

**EKONOMI
HÖGSKOLAN**
Lunds universitet

Företagsekonomiska institutionen

FEKK01, 15 poäng
Examensarbete kandidatnivå
Juni 2008

Aktieanalytikernas träffsäkerhet

~

*En jämförelse mellan fristående och institutionella
aktieanalytikers träffsäkerhet*

Handledare
Tore Eriksson

Författare
Kim Fredriksson
Oxana Kislitsa
Evelina Tran Phung

Sammanfattning

Examensarbetets titel:	Aktieanalytikernas träffsäkerhet – En jämförelse mellan fristående och institutionella aktieanalytikers träffsäkerhet
Seminariedatum:	2008-06-04
Ämne/kurs:	FEKK01, Examensarbete kandidatnivå, 15 poäng
Författare:	Kim Fredriksson, Oxana Kislitsa, Evelina Tran Phung
Handledare:	Tore Eriksson
Nyckelord:	Aktieanalyser, träffsäkerhet, fristående och institutionella aktieanalytiker, andelen säljråd och signifikanstest.
Syfte:	Syftet är att jämföra fristående och institutionella aktieanalytikers förmåga, via sina köp- och säljråd, att analysera företagens aktier. Det underordnade syftet är att undersöka om andelen säljråd skiljer sig åt mellan fristående och institutionella aktieanalytiker.
Metod:	Vi använder en kvantitativ forskningsmetod för att undersöka om det finns en signifikant skillnad i träffsäkerheten mellan fristående och institutionella aktieanalytiker. Vid analysen av vårt insamlade datamaterial, använder vi oss av en deduktiv ansats där vi med hjälp av tidigare teorier dra slutsatser kring jämförelsen mellan våra utvalda analytiker.
Teoretiska perspektiv:	De teorier, som är relevanta för vår studie, behandlar den effektiva marknadshypotesen, informationsassymmetri och aktievärdering. Dessutom används båda svenska och utländska forskningsstudier som stöd till vår analys.
Empiri:	Det empiriska underlaget utgörs av avkastningsmätningar och beräkningar med hjälp av ett signifikanstest.
Resultat:	Det finns ingen signifikant skillnad i träffsäkerheten mellan de fristående och de institutionella aktieanalytikerna. Vi fann i vår undersökning att andelen säljråd är färre hos de institutionella aktieanalytikerna än hos de fristående.

Abstract

- Title:** The Precision of the Stock Analysts – A Comparison between the Precision of the Independent and the Institutional Stock Analysts
- Seminar date:** 2008-06-04
- Course:** FEKK01, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 University Credit Points (UPC) or ECTS
- Authors:** Kim Fredriksson, Oxana Kislitsa, Evelina Tran Phung
- Advisor:** Tore Eriksson
- Key words:** Stock recommendations, precision, independent and institutional stock analysts, ratio of sell recommendations and significance test.
- Purpose:** The purpose is to compare the ability of independent and institutional stock analysts to evaluate the company stocks through their buy- and sell recommendations. The secondary purpose is to research if the ratio of sell recommendations differs between independent and institutional stock analysts.
- Method:** We use qualitative method to research whether there is a significant difference in the stock-picking ability between independent and institutional analysts. We use a deductive approach to analyze the collected data. Basing on earlier theories, we draw conclusions about the comparison between our selected analysts.
- Theoretical perspectives:** Theories, which are relevant to our research, deal with the efficient market hypothesis, information's asymmetry and evaluating of shares. Besides, we use both Swedish and foreign research studies to support our analysis.
- Empirical foundation:** The empiric foundation is formed by measurements of return and calculations from a significance test.
- Conclusions:** There is no significant difference in the stock-picking ability between independent and institutional stock analysts. However, we found that the ratio of sell recommendations for independent stock analysts is higher than for institutional stock analysts.

