påverkar aktiemarknaden eller ett enskilt företag analyseras och påverkar bedömningen och därmed aktiekursen. Enligt denna teori är aktiemarknaden effektiv i den mening att varje bolags kurs alltid på rätt sätt tar hänsyn till den information som finns. I enlighet med detta menar Hansson (2001) att det inte finns någon anledning till att göra en egen analys eller bedömning. Aktiekursen är således en produkt av den tillgängliga informationen som finns. Logiken bakom den effektiva marknadshypotesen skulle kunna sammanfattas i att, om det skulle finnas ett lätt sätt att erhålla en betydande avkastning på sitt kapital så skulle någon annan redan ha kännedom om det. Vidare kännetecknas den av att alla aktörer på marknaden vinstmaximerar och att ingen enskild aktör kan påverka aktiekursen. Marknadens effektivitet kan delas upp i tre olika kategorier beroende på hur tillgänglig informationen är (Ross 2000, s. 342).

4.5.1 Den starka formen.

Kunderna har tillgång till all information. Även den information som ännu ej är publicerad. Insiders skulle därmed inte ha nytta av informationen då denna redan är inräknad i börskursen. Då ingen har ett informationsövertag så är möjligheten till arbitragevinster i princip omöjliga. Den starka formen har egentligen ingen verklighetsförankring i praktiken, men marknadseffektiviteten har i och med det ökade informationsflödet ökat (Ibid. s. 346).

4.5.2 Den mellanstarka formen.

All offentlig information som finns tillgänglig beaktas i aktiekursen, informationen sprids mycket snabbt och påverkar kursen direkt. Årsredovisningar och aktieanalyser är exempel på offentlig information. Den mellanstarka formen är den effektivitetsnivå som i praktiken råder på större aktiemarknader och möjlighet till insideraffärer finns (Ibid. s.347). Vinell & De Ridder (1987) menar att Stockholmsbörsen ligger närmast denna form. Barber et al (2001) menar att de flesta fungerande ekonomierna med moderna börser har den mellanstarka formen av marknadseffektivitet.

4.5.3 Den svaga formen.

Den svaga formen bygger på historisk information. Enligt denna strategi rekommenderas det att köpa en aktie om den har gått upp tre dagar i rad. Det omvända gäller vid nergång då en säljrekommendation utfärdas. Denna typ av strategi kan härledas till den svaga formen (Ross 2000, ss. 344-345).

4.6 Aktieanalys.

Huvudsakligen delas aktieanalys upp i två olika synsätt fundamental analys och teknisk analys. De används var för sig men kan även kombineras. Hansson (2001) menar att den fundamentala analysen utgår ifrån en bedömning av en akties värde genom att analysera företagets ekonomiska ställning, dess framtidsutsikter och förmodade vinstkapacitet. Nyckeltal och variabler som används är till exempel framtida vinstutsikter och utdelningar. Företagsledning och ägarstruktur är variabler som beaktas. Andra faktorer som kan ha påverkan är de makroekonomiska faktorer som kan slå direkt mot värdet i företaget men som står helt utanför företagets kontroll. Konjunkturen påverkar aktiemarknaden påtagligt, särskilt cykliska bolag påverkas av konjunktursvängningar. Ränteläget avgör hur intressant en aktieinvestering är, låga räntor kan medföra att aktier blir ett intressantare investeringsalternativ än om räntorna är höga, då det betydligt säkrare räntesparandet blir mer attraktivt.

Historiskt sett har företagsvärdering i huvudsak baserats på utdelningar. Nilsson (2002) menar att kassaflödesanalysen fått en allt mer dominerande betydelse vad gäller att uppskatta ett företags värde. Kassaflödesvärdering bygger på prognostiserade framtida kassaflöden och har under senaste decenniet blivit en allt vanligare metod för företagsvärdering (Copeland 2000).

Enligt Larsson (2000) är avsaknaden av alternativa placeringar i kombination med flödet av pengar den största faktorn till den positiva börsutvecklingen under de senaste decennierna. Den goda börsutvecklingen har i sin tur attraherat mer kapital direkt genom fondsparande och indirekt genom pensionsstiftelser. Politiska beslut och utspel påverkar den kortsiktiga kursutvecklingen liksom förändringar i skattelagstiftningen.

Teknisk analys utgår från en bedömning av den tidigare kursutvecklingen. Renodlad teknisk analys tar inte hänsyn till framtida händelser utan bygger endast på historiska mönster i aktiekurser och utifrån dessa görs prognoser om framtiden Hägg (1989). Med hjälp av dataprogram och diagram anser sig analytikerna kunna förutse hur aktiekursen kommer att utvecklas. Även i vilken riktning som kursen kommer att utvecklas och samt hur stor eller liten kursutvecklingen blir. I princip kan information av tidigare börskurser räcka för att göra en teknisk analys utan att känna till företaget i övrigt som undersöks. Teknisk analys har inte kunnat finna stöd inom vetenskaplig forskning för att kunna generera högre avkastningen än genomsnittliga placeringar (Hansson 2001, ss.52, 219-227).

4.7 Analytikers rekommendationer

En mängd olika variabler kan påverka rekommendationens utfall. Analytikerns rykte, storleken på mäklarhuset och rekommendationens grad är faktorer som påverkar aktierekommendationen. Enligt Stickel (1995) får rekommendationer på små företag en större genomslagskraft än de på större företag. Vilken analytiker eller vilket mäklarhus som publicerar analysen är också av betydande vikt. När rekommendationen kom direkt i från mäklarhusen var effekten på sex månaders sikt dubbelt så stor som om den publicerades i en tidskrift (Womack 1996, ss.137-167).

4.8 Aktiemarknadens psykologi

Enligt Gyllenram (2001) kännetecknas aktiemarknaden av ett flockbeteende. Beteendet i ett *tradingrum* (rum där mäklare sitter och handlar) kan vid en oväntad händelse av ekonomisk karaktär förändra sinnesstämningen och skilda meningar smälter snart samman till en likartad uppfattning. Liksom aktiemarknaden agerar också analytiker i flock. Deras rekommendationer och prognoser har en tendens att inte avvika särskilt mycket från andra analytikerfirmor. Detta beteende kan förklaras av att de använder sig av i princip samma informationskällor som sina konkurrenter. Analytiker jämförs ständigt mot varandra och det kan bidra till att framför allt unga analytiker inte vågar gå mot strömmen, då ett enda misslyckande kan påverka hela deras yrkeskarriär (Stickel 1995, s. 28).

5 Empiri

Antalet aktierekommendationer i studien uppgår till 171, varav 99 är köprekommendationer och 72 är säljrekommendationer. Överavkastningen vid de olika mättillfällena är relativt normalfördelade (se bilaga 9-21). Antalet rekommendationer på varje enskild aktie varierar alltifrån någon enstaka rekommendation upp till ett tiotal rekommendationer för mer omsatta aktier som exempelvis Ericsson och Hennes & Mauritz med flera.

Urvalet utgörs utav köp- och säljrekommendationer publicerade under kalenderåret 2003 på databasen Affärsdata. Författarna har valt att inte dela upp populationen i olika branscher eller fördelningar på olika börslistor, dock var merparten noterade på A-listan.

Rekommendationernas fördelning

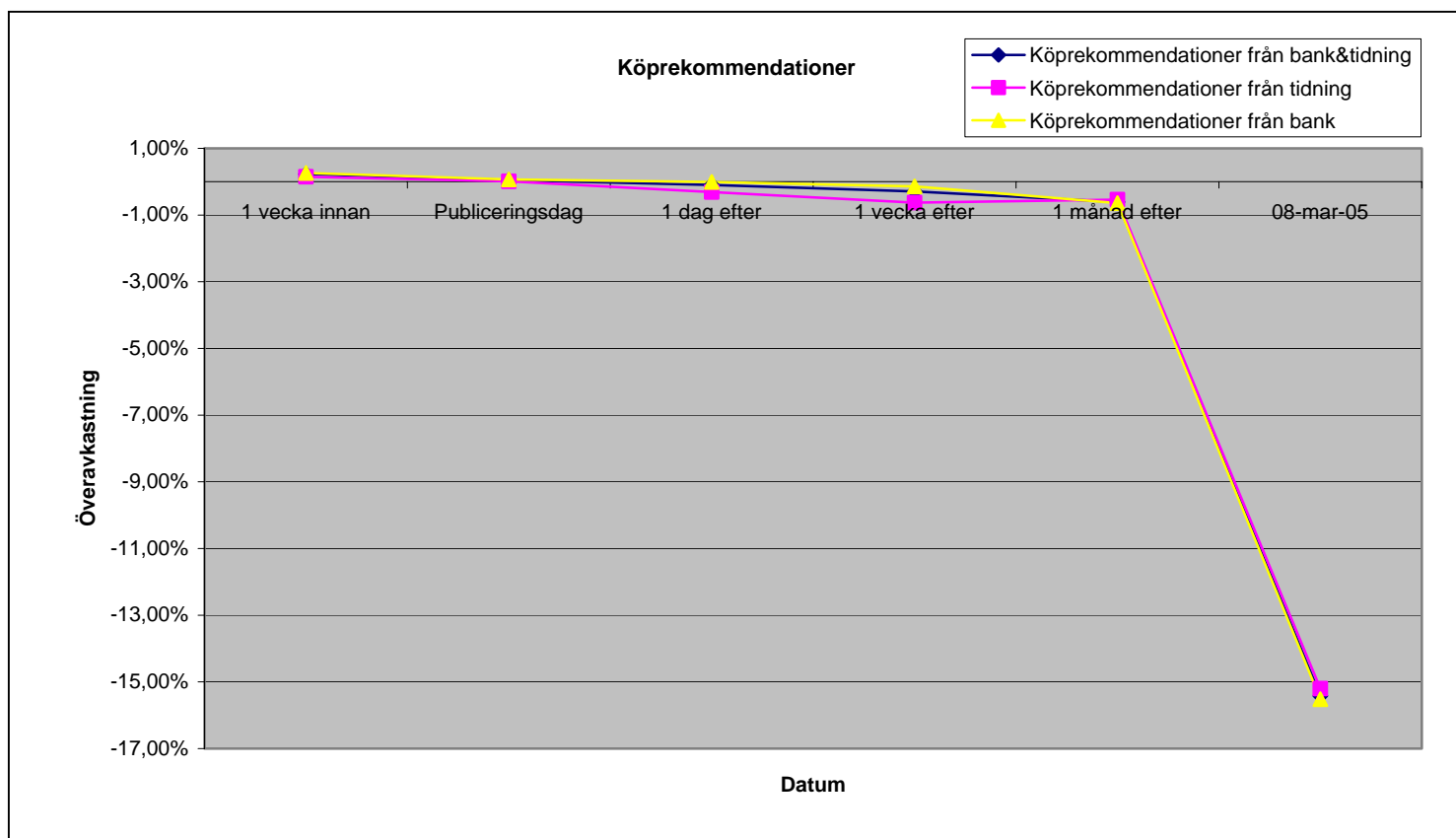
Banker och fondkommissionärer	Köp	Sälj	
	41 %	28 %	
Finanstidningar	Köp 17 %	Sälj 14 %	
Totalt	58 %	42 %	= 100 %

5.1 Köprekommendationers utfall

Vid utvärdering av köprekommendationer är positiv överavkastning det som eftersträvas, det vill säga att överavkastningen överstiger noll procent. Aktien som förvärvas bör ha en utveckling som överträffar index för att rekommendationen ska ha något värde för kunden. Rekommendationer från bank och mäklarhus har haft obetydligt högre förmåga att identifiera undervärderade aktier än vad tidningsrekommendationer har haft i denna studie som framgår av tabellerna på nästa sida.

Den genomsnittliga utvecklingen på köprekommendationer från både fondkommissionärer och finanspress har sammanställts i grafen nedan. För bank och tidningsrekommendationer sammantaget observerades en vecka innan, det vill säga fem börsdagar innan publiceringstillfället var överavkastningen på aktierna i genomsnitt jämfört med jämförelseindex obetydligt positiv (0,23 %). Börsdagen innan publiceringstillfället var den ännu lägre (0,05 %). Dagen efter publicering vände utvecklingen till att bli negativ (-0,10 %) en vecka efter (-0,29 %). En månad efter var hade den utvecklats negativt (-0,61 %) och mättillfället den 8 mars 2005 noterades nedgång jämfört med index med cirka 15 procent. Överavkastning kunde författarna således endast observera dagarna innan publiceringstillfället (se även bilaga 5-6).

Diagram 5.1 Köprekommendationers överavkastning



Tabellen nedan visar överavkastning, t-värde och den aggregerade överavkastningen kallat kumulativ överavkastning från tidning och bank och även både tidning och bank tillsammans. Den kumulativa överavkastningen används för att minimera osäkerheten på det exakta datumet för eventet (Strong 1992, ss. 533-553). Den kumulativa överavkastnings avsedda effekt blir relativt liten i denna studie för att överavkastningen är marginell. Den kumulativa överavkastningen representerar en nettoökning från en tidpunkt till en annan. I exemplet nedan visas det hur tabellen över den kumulativa överavkastningen avläses. 0,18 % (0,26 % + 0,07 % - 0,01 % - 0,14 %).

Tabell 5.1 Köprekommendationer från bank & tidning.