Innehållsförteckning

1	INLEDNING	5
1.1	BAKGRUND	5
1.2	PROBLEMDISKUSSION	6
1.3	FRÅGESTÄLLNING	9
1.4	SYFTE	9
1.5	AVGRÄNSNINGAR	10
1.6	MÅLGRUPP	10
1.7	DISPOSITION	11
2	METODBESKRIVNING	12
2.1	INDUKTIV OCH DEDUKTIV ANSATS	12
2.2	KVALITATIV OCH KVANTITATIV FORSKNINGSMETOD	12
2.3	PRIMÄR- OCH SEKUNDÄRKÄLLOR	13
2.4	DEFINITIONER	14
2.5	URVAL AV AKTIEANALYTIKER	14
2.5.1	Fristående aktieanalytiker	15
2.5.2	Institutionella aktieanalytiker	16
2.6	DATAINSAMLING	18
2.6.1	Tillvägagångssätt	19
2.6.2	Problem vid datainsamling	21
2.7	METODKRITIK	22
2.7.1	Källkritik	23
2.8	RELIABILITET	23
2.9	VALIDITET	24
3	PRAKTISK REFERENSRAM	25
3.1	SVERIGES BÖRSER	25
3.1.1	Allmänt om Stockholmsbörsen	25
3.1.2	Börsutvecklingen i Sverige år 2006 och 2007	26
3.2	AKTIEHANDELN I SVERIGE	28
3.2.1	Största aktörerna på Stockholmsbörsen	28
3.3	TEKNISK OCH FUNDAMENTAL ANALYS	29
4	TEORETISK REFERENSRAM	31
4.1	DEN EFFEKTIVA MARKNADSHYPOTESEN	31
4.2	INFORMATIONASYMMETRI	33
4.3	VÄRDERING AV AKTIER	33
4.4	SVENSKA FORSKNINGSTUDIER	34
4.5	UTLÄNDSKA FORSKNINGSTUDIER	36
4.5	VÅRA HYPOTESER OCH FÖRVÄNTNINGAR	39
4.6	SIGNIFIKANSTEST	40
4.6.1	Rensning av extremvärden	41
5	EMPIRI	42
5.1	TRÄFFSÄKERHETEN	42
5.1.1	Årsvis indelning av träffsäkerheten	43

5.1.2	Daglig indelning av träffsäkerheten på köpråd.....	44
5.1.3	Daglig indelning av träffsäkerheten på säljråd	44
5.2	ANDELEN SÄLJRÅD	46
5.2.1	Årsvis indelning av andelen säljråd	47
6	ANALYS	48
6.1	DEN HUVUDSAKLIGA FRÅGESTÄLLNINGEN	48
6.1.1	År 2006-2007	49
6.1.2	Dag 0, dag 5 och dag 10	51
6.2	DEN UNDERORDNADE FRÅGESTÄLLNINGEN	52
7	SLUTSATS	53
7.1	ÅTERKOPPLING OCH REFLEKTION	53
7.2	FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING	54
8	KÄLLFÖRTECKNING	55
8.1	PUBLICERADE KÄLLOR.....	55
8.2	FÖRETAGSINTERNA KÄLLOR	57
8.2.1	Kontroll av utdelningar	57
8.3	MUNTliga KÄLLOR	58
8.4	ELEKTRONISKA KÄLLOR	59
BILAGA 1	60

1 Inledning

1.1 Bakgrund

År 2001 skedde den då största konkursen i USA:s historia.¹ Energiföretaget Enron, med en årsomsättning på 101 miljarder dollar (år 2000) och 21 000 anställda, begärdes i konkurs efter att en rad häpnadsväckande skandaler uppdagades.² Genom bland annat korrupktion, bedrägerier, bokföringsbrott och skattebrott hade Enron, med hjälp av revisorer och aktieanalytiker, lyckats dölja den dystra verkligheten. Bland annat doldes företagets kostnader och skulder i rapporteringen av Enronkoncernen, samtidigt skrevs intäkter och tillgångar upp, vilket ledde till att Enron framstod som ett väsentligt bättre investeringsobjekt än vad det i verkligheten var.³

Det institutionella investmentbolaget Merrill Lynch var, genom sina aktieanalyser och företagsvärdering, en av aktörerna som var inblandad i Enronskandalen. I ersättning för olika bank- och konsulttjänster, erhöll Merrill Lynch 45 miljoner dollar.⁴ När aktieanalytikern John Olson, anställd vid Merrill Lynch, i början av år 1998 gav ut analyser med neutrala rekommendationer, byttes han ut av ledningen på investmentbolaget mot Donato Eassey som istället gav ut klara köpråd för Enronaktien.⁵ Detta visar att det institutionella investmentbolaget Merrill Lynch har agerat oetiskt och för egen vinning istället för att värna om Enrons aktieägare, som på grund av de felaktiga analyserna blev de största förlorarna när konkursen blev ett faktum. När börskursen började falla, hade redan många Enronchefer sålt sitt aktieinnehav eftersom de kände till den verkliga situationen i företaget.⁶

¹ www.bankruptcydata.com/Research/15_Largest.htm 2008-04-18

² www.lawsuitsearch.com/investments/enron-fraud.aspx 2008-04-18

³ www.svt.se/svt/jsp/Crosslink.jsp?d=22584&a=597626 2008-04-18

⁴ Opperl Jr, Richard A. (2002). Merrill Replaced Research Analyst Who Upset Enron. *New York Times*, 30 juli.

⁵ Kim, Kenneth A. & Nofsinger, John R. (2007). *Corporate Governance*, s. 65.

⁶ www.universityofcalifornia.edu/news/enron/enronofficers.html 2008-04-18

Ovanstående händelse inträffade i USA och fick stora konsekvenser för de amerikanska medborgarna, som antingen fick se sitt aktieinnehav gå i graven eller blev av med sitt jobb. Om en liknande skandal hade inträffat i Sverige, skulle det leda till förödande konsekvenser eftersom en stor del av svenskarna sparar i aktier. Enligt en undersökning som opinionsinstitutet TEMO genomförde år 2007, på uppdrag av Aktiefrämjandet, visade det sig att 77 procent av den svenska vuxna befolkningen hade någon form av aktieinnehav såsom traditionella aktier i börsnoterade företag, aktiefonder eller aktier via anställning. Anledningen till varför det totala aktieinnehavet i Sverige är så högt, beror bland annat på införandet av PPM-valet år 2000.⁷

I en artikel som publicerades den 1 april 2008 i Dagens Nyheters nätupplaga, visade det sig att intresset för privat aktiehandel ökat markant under det första kvartalet i år 2008. Trots turbulens på börsen, har aktiespararna blivit mera aktiva i sina portföljval och räds inte för att omplacera sina tillgångar.⁸ Finansanalytikernas roll bör ha fått större betydelse i samband med börssvängningar eftersom efterfrågan på deras analystjänster har ökat i takt med den ökade aktiehandeln. Det finns dock olika typer av finansanalytiker representerade på den svenska marknaden såsom institutionella och fristående. Frågan är, med tanke på Enronskandalen, om aktieägarna kan förlita sig på de institutionellas aktieanalyser eller har de fristående analytikerna bättre träffsäkerhet?

1.2 Problemdiskussion

Börsen uppfyller två viktiga funktioner: som kapitalanskaffare och som omfördelare. Som kapitalanskaffare hjälper börsen företag vid nyemissioner och börsintroduktioner att hitta investerare genom aktiemarknaden. Investerarna bidrar med kapital till företagen med hopp om en god framtida avkastning. De företag som vill börsintroduceras befinner sig oftast i en tillväxtfas och har främst

⁷ TEMO-undersökning ”Aktieägandet i Sverige 2007”

⁸ www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?d=3130&a=756780&rss=2216

kapitalrelaterade motiv till introduktionen.⁹ Vid en "lyckad" börsintroduktion skapas det en omfördelning från gamla till nya tillväxtbranscher på börsen då kapital strömmar in till de nya börsnoterade företagen. Det nya kapitalet genererar större expansionsmöjligheter till företagen, vilket i sin tur även kommer att gynna hela samhället och dess tillväxt. Frågan är hur stor betydelse för samhället aktieanalytikerna har för att hålla aktiehandeln vid liv?

I och med att majoriteten av den vuxna svenska befolkningen har aktieinnehav, antingen direkt via aktier eller indirekt via exempelvis aktiefonder, är landet beroende av börsens utveckling. Genom aktiehandeln sker en kapitaltillfördelning till företagen som vidare kan gynna samhället i form av ökade skatteintäkter och arbetstillfällen. Med andra ord bör aktieanalytikerna spela en viktig roll i det svenska samhället eftersom de har möjligheten att skapa ett ökat intresse för aktiehandeln eller för en viss aktie. Deras roll bör vara av särskild betydelse vid börsens nedgångsperioder eftersom många investerare väljer att flytta sitt innehav till ett mer säkrare placeringsalternativ som till exempel räntefonder.