Köprekommendationer från bank

Dag	Överavkastning	t-värde	Kumulativ överavkastning	Antal observationer
1 vecka innan	0,26%	0,727	0,26%	70st
Publiceringsdag	0,07%	0,371	0,33%	70st
1 dag efter	-0,01%	-0,05	0,32%	70st
1 vecka efter	-0,14%	-0,465	0,18%	70st
1 månad efter	-0,64%	-0,714	-0,46%	70st
08-mar-05	-15,52%	-2,96	-15,98%	70st

Köprekommendationer från tidning

Dag	Överavkastning	t-värde	Kumulativ överavkastning	Antal observationer
1 vecka innan	0,15%	0,139	0,15%	29st
Publiceringsdag	0,01%	0,04	0,16%	29st
1 dag efter	-0,31%	-0,773	-0,15%	29st
1 vecka efter	-0,63%	-1,104	-0,78%	29st
1 månad efter	-0,54%	-0,234	-1,32%	29st
08-mar-05	-15,20%	-1,474	-16,52%	29st

Köprekommendationer från bank&tidning

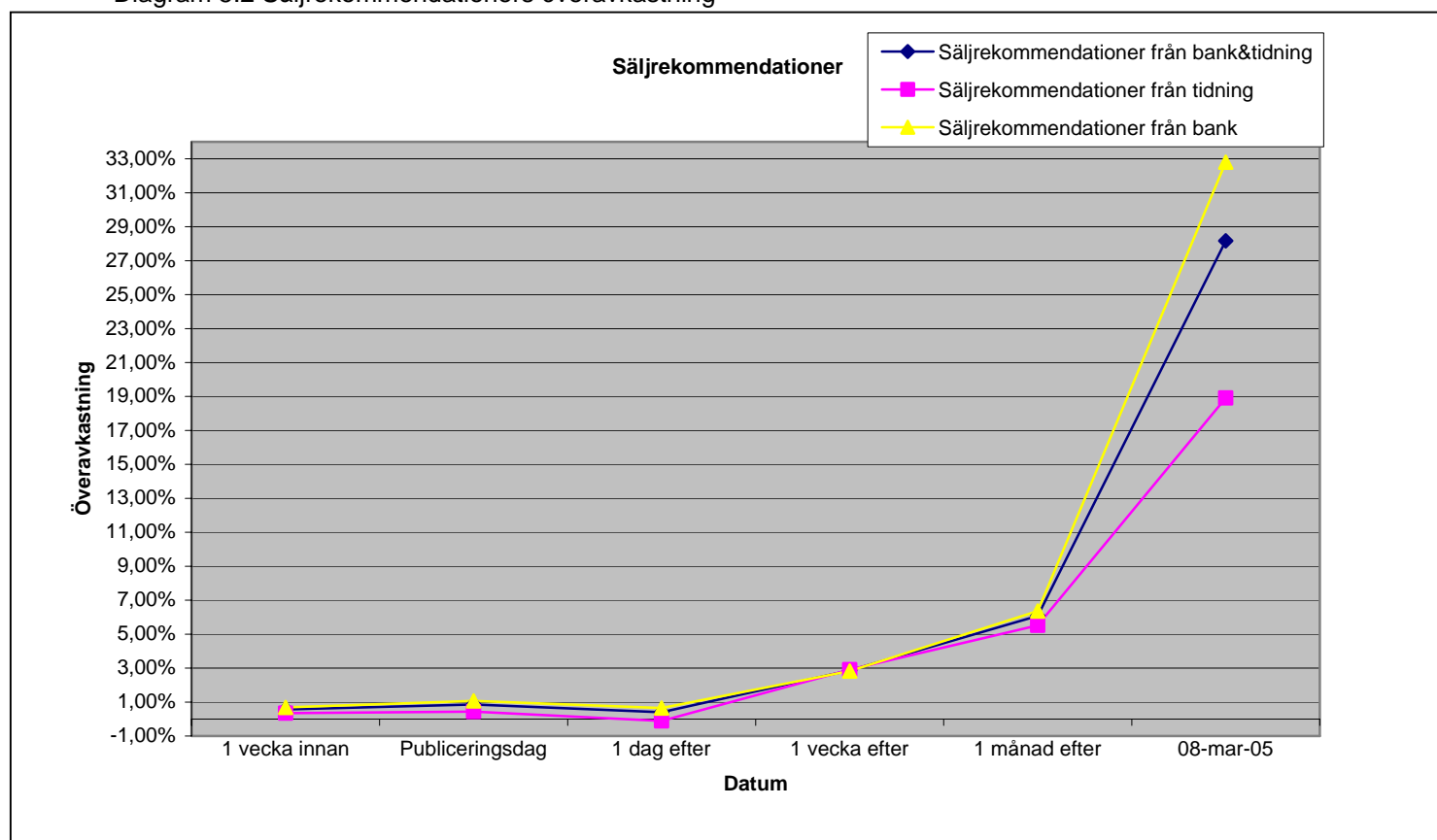
Dag	Överavkastning	t-värde	Kumulativ överavkastning	Antal observationer
1 vecka innan	0,23%	0,572	0,23%	99st
Publiceringsdag	0,05%	0,333	0,28%	99st
1 dag efter	-0,10%	-0,562	0,18%	99st
1 vecka efter	-0,29%	-1,045	-0,11%	99st
1 månad efter	-0,61%	-0,664	-0,72%	99st
08-mar-05	-15,42%	-3,245	-16,14%	99st

5.2 Säljrekommendationers utfall

Hos aktier med säljrekommendation är det önskvärt att ha en negativ överavkastning eftersom det handlar om att göra sig av med aktierna. Lämnas rekommendationer att sälja aktier som sedan utvecklas bättre än index hade det varit bättre att behålla aktierna än att följa säljrekommendationerna. Säljrekommendationerna har i genomsnitt från både bank och tidning haft en varierande överavkastning (se bilaga 7-8).

Den genomsnittliga utvecklingen på säljrekommendationer från både fondkommissionärer och finanspress har sammanställts i grafen nedan. För bank och tidningsrekommendationer sammantaget observerades en vecka innan, det vill säga fem börsdagar innan publiceringstillfället var överavkastningen på aktierna i genomsnitt jämfört med jämförelseindex obetydligt positiv (0,57 %). Börsdagen innan publiceringstillfället var den aningen högre (0,86 %). Dagen efter publicering vände utvecklingen till (0,40 %) en vecka efter (2,86 %). En månad efter var hade säljrekommendationerna i genomsnitt utvecklats bättre än index (6,08 %) och mättillfället den 8 mars 2005 noterades uppgång jämfört med index med cirka 28 procent.

Diagram 5.2 Säljrekommendationers överavkastning



Tabellerna nedan visar överavkastning, t-värde och den aggregerade överavkastningen kallat kumulativ överavkastning för alla säljrekommendationer från tidning och bank och även både tidning och bank tillsammans. Den kumulativa överavkastningen för säljrekommendationer är relativt stor, det vill säga motsatsen till vad som vore önskvärt.

Tabell 5.2 Säljrekommendationer från bank & tidning.

Säljrekommendationer från bank

Dag	Överavkastning	t-värde	Kumulativ överavkastning	Antal observationer
1 vecka innan	0,68%	0,699	0,23%	48st
Publiceringsdag	1,07%	1,88	1,75%	48st
1 dag efter	0,65%	1,939	2,40%	48st
1 vecka efter	2,83%	3,537	5,23%	48st
1 månad efter	6,36%	3,652	11,59%	48st
08-mar-05	32,80%	3,749	44,49%	48st

Säljrekommendationer från tidning

Dag	Överavkastning	t-värde	Kumulativ överavkastning	Antal observationer
1 vecka innan	0,35%	0,114	0,23%	24st
Publiceringsdag	0,44%	0,886	0,79%	24st
1 dag efter	-0,11%	-0,114	0,68%	24st
1 vecka efter	2,91%	1,28	3,59%	24st
1 månad efter	5,52%	1,667	9,11%	24st
08-mar-05	18,91%	1,126	28,02%	24st

Säljrekommendationer från bank&tidning

Dag	Överavkastning	t-värde	Kumulativ överavkastning	Antal observationer
1 vecka innan	0,57%	0,473	0,23%	72st
Publiceringsdag	0,86%	2,08	1,43%	72st
1 dag efter	0,40%	1,013	1,83%	72st
1 vecka efter	2,86%	3,118	4,69%	72st
1 månad efter	6,08%	3,827	10,77%	72st
08-mar-05	28,17%	3,499	38,94%	72st

6 Analys

Resultaten av denna studie kan tolkas som att marknaden är relativt effektiv, närmast skulle den kunna beskrivas som en hybrid av den starka och den mellanstarka formen av marknadseffektivitet, där möjligheten till arbitragevinster är relativt liten. Enligt den är redan all publicerad information redan avspeglad i aktiekursen och ingen enskild investerare skulle ha möjlighet att överprestera marknaden på den information som finns tillgänglig (Barber et al 2001, ss.558-563).

Populationen i denna undersökning representeras av fler köprekommendationer än säljrekommendationer dock är inte antalet köprekommendationer till sin andel så stor som i Womacks (1996) undersökning där köprekommendationerna var sju gånger fler än säljrekommendationerna. I denna studie genererade 49 procent av köprekommendationerna en överavkastning samtidigt som 51 procent av köprekommendationerna utvecklades negativt. För säljrekommendationerna var utfallet nästan identiskt med 52 procent korrekta och 48 procent felaktiga. Det överensstämmer med Woolridge (2004) forskning som visar att i genomsnitt 50 procent av alla rekommendationer är korrekta.

Som framgår av tabell 5.1 så skillnaden mellan köprekommendationer från bank/fondkommissionär och tidning knappt märkbar. På kort sikt har bank/fondkommissionärerna rekommendationer varit aningen bättre än tidningsrekommendationerna. På längre sikt det omvända. Ingen av dem har kunnat prestera någon överavkastning. Den som hade följt alla rekommendationer representerade i denna undersökning och placerat lika mycket i varje aktie hade inte kunnat erhålla något mervärde av att följa placeringsråden då dessa som helhet inte utvecklats bättre än index.

Utfallet av säljrekommendationerna visar att tidningsrekommendationerna både på kort- och lång sikt är bättre än bank/fondkommissionärernas rekommendationer. I bägge fallen hade det varit bättre att behålla aktierna än att avyttra dem. Rekommendationerna tillförde således inget positivt mervärde till placerarna (se tabell 5.2).

Både köp- och säljrekommendationer leder till ökad handel och därmed ökade omsättningsvolymen i aktiehandeln och därmed finns ett incitament att utfärda rekommendationer som handelsvolymen. Detta medför ökade courtageintäkter för mäklarhuset och i sin tur den provisionsbaserade ersättning som utgår till mäklaren (Woolridge 2004, ss. 23-33).

Köprekommendationer har på intet sätt varit träffsäkra, några av misslyckandena är ett flertal rekommendationer utfärdade på Nokia och Telia Sonera som utvecklats cirka 50 procent sämre än index. Detta kan ha bidragit till att påverka den genomsnittliga överavkastningen i negativ riktning. Det finns ingen signifikans för att överavkastningen är större än noll. Det innebär att nollhypotesen måste accepteras.

Köprekommendationer hade en vecka innan publiceringstillfället i genomsnitt en relativt låg överavkastning vilket kan bero på andra faktorer än själva rekommendationen men kan även ha påverkats av att information läckt ut innan publicering eller lämnats ut till stora utvalda kunder i förväg, innan den blev tillgänglig för allmänheten (Kim, Lin & Slovin.1997, ss.507-524).

På publiceringsdagen är överavkastningen i genomsnitt försumbar vilket mycket väl skulle kunna bero på att aktiekursen redan stabiliserats och att kursrörelserna som resulterats av rekommendationerna redan kan ha utjämnats vid dagens slut. På ett liknande sätt som i Kim, Lin & Slovins undersökning från 1997, som visar signifikans för att rekommendationer har kurspåverkande effekt i direkt samband med publiceringen och fem minuter efter, redan 30 minuter efter publicering har rekommendationen ingen påverkan på överavkastningen och resulterat i att den nya informationen absorberats i aktiekursen.

En dag efter publicering har överavkastningen vänt och blivit negativ och skulle kunna förklaras av att investerarna som köpt aktien på publiceringsdagen gjort vinsthemtagningar men vinsthemtagningar kan även ha gjorts redan på publiceringsdagen. En vecka efter har utvecklingen ytterligare försämrats och kan fortfarande präglas av vinsthemtagningar men även andra faktorer spelar troligen en alltmer väsentlig roll då det är omöjligt att isolera enbart effekten av rekommendationen.

På lite längre sikt har köprekommendationerna i genomsnitt utvecklats sämre än index. Det är anmärkningsvärt att analytiker inte förmått att identifiera framtida kursvinnare med dagens avancerade teknologi och tillgång till omfattande statistiskt material om bolagen och dess historiska kursutveckling. Samtidigt som vart femte bolag på Stockholmsbörsen, däribland ett flertal av dem som undersökts i denna studie, har under 2005 noterat historiska kursrekord. Denna utveckling torde ha utgjort en gynnsam grogrund för att köprekommendationerna från 2003 skulle ha slagit väl ut vilket de i de flesta fall inte gjorde. Hade dessutom transaktionskostnader i denna studie beaktats hade överavkastningen för köprekommendationerna varit ännu lägre (Barber et al 2001, ss.531-563).