I takt med det ökade intresset för aktiehandeln, har antalet finansanalytiker ökat.¹⁰ Detta gäller även de fristående aktörerna. Vad är bakgrunden till deras uppkomst? Har de fristående aktörerna kommit till på grund av den ökade efterfrågan på analystjänster? Eller är det på grund av de institutionella finansanalytikernas oförmåga att framställa tillräckligt träffsäkra aktieanalyser? I det sammanhanget är det rimligt att undersöka närmare på vilka intressen som är eller kan vara involverade vid analysframställandet på de institutionella analyshusen.

Det kan tänkas att främst de institutionella analyshusen bär på en intressekonflikt och måste visa intern hänsyn. Intressekonflikten kan exempelvis uppstå när kärnverksamheten¹¹ för de institutionella analyshusen är delägare i de analyserade företagen. Genom att ge negativa signaler i sina analyser, drabbas kärnverksamheten av minskad avkastning på sina aktiefonder. I slutändan drabbas även deras kunder som placerar i aktiefonder, utställda av huvudverksamheten.

⁹ Röell, Ailsa (1996). The Decision to Go Public: An overview. *European Economic Review*, vol 40, ss. 1071-1081.

¹⁰ www.finansanalytiker.se/subpage.asp?page=3

2008-04-07

¹¹ Med kärnverksamhet avser vi aktiehandel, finansierings- och placeringsmöjligheter.

Dessutom måste det, inom bland annat bankväsendet, visas intern hänsyn till analyshuset och dess kärnverksamhet när det gäller analys av företag som är deras kunder. När analyshuset exempelvis ger ut rekommendationer som tyder på sämre framtidsutsikter för ett företag, finns det en risk att kundrelationen mellan företaget och kärnverksamheten försvagas eller rentav upphör. Analyshuset vill ge ut trovärdiga och objektiva rekommendationer men det påverkas av kärnverksamhetens vilja att bibehålla en god kundkontakt med det analyserade företaget.

I de fristående analysföretagen uppstår varken intresse- eller internkonflikter eftersom de är oberoende av aktiehandeln och inte erbjuder finansierings- och placeringsmöjligheter. Med hänsyn till detta, kan det innebära att de fristående analysföretagen erbjuder mer träffsäkra rekommendationer? Man kan å andra sidan vända på resonemanget och ställa sig frågan: Har de fristående analysföretagen sämre tillgång till finansiell information och därför är de inte lika träffsäkra som de institutionella? Med tanke på att de institutionella analyshusen, till skillnad från de fristående, har mångårig erfarenhet inom finanssektorn, borde det inte innebära att de har bättre förutsättningar att genomföra mer träffsäkra analyser? En tänkbar förutsättning är de uppbyggda kundrelationerna. Genom en långvarig relation med det institutionella analyshuset, förstärks förtroendet och det kan bidra till att informationsflödet från företaget förbättras.

En annan tänkbar förutsättning som möjligtvis kan förbättra träffsäkerheten i de institutionella analyshusens rekommendationer, är att de bedriver andra verksamheter än bara analystjänster. Därmed kan informationen om det analyserade företaget komma från olika källor såsom kreditavdelningen och corporate finance-avdelningen inom den egna institutionen. I och med att informationskällorna kommer från samma håll, kan det finnas risk för subjektivitet men det behöver inte nödvändigtvis leda till mindre träffsäkra rekommendationer.

Ett gemensamt problem som kan försvåra arbetet för både de fristående och de institutionella analyshusen, är oenigheter mellan det analyserade företaget och dess VD. Det analyserade företaget har behov av analys som tyder på dess goda framtidsutsikter för att framstå som ett attraktivt placeringsobjekt. Å andra sidan

vill företagets VD dämpa på framgångarna och vill istället överträffa förväntningarna genom att skapa en mindre positiv bild av företaget. En trolig anledning till VD:ns agerande är att han eller hon vill framstå som en duktig ledare och därmed stärka sin position som företagets VD.