Säljrekommendationerna i denna undersökning har varit av skiftande kvalitet, några av extremfallen på misslyckanden är Affärsvärldens säljrekommendation på Oxigene som steg 64 procent dagarna efter publiceringen, andra misslyckanden är säljrekommendationer utfärdade på Semcon, Metro och ABB som haft positiv kursutveckling på upp till 20 procent vid publiceringstillfället. Detta sammantaget kan ha påverkat utfallen av säljrekommendationerna i denna studie så att de i genomsnitt utvecklats i fel riktning. Det finns ingen signifikans för att överavkastningen är lägre än noll. Det innebär att nollhypotesen måste accepteras.

På kort sikt har säljrekommendationerna endast haft en marginell effekt på aktiekurserna. På längre sikt kan säljrekommendationer egentligen inte utvärderas eftersom avsikten är att aktien avyttras och därefter placeras likviden i en potentiellt bättre placering. Detta gör det komplext att analysera säljrekommendationer på längre sikt. Det kan konstateras att analytikerna inte haft förmåga att identifiera övervärderade aktier. Det genomsnittliga utfallet av säljrekommendationerna i denna studie har på längre sikt (fram till den 8 mars 2005) kan i hög grad ha påverkats av felaktiga säljrekommendationer som exempelvis Ericsson som stigit mellan 100 procent till 180 procent jämfört mot index under samma period.

7 Resultat

Resultatet i denna studie visar entydigt att analytiker inte har en förmåga att identifiera under- respektive övervärderade aktier. Det finns ingen signifikans för att köprekommendationer haft en överavkastning som är större än noll. För säljrekommendationerna i studien finns det inte heller någon signifikans för att överavkastningen är mindre än noll. Nollhypotesen måste därför i bägge fall accepteras. Den som hade följt alla rekommendationer representerade i denna undersökning och placerat lika mycket i varje aktie hade inte kunnat erhålla något mervärde av att följa placeringsråden då dessa som helhet inte utvecklats bättre än index.

Köprekommendationer hade innan publiceringstillfället en relativt låg överavkastning och det kan bero på att information läckt ut innan publicering eller lämnats ut till stora utvalda kunder i förväg, innan den blev tillgänglig för allmänheten (Kim, Lin & Slovin.1997, ss.507-524).

På publiceringsdagen är överavkastningen i princip obetydlig och aktiekursen kan redan ha stabiliserats och utjämnats vid dagens slut. Kim, Lin & Slovin (1997) visar att rekommendationer endast har kurspåverkande effekt en kort tid i nära anslutning till publiceringstillfället och har stabiliserats redan efter 30 minuter då den nya informationen prisats in i aktiekursen i form av redan gjorda vinsthemtagningar.

En dag efter publicering har överavkastningen vänt och blivit negativ det skulle kunna förklaras av vinsthemtagningar. En vecka efter präglas utvecklingen av ytterligare vinsthemtagningar men även andra faktorer spelar troligen en alltmer väsentlig roll då det är omöjligt att isolera enbart effekten av rekommendationen.

Köprekommendationerna har i genomsnitt haft en sämre utveckling än index. Det är anmärkningsvärt att analytiker inte förmått att identifiera framtida kursvinnare med dagens avancerade teknologi och tillgång till omfattande statistiskt material om bolagen och dess historiska kursutveckling. Vart femte bolag på Stockholmsbörsen, däribland ett flertal av dem som undersökts i denna studie hade under våren 2005 noterat historiska kursrekord. Dessa kursrekord torde ha utgjort en gynnsam grogrund för att köprekommendationer utfärdade under 2003 skulle ha slagit väl ut vilket de i mer än hälften av fallen inte gjorde. Det kan fastställas att analytiker inte haft förmåga att identifiera köpvärda aktier.

Säljrekommendationerna hade i genomsnitt givit negativa följder om de hade följts, aktierna som rekommenderats att avyttra utvecklades på längre sikt bättre än index. Ett extremfall på misslyckande var Affärsvärldens säljrekommendation på Oxigene som steg 64 procent dagarna efter publiceringen. Andra misslyckanden är säljrekommendationer utfärdade på Semcon, Metro och ABB som haft positiv kursutveckling på upp till 20 procent vid publiceringstillfället.

På kort sikt har säljrekommendationerna endast haft en marginell effekt på aktiekurserna. På längre sikt kan säljrekommendationer egentligen inte utvärderas eftersom avsikten är att aktien avyttras och likviden investeras i andra placeringar. Det gör det komplext att analysera säljrekommendationer på längre sikt. Det kan konstateras att analytikerna även här inte lyckats att identifiera övervärderade aktier. Det saknar betydelse om rekommendationerna utfärdas av finansstidningar eller bank/fondkommissionärer. Utfallen av rekommendationerna är i det närmaste identiska mellan båda grupperna. Ingen av dem har lyckats generera någon nämnvärd överavkastning.

8 Slutsats

Slutsatsen av denna undersökning är att marknaden är relativt effektiv, närmast skulle den kunna beskrivas som en hybrid av den starka och den mellanstarka formen av marknadseffektivitet, där möjligheten till arbitragevinster är relativt liten. Där ingen enskild aktör har möjlighet att överprestera marknaden med den information som finns tillgänglig (Barber et al 2001, ss.558-563). I denna undersökning har fokus legat på att studera om analytiker har möjlighet att identifiera aktier som är under- respektive övervärderade. Studien omfattade 171 rekommendationer publicerade i Affärsdatabasen under 2003. Testperioden som var begränsad till ett år kan tyckas vara aningen kort, vilket kan jämföras mot Barbers et al (2001) gigantiska undersökning som omfattade elva år och totalt 360'000 rekommendationer.

Som benchmark i denna undersökning användes Stockholm All share-index. Resultaten från analytikernas rekommendationer visar inte på någon signifikant att de kan identifiera under- respektive övervärderade aktier. Nollhypotesen måste i bägge fallen accepteras. På längre sikt är det mer komplext att redogöra för vad som påverkat aktiekursen. I denna studie exkluderas transaktionskostnader. Dessa skulle ha bidragit till en ännu sämre utveckling hos de redan svaga resultaten av rekommendationerna (Barber et al 2001, ss.531-563). Både köp- och säljrekommendationer leder till ökad handel och därmed ökade omsättningsvolymmer i aktiehandeln och därmed finns ett incitament att utfärda rekommendationer som handelsvolymen. Detta medför ökade courtageintäkter för mäklarhuset och i sin tur den provisionsbaserade ersättning som utgår till mäklaren (Woolridge 2004, ss. 23-33).

Den viktigaste slutsatsen i denna undersökning är att analytiker inte haft en förmåga att observera under- eller övervärderade aktier. Det är anmärkningsvärt att analytiker inte förmår att identifiera framtida kursvinnare med dagens avancerade teknologi och tillgång till omfattande statistiskt material om bolagen och dess historiska kursutveckling. Samtidigt som vart femte bolag på Stockholmsbörsen, däribland ett flertal av dem som undersökts i denna studie, har under 2005 noterat historiska kursrekord. Denna utveckling torde ha utgjort en gynnsam grogrund för att köprekommendationerna från 2003 skulle ha slagit väl ut vilket de i de flesta fall inte gjorde. Med detta i åtanke anser författarna det finns skäl att ställa sig kritisk till de under 2003 publicerade aktierekommendationer som denna studie omfattades av.

9 Kritisk granskning

En svaghet i denna undersökning är att den inte omfattar alla aktierekommendationer som utfärdats i Sverige under 2003. Testperioden som var begränsad till ett år kan tyckas vara aningen kort, vilket kan jämföras mot Barbers et al (2001) gigantiska undersökning som omfattade elva år och populationen bestod av 360'000 rekommendationer.

Rekommendationerna är begränsade till dem som fanns tillgängliga i Affärsdatabasen. Det är således ingen totalundersökning vilket påverkar reliabiliteten starkt negativt och innebär att den population som ingår i denna studie inte behöver vara representativ för den totala populationen av de i Sverige publicerade aktierekommendationerna under 2003.

Validiteten hade kunnat vara väsentligt högre om kursförändringarna i direkt samband med publicerandet av rekommendationerna hade kunnat observeras. Denna studie bygger på de noterade stängningskurserna och vinsthemtagningar som gjorts under dagen kan ha neutraliserats fram till dess att börserna har stängt.

Eftersom rekommendationer är en dynamisk kontinuerlig process där förutsättningarna snabbt förändras finns det inget som säger att analytikerna inte ändrat rekommendationerna och att så har skett efter 2003. Det något statiska förfarande som använts i denna undersökning vid utvärdering av de publicerade aktierekommendationerna kan inte helt simulera verkligheten. En ändrad rekommendation när förutsättningarna förändrats för ett bolag gör att investeraren snabbt kan göra en förändring i portföljen. Denna undersökning tar ej hänsyn till förändringar utan ser en placering som definitiv. Rekommendationer som utfärdats efter 2003 finns ej med i denna studie och inte heller ändrade "korrigerade" rekommendationer, det vill säga en köprekommendation som ändrats till en säljrekommendation eller vice versa. Detta kan ha bidragit till att ge en skev bild av hur väl analytikernas aktierekommendationer lyckats med att generera överavkastning. Eftersom urvalet är ett bekvämlighetsurval är generaliserbarheten starkt begränsad, vilket medför att det endast är möjligt att dra slutsatser om börsåret 2003.

10 Vidare forskning

Förslag till vidare forskning kan vara att mäta handelsvolymsökningar i samband med publiceringen av rekommendationer under en hel konjunkturcykel. Ett annat uppslag skulle kunna vara att mäta prestationer fondkommissionärer emellan. Ytterligare ett uppslag är att djupintervjua analytiker om hur rekommendationer tas fram och vilka faktorer som är viktigast deras i analys och värdering av börsbolag.

11 Källförteckning

Artiklar

Barber B, Lehavy R, McNichols M, Trueman B. (2001). Can Investors Profit from the Prophets? Security Analyst Recommendations and Stock Returns. *The Journal of Finance*, vol. 56, ss.531-563

Beneish M. (1991). Stock Prices and the Dissemination of Analysts' Recommendation. *The Journal of Business*, vol. 64, ss. 393-416

Bjerring J, Lakonishok J, Varmaelen T. (1983). Stock Prices and Financial Analysts' Recommendations. *The Journal of Finance*, vol. 38, ss. 187-204

Cowels, Alfred (1933). Can stock market forecasters forecast? *Econometrica*, vol.1, ss. 309-324

Ferreira E, Smith S. (1999). Stock Price Reactions to recommendations in the Wall Street Journal "Small stock Focus" column. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 39, ss. 379-389

Dopuch, Nicholas, Holthausen, Robert W. & Leftwich, Richard W. (1986). Abnormal Stock Returns Associated with Media Disclosures of 'Subject to' Qualified Audit Opinions." *Journal of Accounting and Economics*, 1986, vol. 8, ss. 93-117.

Jegadeesh, Narasimhan & Sheridan Titman (1993). Return to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *Journal of Finance*, Vol. 48 ss.65-92

Kim, Sok Tae; Lin, Ji-Chai; Slovin, Myron B. (1997). Market Structure, Informed Trading, and Analysts' Recommendations. *Journal of financial & Quantitative analysis*, vol. 32, ss. 507-524

Stickel, Scott E. (1995). The anatomy of the performance of buy and sell recommendation. *Financial Analysts Journal*, vol. 51 ss.25-39

Strong, Norman (1992) "Modelling abnormal returns: a review article". *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 19, ss. 533-553

Woolridge, J.Randal (2004). Performance of stocks recommended by brokerages. *Journal of investing*, vol. 13, ss. 23-33

Womack Kent L. (1996). Do Brokerage Recommendations Have Investment Value? *The Journal of Finance*, vol.51 ss. 137-167

Böcker

Brealy, Richard A. & Myers, Stewart C. (2003) *Principles of Corporate Finance*, New York: The McGraw-Hill Companies Inc.

Copeland, Tomas (2000). *Valuation measuring and the value of companies*. New York: John Wiley

Gyllenram Carl G. (2001). *Aktiemarknadens psykologi eller vad styr upp och nedgångarna på börsen*. Stockholm: Prisma

Hansson, Sigurd (2001). *Aktier, Optioner, Obligationer – En Introduktion*. Lund: Studentlitteratur

Hägg Clas (1989). *Värdering av aktier*. Lund: Studentlitteratur

Körner, Svante (2000). *Statistisk data analys*. Lund: Studentlitteratur

Körner, Svante (2000). *Tabeller och formler för statistiska beräkningar*. Lund: Studentlitteratur

Larsson, Claes-Göran (2000). *Företagets finansiella affärer*. Lund: Studentlitteratur

Lycke Johan, Runesson Eric M & Swahn Mikael (2003). *Ansvar vid finansiell rådgivning*. Stockholm: Nordstets juridik AB

Markowitz, H. M. (1959). "Portfolio selection: effecient diversification of investments", New York, John Wiley and sons Inc.

Malkiel Burton G. (1999). *A random walk down Wall street*. New York: W.W. Norton & Company Inc.

Nilsson, Henrik (2002). *Företagsvärdering*, Lund: Studentlitteratur.

Ross, Stefan A., Westerfield, Randolph W. & Jaffe, Jeffery F. (2001). *Corporate finance*, Boston: McGraw-Hill

Sveriges Finansanalytikers Förening (2000). *Företagsvärderingsmodeller*. Stockholm Ljunglöf AB

Vinell Lars, De Ridder Adri (1987). *Effektiv avkastning på börsaktier*. Lund: Industriförbundets förlag

12 Bilagor

Bilaga 1 Frekvenstabell för köprekommendationer

One-Sample Statistics Köprekommendationer

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Köprek. från bank -1v-Börsdag	70	,0026	,03026	,00362
Köprek. från bank -1d-Börsdag	70	,0007	,01624	,00194
Köprek. från bank +1d-Börsdag	70	-,0001	,01493	,00178
Köprek. från bank +1v-Börsdag	70	-,0014	,02584	,00309
Köprek. från bank +1m-Börsdag	70	-,0064	,07508	,00897
Köprek. från bank 8 mars 2005- Börsdag	70	-,1552	,43863	,05243
Köprek. från tidning -1v-Börsdag	29	,0015	,05738	,01066
Köprek. från tidning -1d-Börsdag	29	,0001	,01675	,00311
Köprek. från tidning +1d-Börsdag	29	-,0031	,02139	,00397
Köprek. från tidning +1v-Börsdag	29	-,0063	,03096	,00575
Köprek. från tidning +1m-Börsdag	29	-,0054	,12392	,02301
Köprek. från tidning 8 mars 2005- Börsdag	29	-,1520	,55536	,10313
Köprek. från bank&tidning -1v-Börsdag överavkastning i %	99	,0023	,03982	,00400
Köprek. från bank&tidning -1d-Börsdag överavkastning i %	99	,0005	,01631	,00164
Köprek. från bank&tidning +1d-Börsdag överavkastning i %	99	-,0010	,01702	,00171
Köprek. från bank&tidning +1v-Börsdag överavkastning i %	99	-,0029	,02737	,00275
Köprek. från bank&tidning +1m-Börsdag överavkastning i %	99	-,0061	,09141	,00919
Köprek. från bank&tidning 8 mars 2005-Börsdag överavkastning i %	99	-,1542	,47285	,04752

Bilaga 2 t-värde köprekommendationer

One-Sample Test Köprekommendationer

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
	Lower	Upper				
Köprek. från bank -1v-Börsdag	,727	69	,470	,00263	-,0046	,0098
Köprek. från bank -1d-Börsdag	,371	69	,712	,00072	-,0032	,0046
Köprek. från bank +1d-Börsdag	-,050	69	,961	-,00009	-,0036	,0035
Köprek. från bank +1v-Börsdag	-,465	69	,643	-,00144	-,0076	,0047
Köprek. från bank +1m-Börsdag	-,714	69	,478	-,00640	-,0243	,0115
Köprek. från bank 8 mars 2005- Börsdag	-2,960	69	,004	-,15516	-,2597	-,0506
Köprek. från tidning -1v-Börsdag	,139	28	,891	,00148	-,0204	,0233
Köprek. från tidning -1d-Börsdag	,040	28	,968	,00012	-,0062	,0065
Köprek. från tidning +1d-Börsdag	-,773	28	,446	-,00307	-,0112	,0051
Köprek. från tidning +1v-Börsdag	-1,104	28	,279	-,00634	-,0181	,0054
Köprek. från tidning +1m-Börsdag	-,234	28	,817	-,00538	-,0525	,0418
Köprek. från tidning 8 mars 2005- Börsdag	-1,474	28	,152	-,15200	-,3632	,0593
Köprek. från bank&tidning -1v-Börsdag överavkastning i %	,572	98	,568	,00229	-,0057	,0102
Köprek. från bank&tidning -1d-Börsdag överavkastning i %	,333	98	,740	,00055	-,0027	,0038
Köprek. från bank&tidning +1d-Börsdag överavkastning i %	-,562	98	,575	-,00096	-,0044	,0024
Köprek. från bank&tidning +1v-Börsdag överavkastning i %	-1,045	98	,299	-,00287	-,0083	,0026
Köprek. från bank&tidning +1m-Börsdag överavkastning i %	-,664	98	,508	-,00610	-,0243	,0121
Köprek. från bank&tidning 8 mars 2005-Börsdag överavkastning i %	-3,245	98	,002	-,15423	-,2485	-,0599

Bilaga 3 Frekvenstabell för säljrekommendationer

One-Sample Statistics Säljrekommendationer

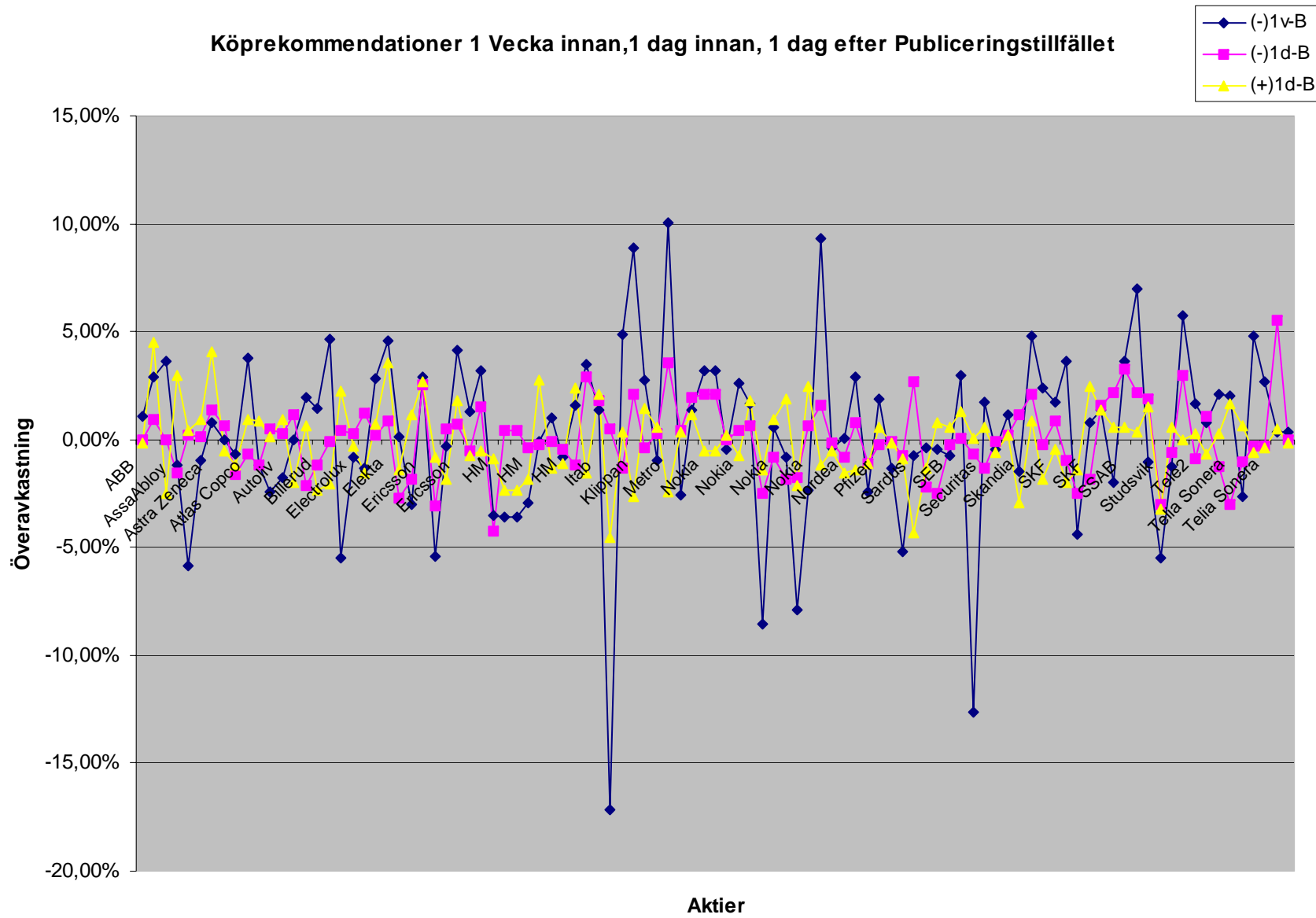
	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Säljrek. från bank -1v-Börsdag	48	,0068	,06742	,00973
Säljrek. från bank -1d-Börsdag	48	,0107	,03952	,00570
Säljrek. från bank +1d-Börsdag	48	,0065	,02327	,00336
Säljrek. från bank +1v-Börsdag	48	,0283	,05550	,00801
Säljrek. från bank +1m-Börsdag	48	,0636	,12067	,01742
Säljrek. från bank 8 mars 2005-Börsdag	48	,3280	,60621	,08750
Säljrek. från tidning -1v-Börsdag	24	,0035	,15185	,03100
Säljrek. från tidning -1d-Börsdag	24	,0044	,02413	,00492
Säljrek. från tidning +1d-Börsdag	24	-,0011	,04766	,00973
Säljrek. från tidning +1v-Börsdag	24	,0291	,11123	,02270
Säljrek. från tidning +1m-Börsdag	24	,0552	,16225	,03312
Säljrek. från tidning 8 mars 2005-Börsdag	24	,1891	,82262	,16792
Säljrek. från bank&tidning -1v-Börsdag överavkastning i %	72	,0057	,10238	,01207
Säljrek. från bank&tidning -1d-Börsdag överavkastning i %	72	,0086	,03510	,00414
Säljrek. från bank&tidning +1d-Börsdag överavkastning i %	72	,0040	,03328	,00392
Säljrek. från bank&tidning +1v-Börsdag överavkastning i %	72	,0286	,07776	,00916
Säljrek. från bank&tidning -1m-Börsdag överavkastning i %	72	,0608	,13484	,01589
Säljrek. från bank&tidning 8 mars 2005-Börsdag överavkastning i %	72	,2817	,68325	,08052

Bilaga 4 t-värde säljrekommendationer

One-Sample Test Säljrekommendationer

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Säljrek. från bank -1v-Börsdag	,699	47	,488	,00680	-,0128	,0264
Säljrek. från bank -1d-Börsdag	1,880	47	,066	,01073	-,0008	,0222
Säljrek. från bank +1d-Börsdag	1,939	47	,058	,00651	-,0002	,0133
Säljrek. från bank +1v-Börsdag	3,537	47	,001	,02834	,0122	,0444
Säljrek. från bank +1m-Börsdag	3,652	47	,001	,06360	,0286	,0986
Säljrek. från bank 8 mars 2005-Börsdag	3,749	47	,000	,32802	,1520	,5040
Säljrek. från tidning -1v-Börsdag	,114	23	,911	,00352	-,0606	,0676
Säljrek. från tidning -1d-Börsdag	,886	23	,385	,00436	-,0058	,0145
Säljrek. från tidning +1d-Börsdag	-,114	23	,910	-,00111	-,0212	,0190
Säljrek. från tidning +1v-Börsdag	1,280	23	,213	,02906	-,0179	,0760
Säljrek. från tidning +1m-Börsdag	1,667	23	,109	,05523	-,0133	,1237
Säljrek. från tidning 8 mars 2005-Börsdag	1,126	23	,272	,18909	-,1583	,5365
Säljrek. från bank&tidning -1v-Börsdag överavkastning i %	,473	71	,638	,00571	-,0184	,0298
Säljrek. från bank&tidning -1d-Börsdag överavkastning i %	2,080	71	,041	,00860	,0004	,0169
Säljrek. från bank&tidning +1d-Börsdag överavkastning i %	1,013	71	,314	,00397	-,0038	,0118
Säljrek. från bank&tidning +1v-Börsdag överavkastning i %	3,118	71	,003	,02858	,0103	,0469
Säljrek. från bank&tidning -1m-Börsdag överavkastning i %	3,827	71	,000	,06081	,0291	,0925
Säljrek. från bank&tidning 8 mars 2005-Börsdag överavkastning i %	3,499	71	,001	,28171	,1212	,4423

Bilaga 5 visar överavkastning för respektive aktie och mättillfälle. Där blå är publiceringstillfället till en vecka innan, rosa är publiceringstillfället till en dag innan, gul är publiceringstillfället till en dag efter.