Alla dessa ovannämnda faktorer, kan påverka utfallet av analytikernas arbeten. Medan de fristående analytikerna inte är beroende av aktiehandeln, kan de utfärda mer kontroversiella rekommendationer än de institutionella. Ett exempel på en sådan kontroversiell rekommendation är säljråd, som är ett tydligt tecken på att det analyserade företaget har försämrade framtidsutsikter. En sådan rekommendation kan leda till förödande konsekvenser för de institutionella analyshusen och dess verksamhet. Till exempel kan företaget välja att bli kund hos konkurrenten istället. Utifrån detta resonemang, kan man påstå att de institutionella analyshusen utfärdar färre säljråd än de fristående?

1.3 Frågeställning

Utifrån ovanstående diskussion, intresserar vi oss för följande frågeställningar:

- Finns det någon skillnad i träffsäkerheten mellan de fristående och de institutionella aktieanalyserna?
- Är andelen säljråd från de institutionella aktieanalytikerna färre än från de fristående?

1.4 Syfte

Syftet är att jämföra fristående och institutionella aktieanalytikers förmåga, via sina köp- och säljråd, att analysera företagens aktier. Det underordnade syftet är att undersöka om andelen säljråd skiljer sig åt mellan fristående och institutionella aktieanalytiker.

1.5 Avgränsningar

I denna undersökning kommer vi endast att fokusera oss på aktieanalyser eftersom denna analysform är den vanligaste och således den mest lättillgängliga.

För att underlätta vår datainsamling, har vi valt att avgränsa oss till enbart aktieanalyser på företag som är noterade på Stockholmsbörsen. Detta innebär att analysföretagen får samma möjligheter att genomföra sina rekommendationer.

Det finns två typer av rekommendationer som aktieanalytiker ger: vinstprognos per aktie och aktieplaceringsråd.¹² Vi har valt att enbart koncentrera oss på aktieplaceringsråd. Inom denna kategori finns det i sin tur en rad varierande råd, såsom öka, minska, behåll, avvakta, köp och sälj. Studien kommer dock endast att omfatta köp- och säljråd eftersom vi anser att de ger det mest konkreta beskedet på hur aktieinvestorer ska agera.

Som tidsperspektiv har vi valt att avgränsa undersökningen till de två senaste avslutade åren, 2006 och 2007, med anledning av att information från publicerade aktieanalyser är mer lättillgängliga än längre bakåt i tiden. En annan anledning till varför vi har valt att undersöka den ovannämnda perioden, är att det finns fler fristående aktieanalytiker idag jämfört med för tjugo år sedan. Dessutom anser vi att den valda tidsperioden i vår studie är lämplig för att den speglar både upp- och nedgång i börsutvecklingen på Stockholmsbörsen.¹³

1.6 Målgrupp

Vår undersökning riktar sig till ekonomistuderande, främst med inriktning mot finansiering, då vi hoppas att den kan inspirera till en fortsatt forskning inom området aktieanalys. Dessutom kan både spekulanter och aktieägare dra nytta av våra resultat, till exempel i valet av analystjänster.

¹² Kim, Kenneth A. & Nofsinger, John R., s. 65.

¹³

1.7 Disposition

För att skapa en tydlig överblick över vår studie, har vi valt att i de kommande kapitlen disponera denna uppsats enligt följande upplägg:

Kapitel 2: Metodbeskrivning

I detta kapitel beskriver vi vårt tillvägagångssätt för att genomföra undersökningen. Vi förtydligar även några begrepp som vi tycker är nödvändiga för att underlätta för läsaren.

Kapitel 3: Praktisk referensram

I kapitel tre ger vi en beskrivning av de områdena som vår studie berör. Vi ger även en kort historisk redogörelse av börsutvecklingen i Sverige under åren 2006 och 2007.

Kapitel 4: Teoretisk referensram

Här presenterar vi våra olika val av teorier och modeller som är relevanta för vår studie. Vidare ger vi ett utrymme för en redogörelse av tidigare forskning kring det aktuella ämnet.

Kapitel 5: Empiri

I det empiriska avsnittet presenterar vi våra resultat från undersökningen i form av tabeller och diagram.

Kapitel 6: Analys

I detta avsnitt analyseras det empiriska resultatet med den teoretiska referensramen som vi har valt ut.

Kapitel 7: Slutsats

Uppsatsens sista avsnitt är en uppsummering och en reflektion över vår studie, främst med en återkoppling till uppsatsens syfte. Avslutningsvis ger vi några förslag till vidare forskning.

2 Metodbeskrivning

2.1 Induktiv och deduktiv ansats

En induktiv ansats bygger på det konkreta, det vill säga empirisk data. Efter att ha gjort ett antal representativa observationer, generaliseras slutsatsen på teorin.¹⁴ I vår studie däremot, använder vi oss av den deduktiva ansatsen. Det innebär att vi istället utgår från tidigare teorier och testar dem på det analysbara materialet för att undersöka om våra egna hypoteser är acceptabla eller ska förkastas. På detta sätt utgår vi från det allmänna till det konkreta och drar slutsatser efter att ha testat de teoretiskt baserade hypoteserna.¹⁵ I vår uppsats använder vi teorier om bland annat aktiemarknaden för att applicera dem på de svenska fristående och institutionella aktieanalytikerna.

Om vi hade utgått från den induktiva ansatsen, skulle vi i början ha behövt studera utfallet av analyser, som var framställda av både fristående och institutionella aktieanalytiker, för att sedan hitta eventuella upprepade moment och göra en generalisering på hela den svenska aktieanalytiska marknaden. Den induktiva ansatsen är i vårt fall inte lika effektiv som den deduktiva eftersom det finns tidigare forskning som kan bidra med relevanta teorier. En annan anledning till varför vi valde bort den induktiva ansatsen, är att den är mycket tidskrävande och kostsam eftersom ett stort antal observationer måste genomföras för att uppnå ett representativt urval.

2.2 Kvalitativ och kvantitativ forskningsmetod

Med hjälp av den kvalitativa forskningsmetoden kan undersökaren få en djupare förståelse av fenomenet. Det innebär en ringa grad av formalisering, som

¹⁴ Bryman, Alan & Bell, Emma (2005). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, s. 25.

¹⁵ *Ibid*, s. 23.

förutsätter en direkt närhet till det studerade ämnet. Metoden lämpar sig särskilt bra vid studier kring individer, deras uppfattningar eller handlingar.¹⁶ Vanliga tillvägagångssätt är personliga intervjuer och observationer. Det insamlade materialet brukar bestå av ord, berättelser eller inspelningar som måste tolkas av undersökaren. I den kvalitativa forskningsmetoden är därför det subjektivistiska inslaget ganska starkt, vilket ofta blir ett föremål för kritik från kvantitativa forskare.¹⁷

Den kvantitativa forskningsmetoden tillförsäkrar större objektivitet eftersom det innebär arbete med siffror, mätningar eller statistiska analyser. Metoden kännetecknas av en viss kontroll från forskarens sida samtidigt som det finns ett avstånd i förhållande till informationskällan. Forskarens kontroll förutsätter möjlighet att definiera intressanta moment inom den studerade frågan och även tänkbara svar.¹⁸

För vår studie passar den kvantitativa forskningsmetoden bäst eftersom vi arbetar med siffror för att undersöka om det finns någon skillnad i träffsäkerheten mellan två skilda kategorier av aktieanalytiker. Det datamaterial som vi samlar in för att göra denna jämförelse, består av historiska aktiekurser och dess procentuella förändring.

2.3 Primär- och sekundärkällor

I vår uppsats använder vi oss av både primära och sekundära källor. Som primära källor används originalmaterialet, med andra ord vår egen insamlade data, och telefonintervjun med Privata Affärers reporter Fredrik Lindberg.

Sekundära källor är datamaterial som inte är insamlat av forskaren själv, vilket innebär att sekundära källor redan är bearbetat material.¹⁹ I vår studie tar vi hjälp av bland annat teoriböcker, Nationalencyklopedin och elektroniska databaser. För att kunna ta del av historiska aktieanalyser, använder vi Privata Affärers

¹⁶ Holme, Idar Magne & Solvang, Bernt Krohn (2001). *Forskningsmetodik*, s. 14.