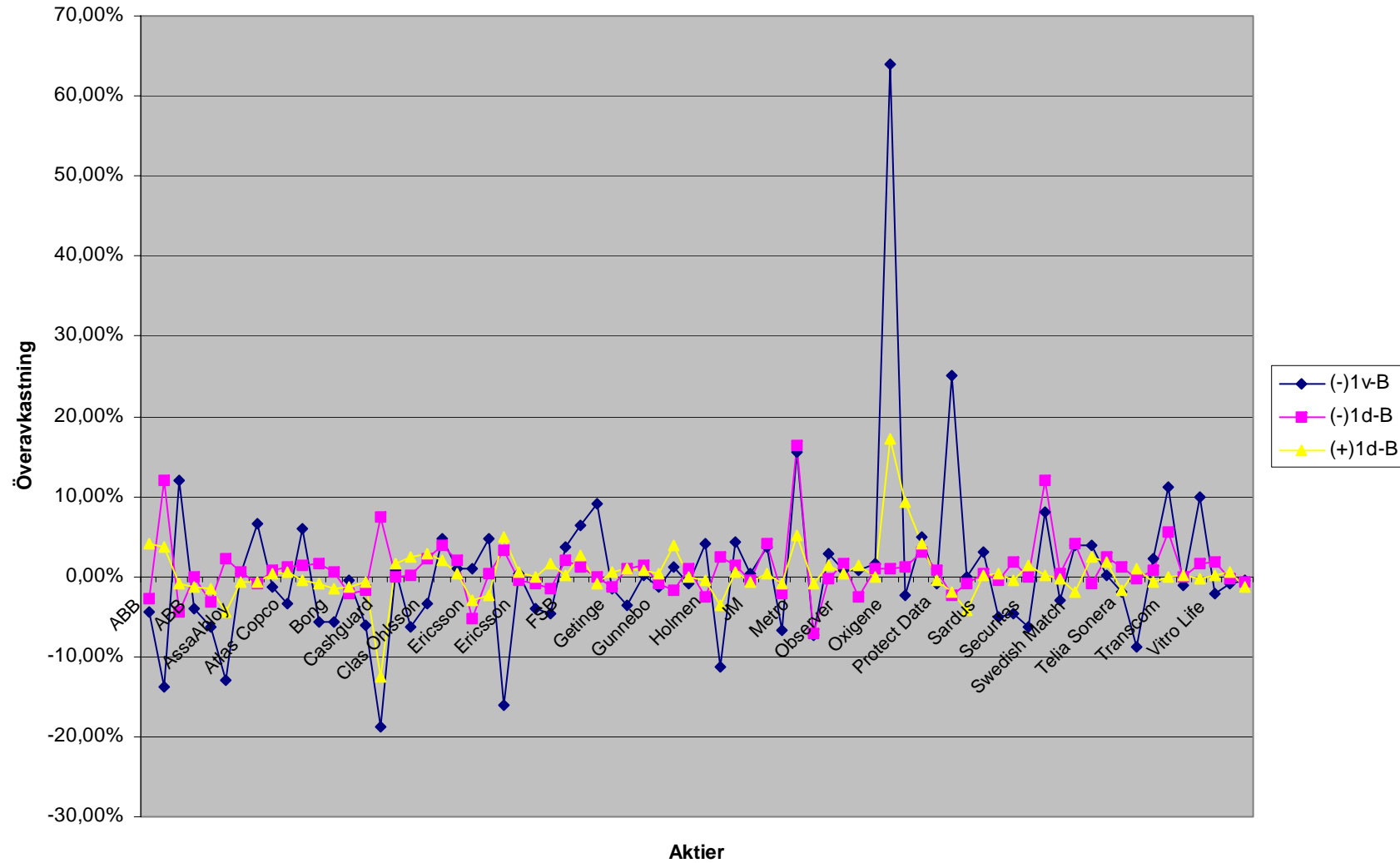


Bilaga 6 visar överavkastning för respektive aktie och måttillfälle. Där blå är publiceringstillfället och en vecka framåt, där rosa är publiceringstillfället och en månad framåt, där gul är publiceringstillfället och en fram till den 8 mars 2005



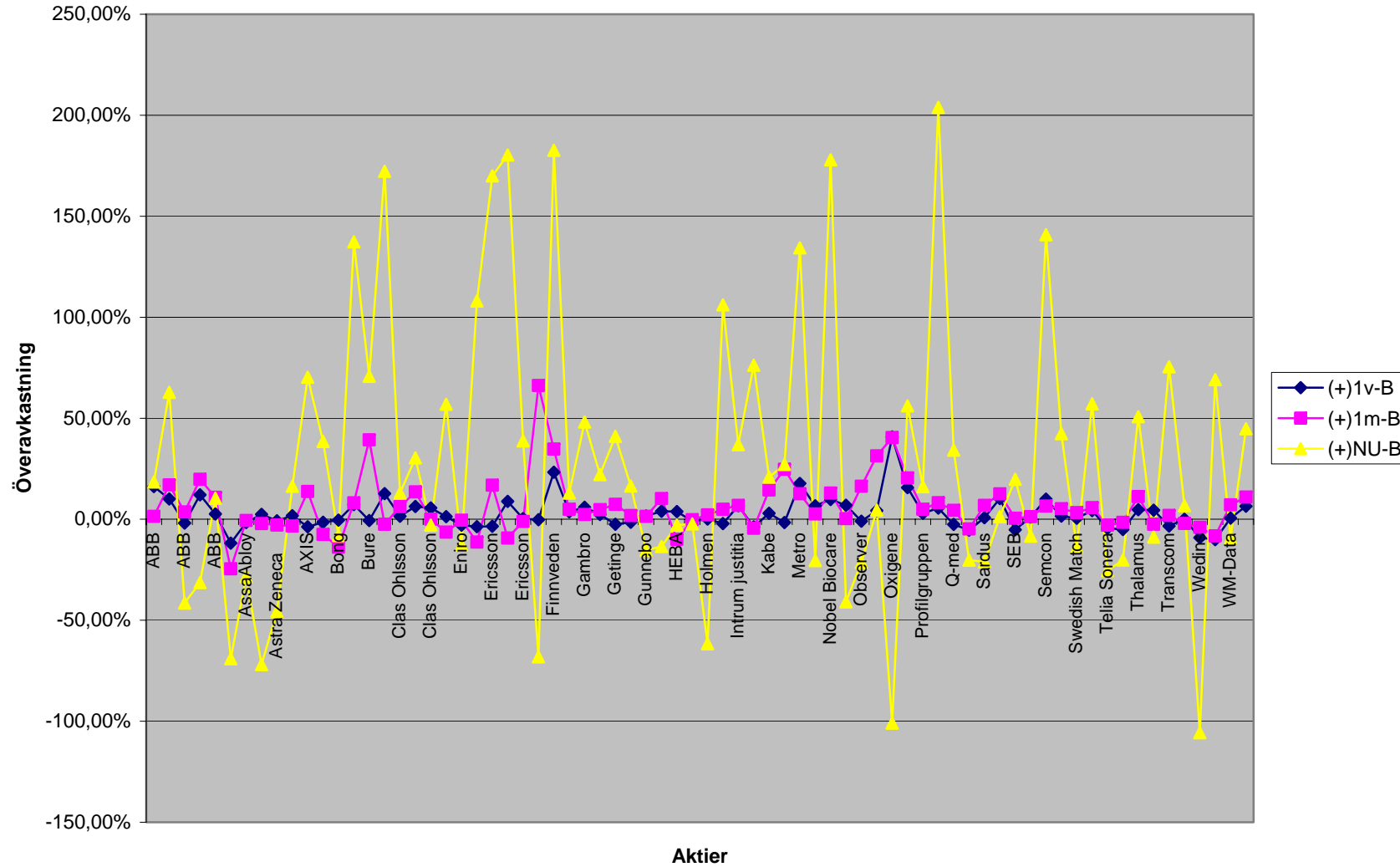
Bilaga 7 visar överavkastning för respektive aktie och mätillfälle. Där blå är publiceringstillfället till en vecka innan, rosa är publiceringstillfället till en dag innan, gul är publiceringstillfället till en dag efter.

Säljrekommendationer 1 vecka innan, 1 dag innan, 1dag efter Publiceringstillfålet



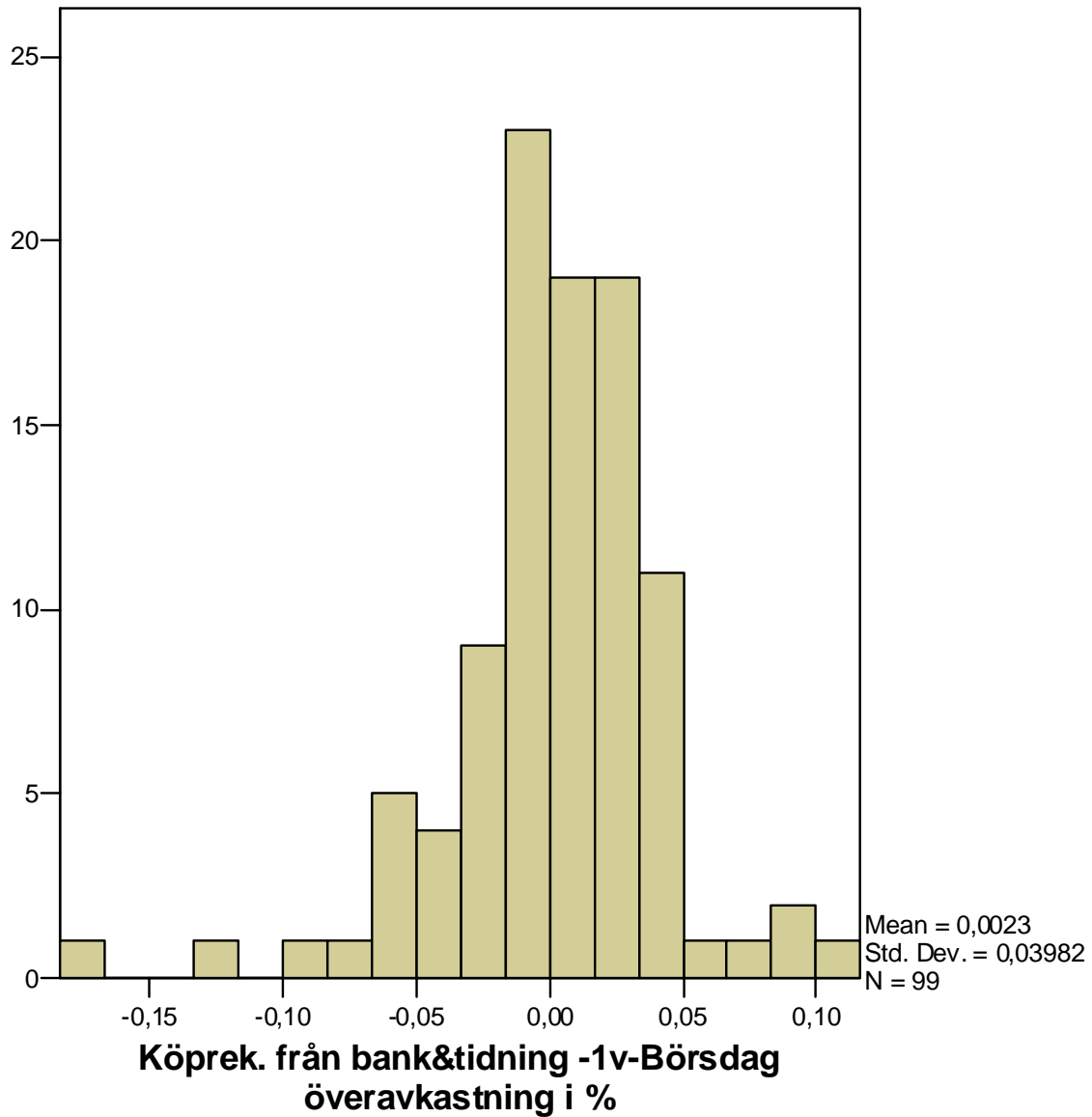
Bilaga 8 visar överavkastning för respektive aktie och mättillfälle. Där blå är publiceringstillfället och en vecka framåt, där rosa är publiceringstillfället och en månad framåt, där gul är publiceringstillfället och en fram till den 8 mars 2005

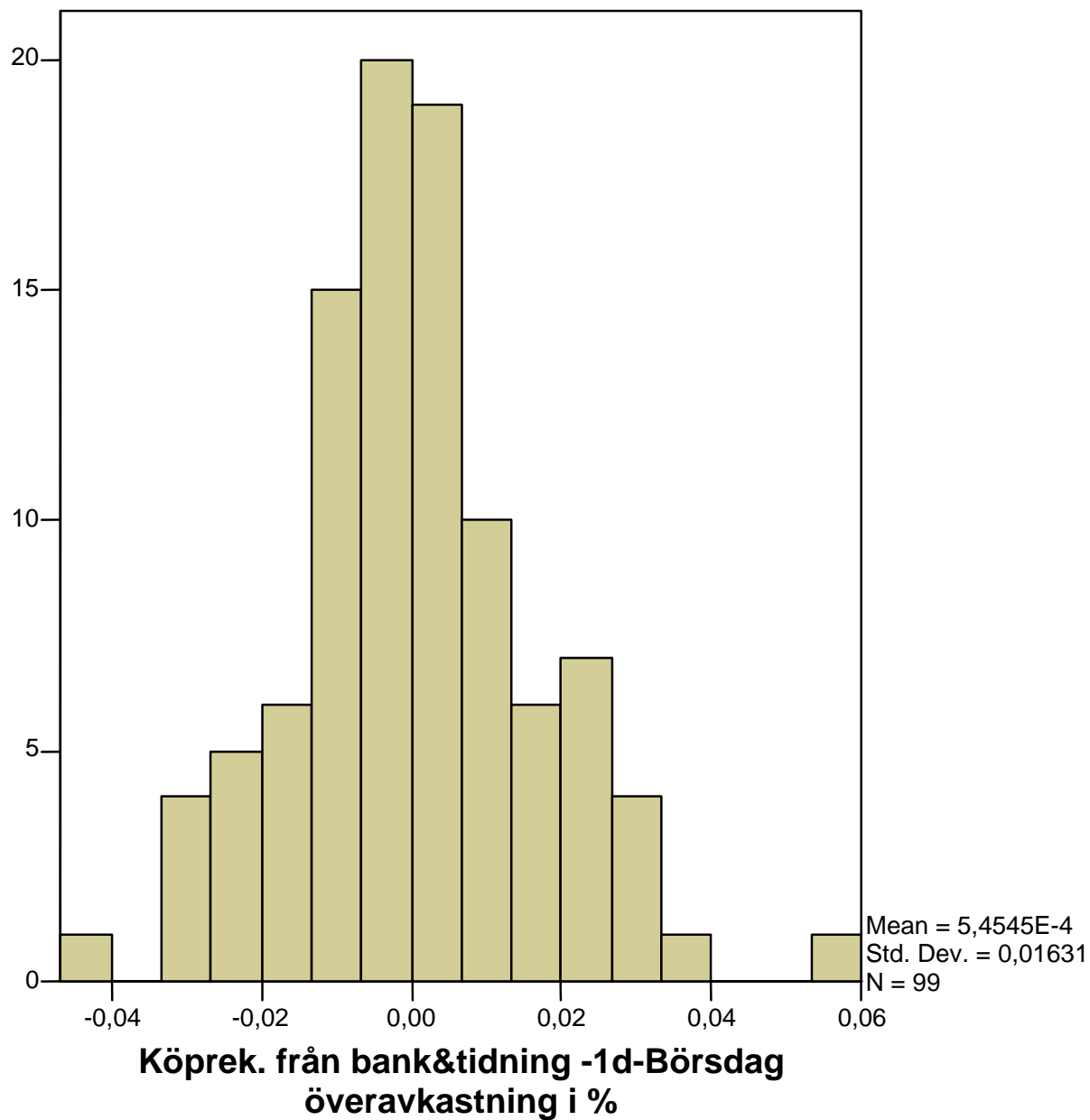
Säljrekommendationer 1 vecka efter, 1 månad efter, 8 mars 2005