¹⁷ Bryman, Alan & Bell, Emma (2005), s. 318.

¹⁸ Holme, Idar Magne & Solvang, Bernt Krohn (2001), s. 14.

¹⁹ Bryman, Alan & Bell, Emma (2005), s. 231.

hemsida²⁰ eftersom vi inte har någon möjlighet att införskaffa dem inom vår valda tidsperiod direkt via aktieanalytikerna. Vi använder oss även av börsrelaterade tidskriftsartiklar och olika forskningsstudier, exempelvis från Erik Lidén på Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, som sekundära källor.

2.4 Definitioner

Vi definierar en *aktieanalytiker* som ett företag eller en institution som framställer tekniska och fundamentala analyser av aktier, med andra ord avser vi inte enskilda personer. I denna studie har vi valt att dela in aktieanalytiker i två olika kategorier: fristående och institutionella. Med *fristående aktieanalytiker* avser vi företag som inte är beroende av aktiehandeln och inte har någon stark ägarkoppling till finansiella organisationer exempelvis banker. *Institutionella aktieanalytiker* är däremot beroende av aktiehandeln och dessutom har de stora aktieinnehav i andra företag genom sitt fondutbud eller ägs av andra företag. I vår studie kommer de institutionella aktieanalytikerna att ibland benämnas som *analysus*, likaså kommer *köp- och säljråd* benämnas som rekommendationer. Eftersom det centrala begreppet i vår studie är *träffsäkerhet*, krävs det en noggrann definition för att underlätta förståelsen för undersökningen. Träffsäkerhet är, i vår studie, aktieanalytikernas förmåga att förutse kursutvecklingen såväl uppgång som nedgång för de analyserade företagens aktier.

2.5 Urval av aktieanalytiker

Eftersom vi har valt att studera aktieanalytikernas köp- och säljråd, är det önskvärt att analyser från aktieanalytikerna, såväl de fristående som de institutionella, är lättillgängliga och någorlunda frekventa under åren 2006 och 2007. Genom att ha gjort diverse efterforskningar och undersökt om analyserna från olika aktieanalytiker uppfyller våra önskemål, har vi bestämt vi oss för totalt sex stycken aktieanalytiker: tre fristående och tre institutionella. Eftersom det har varit

²⁰ Privata Affärers hemsida: www.privataaffarer.se

svårt att hitta fristående aktieanalytiker som frekvent utfört köp- och säljråd under åren 2006 och 2007, är en av de fristående aktieanalytikerna en tidskrift som utför oberoende aktieanalyser medan de två resterande är verksamma som företag.

Samtliga institutionella aktieanalytiker som vi har valt ut, tillhör samma kategori, nämligen "Sveriges storbanker" och de är bland de tio största aktörerna på Stockholmsbörsen.²¹ Det diskuterades i kapitel ett ovan om det höga totala aktieinnehavet i Sverige. När den svenska befolkningen handlar aktier, bör det vara enklast och mest fördelaktigt att göra det via sin egen bank, varför vi tycker att det är lämpligt att utesluta exempelvis institutionella fondkommissionärer och istället fokuserar oss på storbankerna i Sverige. Ett annat argument till vårt val av institutionella aktieanalytiker, är att träffsäkerheten på storbankernas aktieanalyser bör ha en betydelsefull roll eftersom bankerna tillsammans troligen förvaltar majoriteten av den svenska befolkningens aktiesparande.

2.5.1 Fristående aktieanalytiker

Affärsvärlden är en svensk ekonomisk tidskrift från år 1901, som bland annat utför oberoende aktieanalys och rapporterar nyheter inom näringslivets utveckling.²² Tidningen, som når ut till 124 000 läsare,²³ ges ut en gång i veckan av facktidningsförlaget Talentum Media AB, dotterbolag till finska mediaföretaget Talentum Oyj.²⁴ Bland de största aktieägarna i Talentum Oyj finns företagen Kauppalehti Oy och Oy Herttaässä Ab men även pensions- och försäkringsföretag såsom Pension Fennia och Nordea Life Assurance Finland Ltd.²⁵

Redeye AB är ett av de ledande fristående analysföretagen som grundades i november 1999. Analysverksamheten består av tio analytiker som fokuserar på små och medelstora företag inom branscherna teknologi, media, telekom,

²¹ Läs "3.2.1 Största aktörerna på Stockholmsbörsen" på sidan 28.