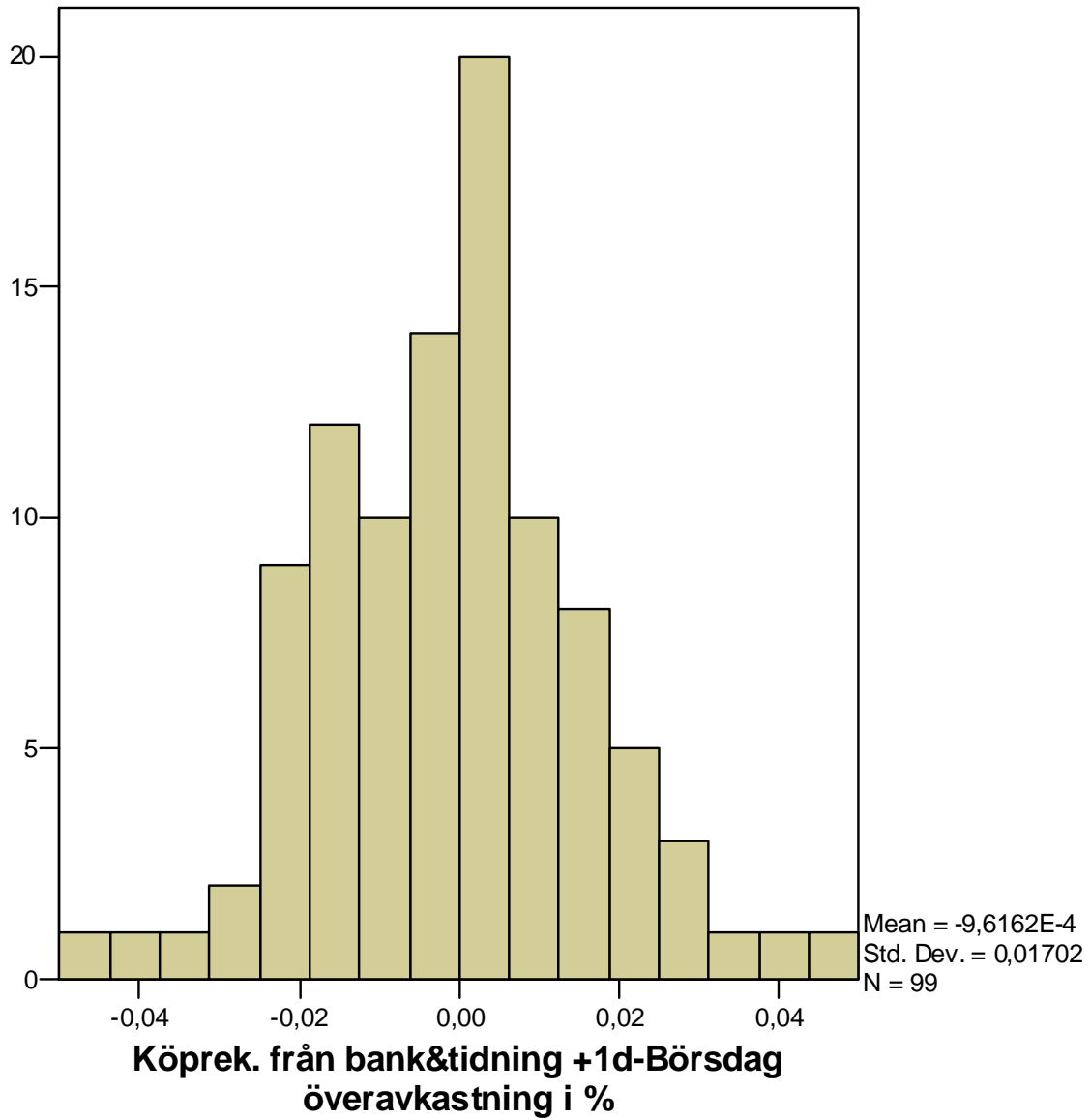


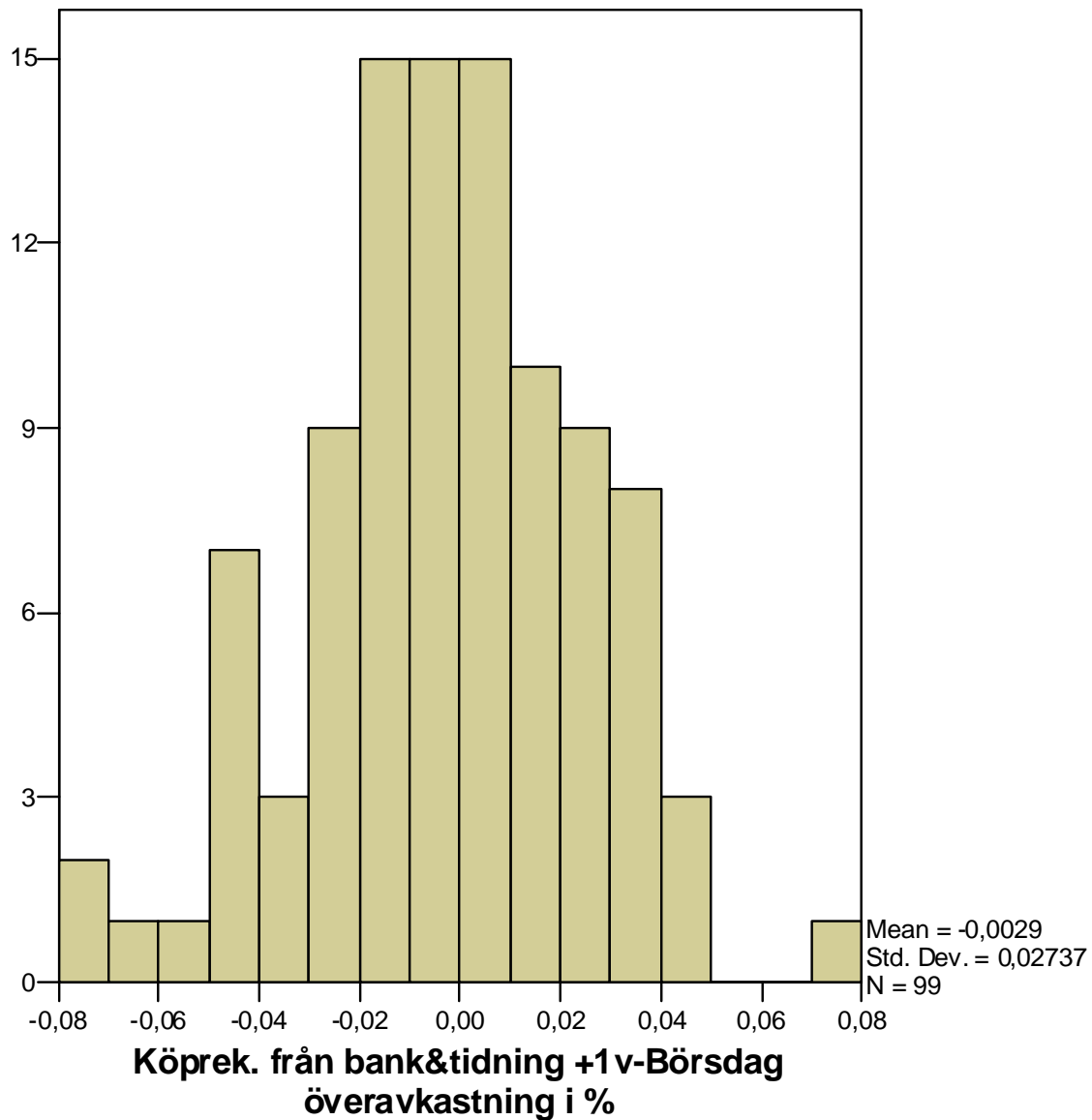
Bilaga 9

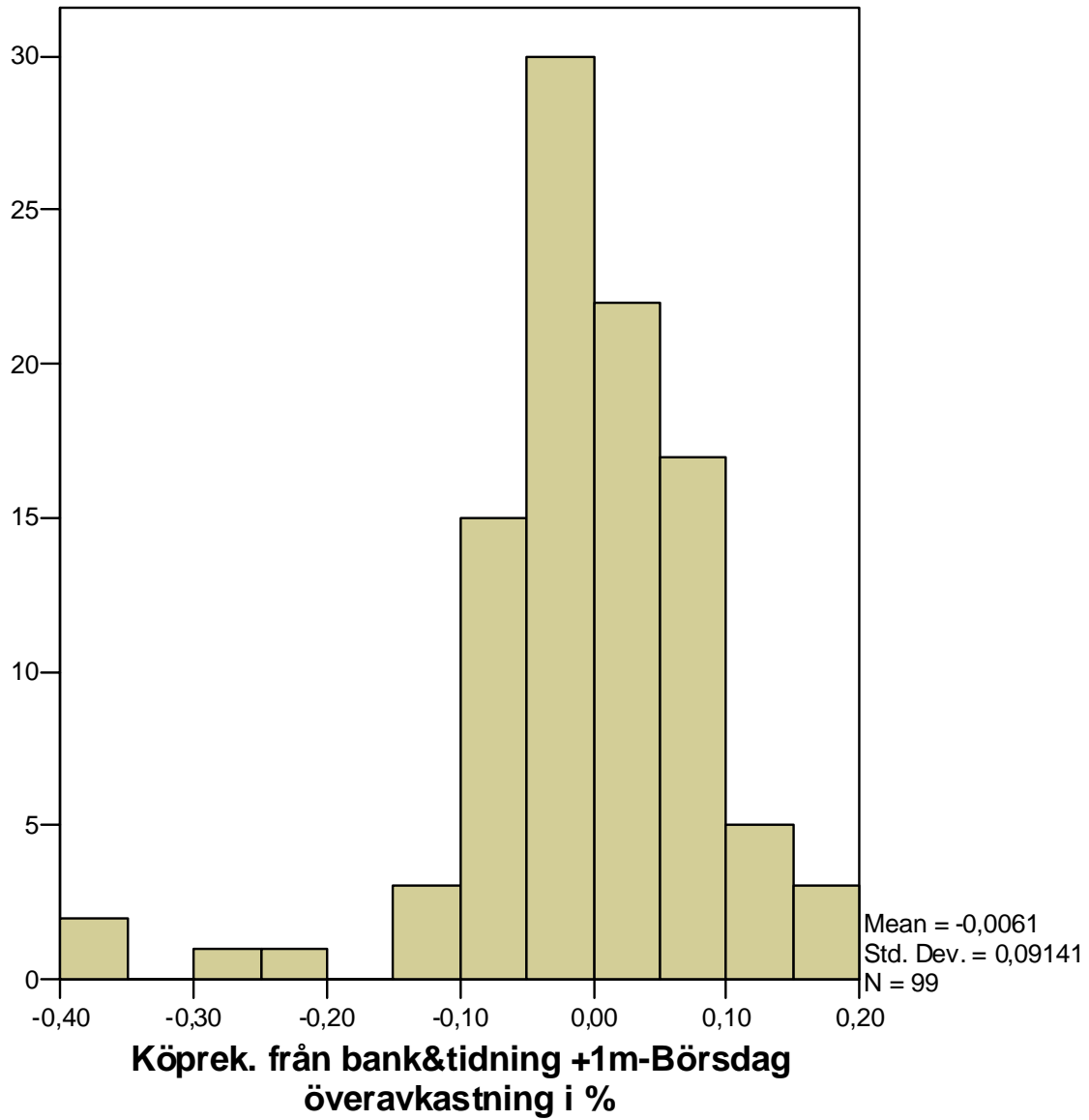
Bilaga 9 till 21 visar hur fördelningen av överavkastningen sett ut, där x-axeln är antal observationer och y-axeln är överavkastningen i procent.

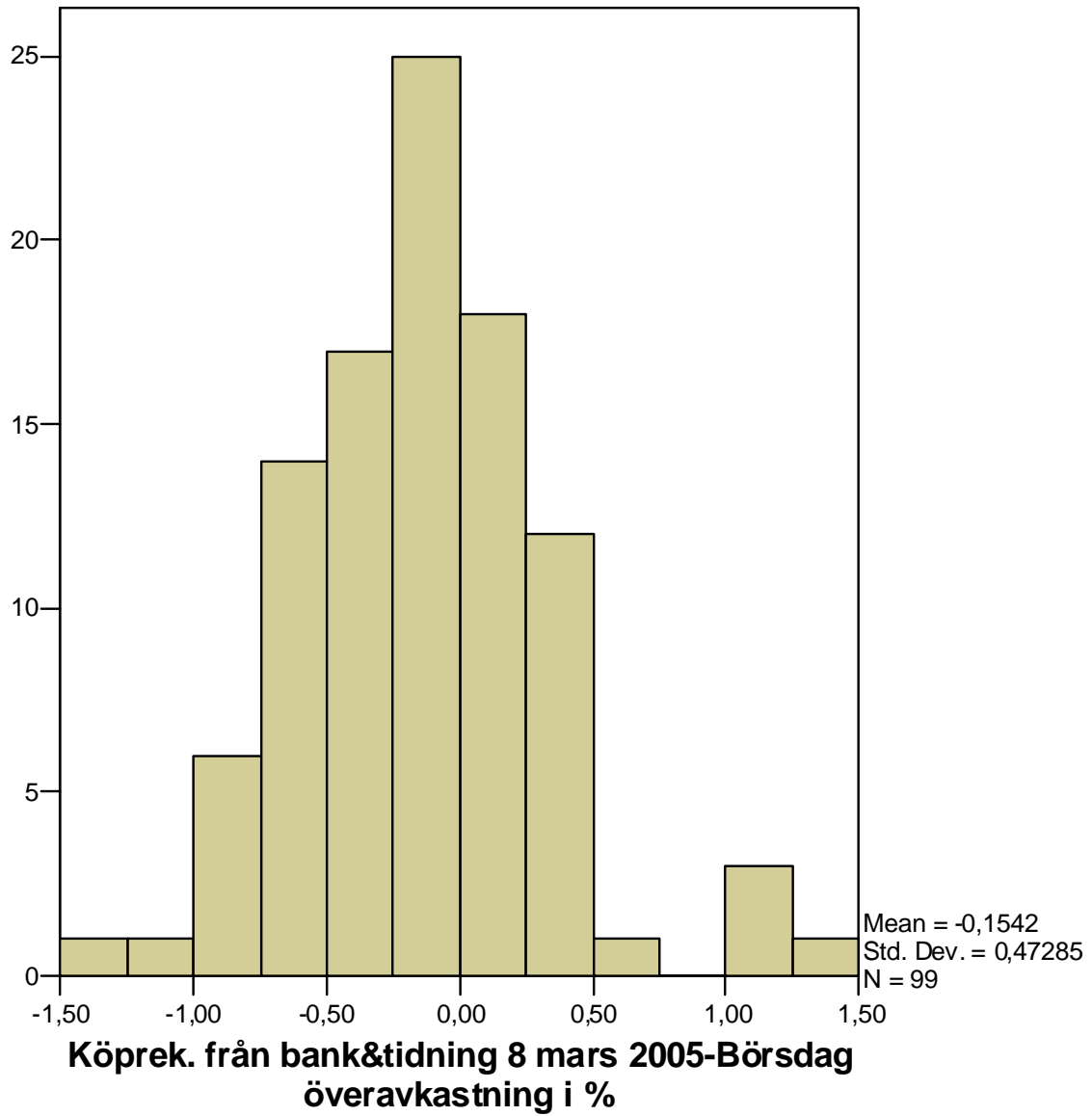


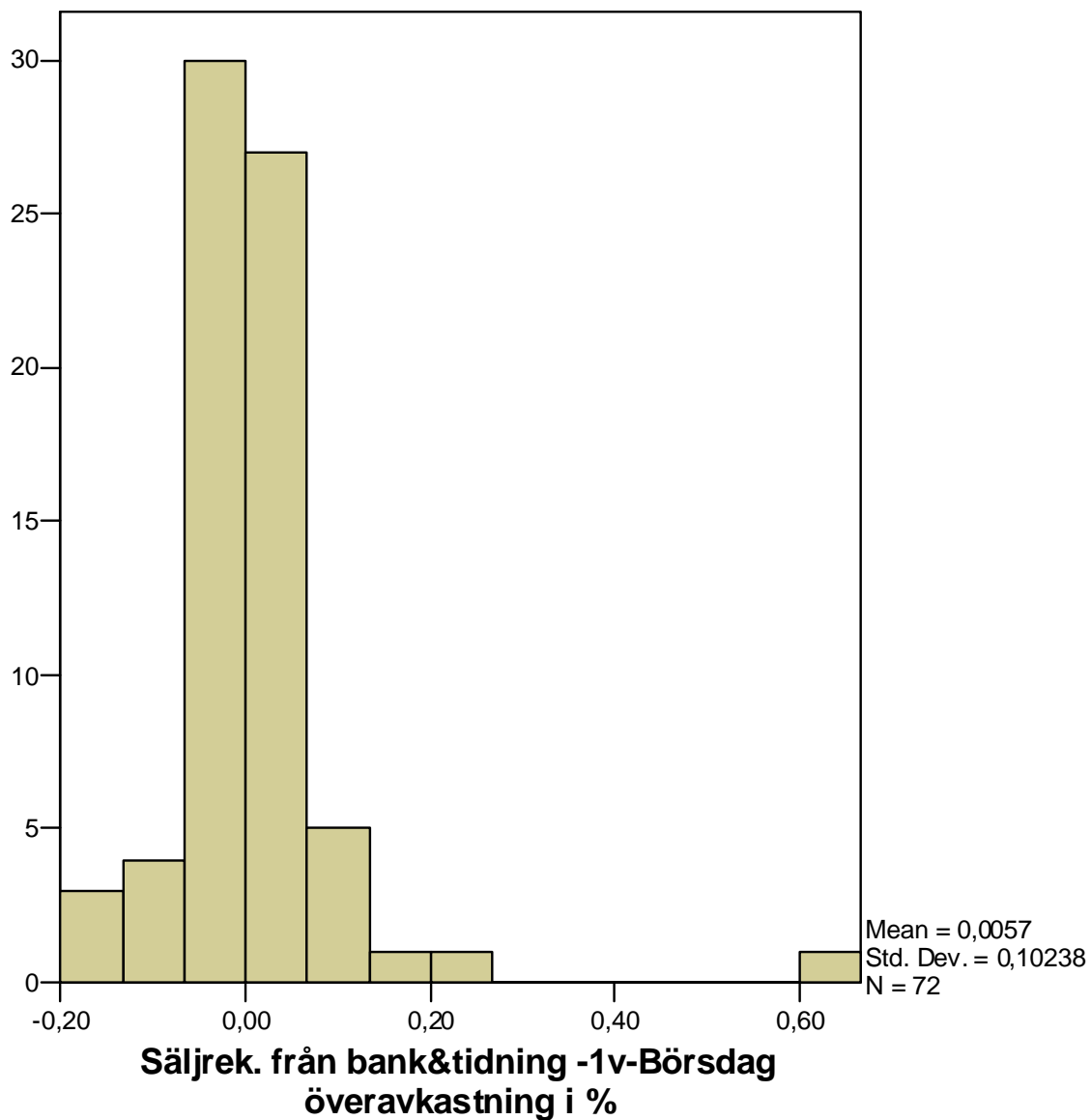


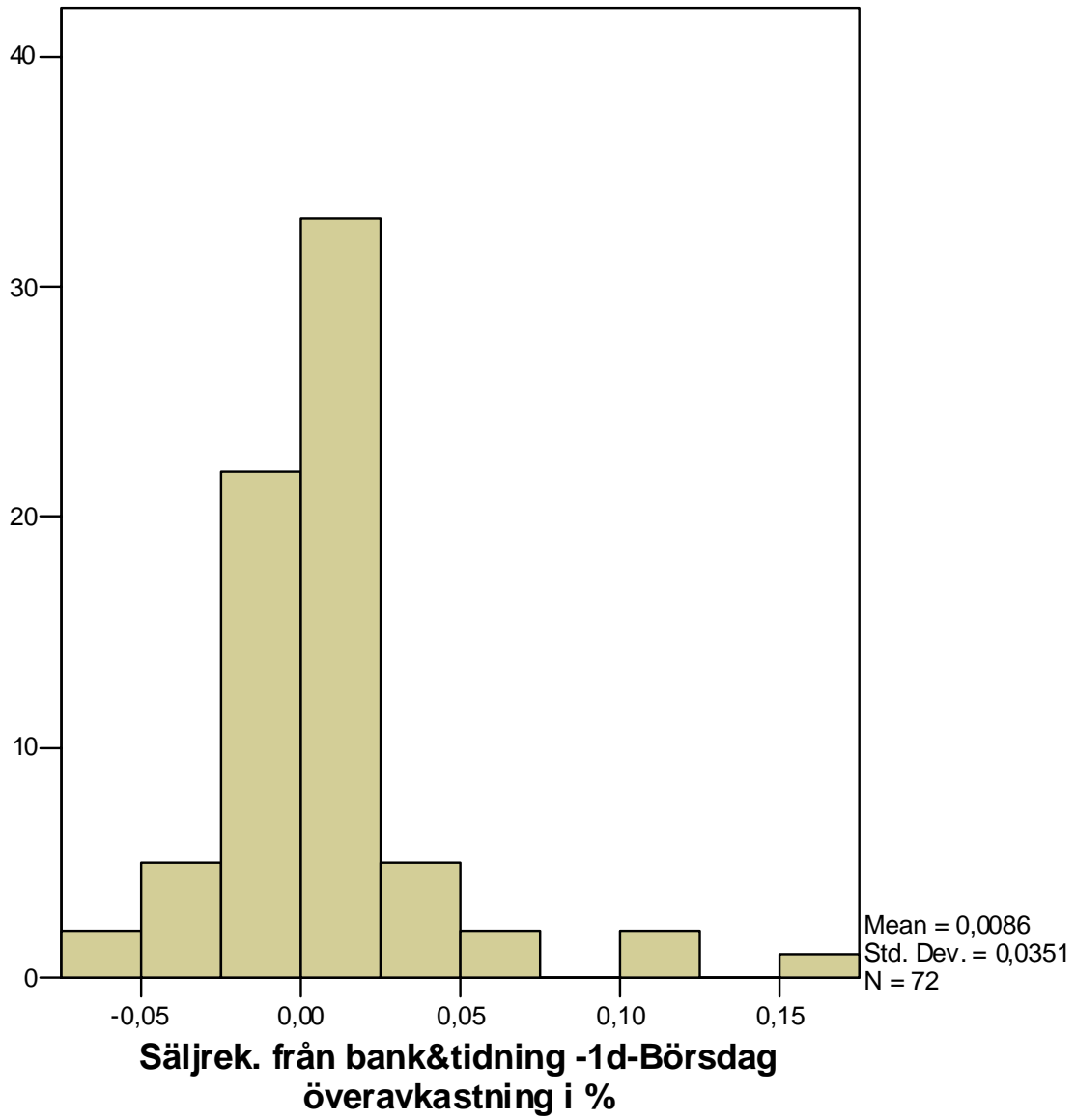


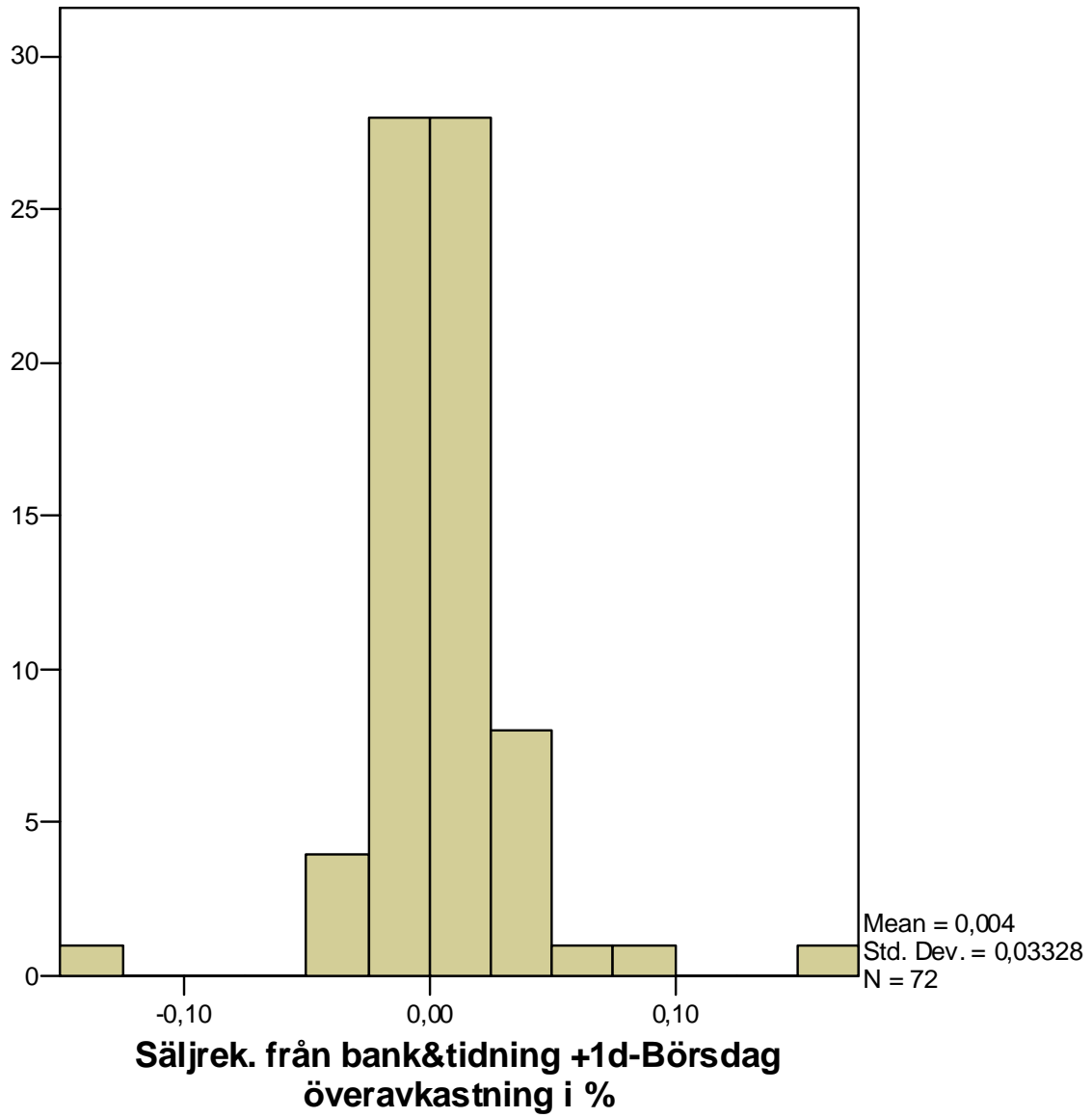


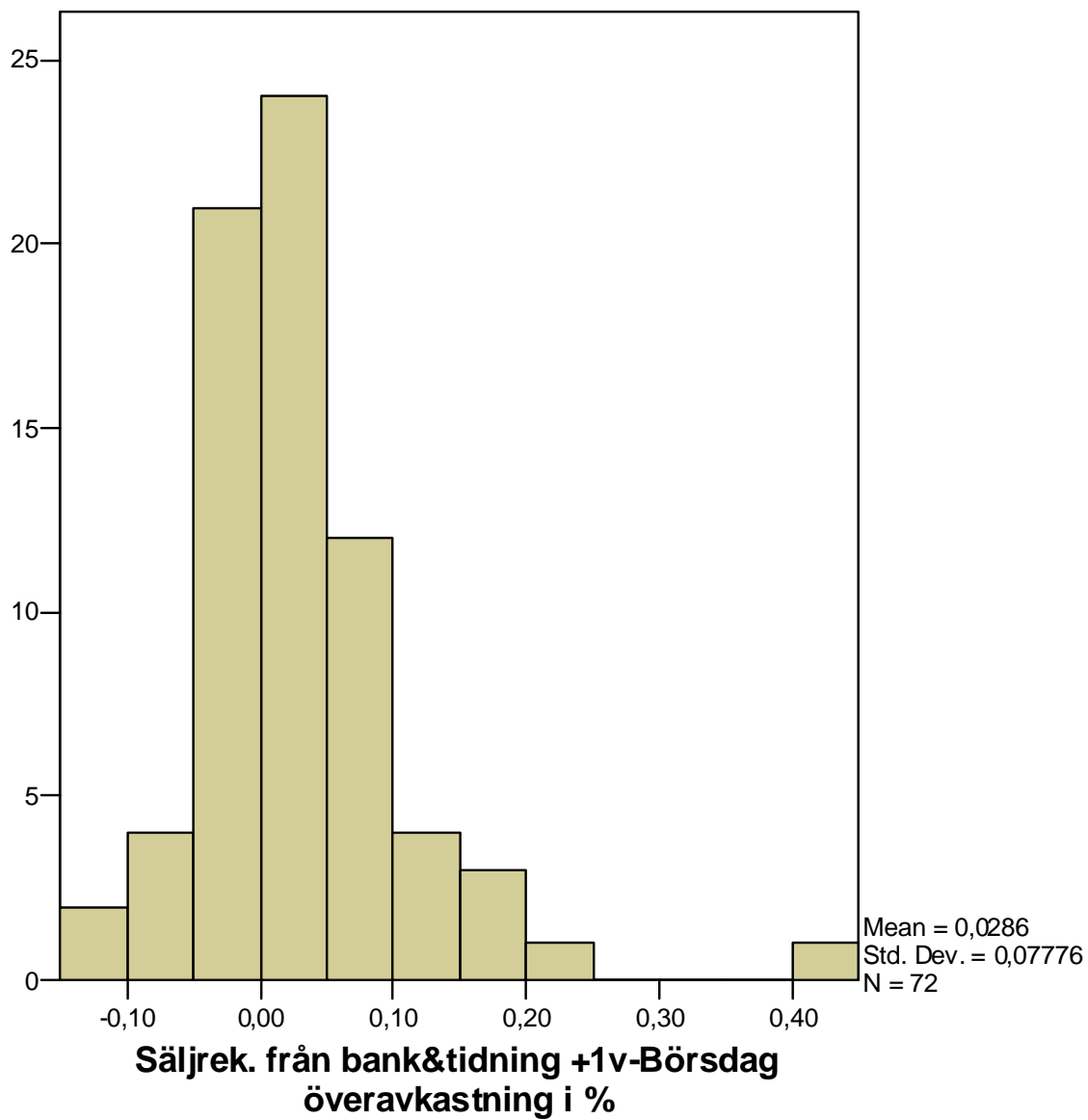


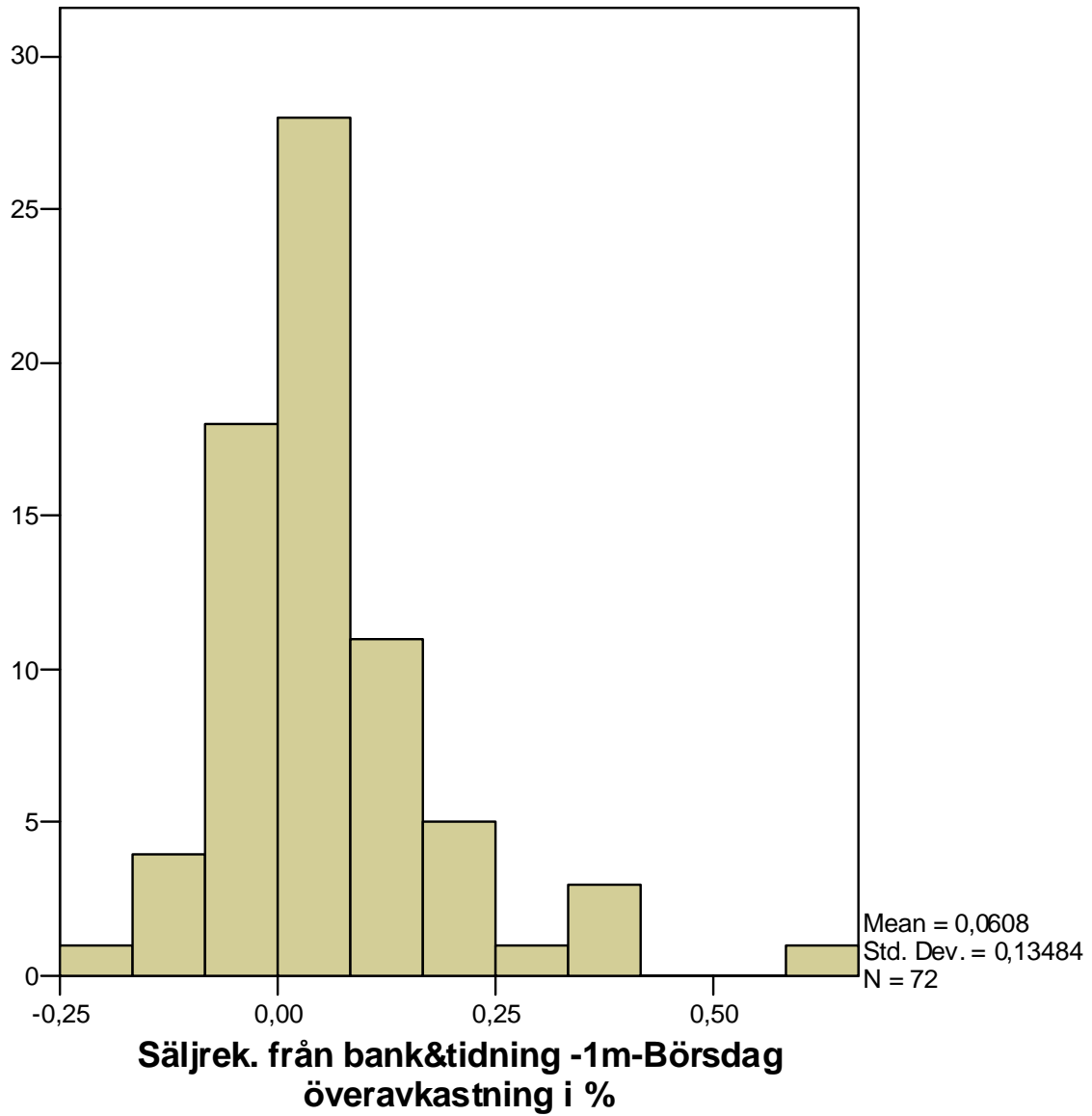


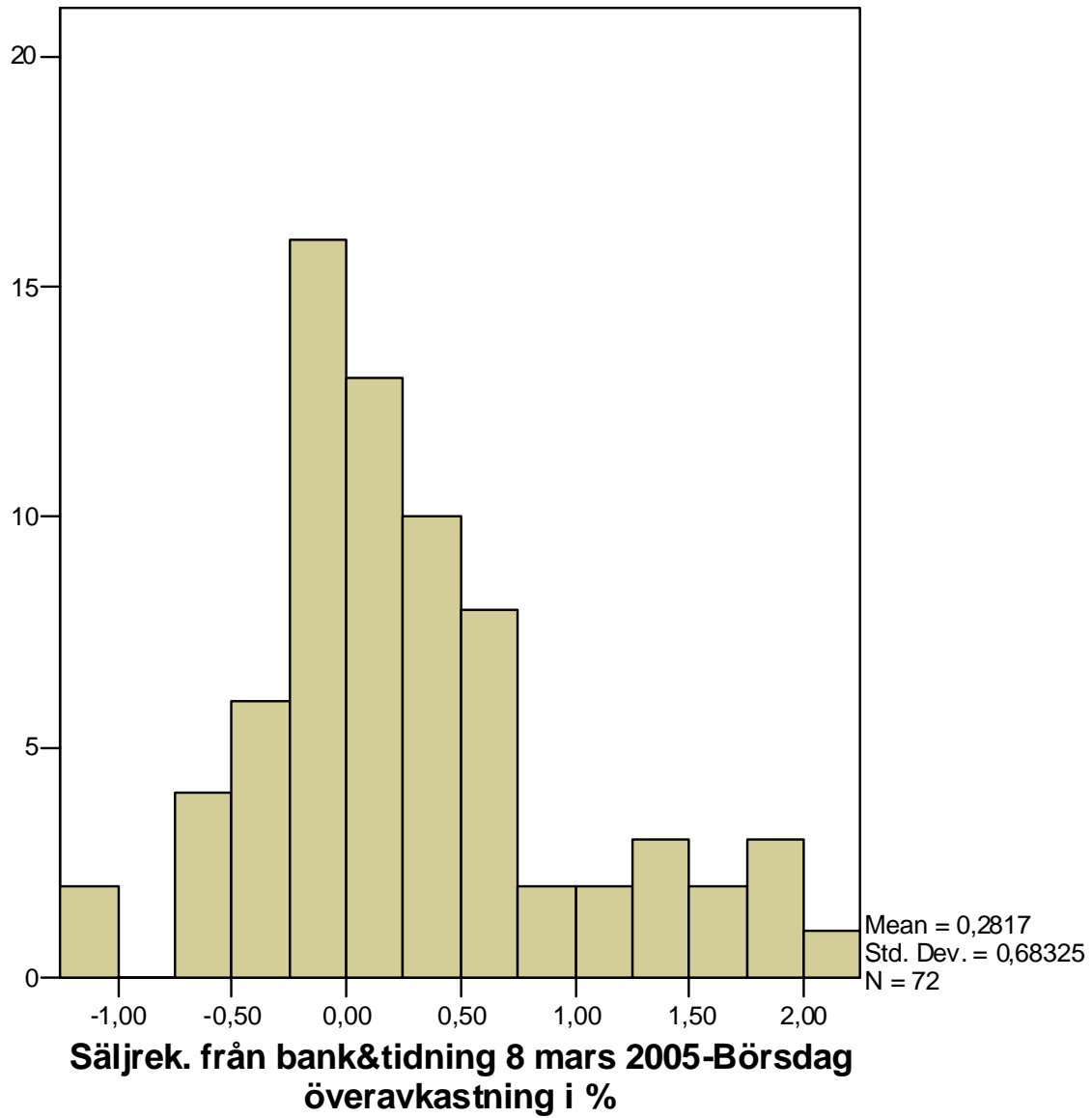












Bilaga 22

Diagrammet visar utfallet av slant singlingen som studenterna till Burton G. Malkiel gjorde.

Källa: A random walk down Wall street. 1999