²² www.ne.se/jsp/search/article.jsp?i_art_id=108815

²³ www.affarsvarlden.se/pdf/AFV_Om.pdf

²⁴ www.talentum.se/om.asp

²⁵ Talentum Annual Report 2006, s. 42.

2008-04-09

2008-04-04

2008-04-04

bioteknik, verkstad och handel.²⁶ Deras affärsidé går ut på att via abonnemang eller försäljning av enstaka analyser, förmedla sina analystjänster till både privatpersoner och finansiella institutioner. Genom att abonnera på något av Redeyes fyra analyspaket (Bronze, Silver, Gold och Platinum), kan deras kunder ta del av företagets dagliga aktieanalyser via e-post, RSS eller via inloggning på hemsidan. Förutom aktieanalyserna, innehåller paketen även den digitala börstidningen Trends. Kostnaden för det enklaste analyspaketet, Bronze, uppgår till 149 kronor i månaden vilket kan jämföras med priset för en enstaka aktieanalys med köp- eller säljråd på 19 kronor. Analysföretaget är inte noterat på Stockholmsbörsen och har heller inte någon stark ägarkoppling till banker.²⁷

Stockpicker AB, som startades år 1997, är ett renodlat medieföretag med ekonomisk inriktning. Det erbjuder en mängd finansiella lösningar, såsom aktieanalys och företagsvärdering, åt privatpersoner och företag.²⁸ Företagets dagliga köp- och säljråd ingår i två produkter, *Stockpicker Newsletter* och *Stockpicker Trade Alerts*. Kostnaden för var och en av dessa produkter är 2 190 kronor respektive 990 kronor för tolv månader. *Stockpicker Newsletter* innehåller en fiktiv referensportfölj där alla köp och försäljningar i portföljen meddelas direkt till prenumeranterna under pågående börshandel, i form av rekommendationer kring portföljens innehav. Genom att följa rekommendationerna ska prenumeranterna enkelt kunna handledas till lönsamma placeringar. *Stockpicker Trade Alerts*, som inte är en lika avancerad produkt, är ett renodlat tradingbrev med tydliga aktieplaceringsråd.²⁹ *Stockpicker AB* är inte börsnoterat på Stockholmsbörsen.

2.5.2 Institutionella aktieanalytiker

Handelsbanken grundades år 1871 på grund av en personkonflikt inom styrelsen på Sveriges Enskilda Bank. Genom åren har verksamheten successivt expanderat

²⁶ www.redeye.se/om-redeye

2008-04-04

²⁷ www.redeye.se/om-redeye

2008-04-04

²⁸ www.stockpicker.se/net1/default.aspx?pageTypeId=100&pageId=1&MenuId=11

2008-04-04

²⁹

www.stockpicker.se/net1/default.aspx?pageTypeId=201&productId=1&pageId=50&MenuId=222

2008-04-26

främst via en rad olika förvärv av andra nordiska banker. Idag har Handelsbanken 660 representationskontor i 21 länder i världen och är därmed Nordens mest internationella bank.³⁰ Handelsbanken Capital Markets heter bankens eget investmentbank som hjälper till vid börsintroduktioner, letar företagsförvärv och framställer aktieanalyser. År 2007 var Handelsbanken Capital Markets den största aktören av börsintroduktioner och företagsförvärv i Sverige. Dessutom rankade internationella undersökningar Handelsbankens Capital Markets aktieanalyser år 2007 som de bästa bland banker på skandinaviska aktier.³¹ Om privatpersoner vill ta del av bankens aktieanalyser behöver kunden ha en anslutning till Handelsbankens Internettjänst med funktionen Placeringstjänst, som är kopplad till en depå. Själva analystjänsten är kostnadsfri för bankens depåkunder men avgiften för depån måste betalas och den varierar beroende på depåvärdet och om det finns särskilda villkor. Depåavgiften för en depå med särskilda villkor och med ett värde upp till 600 000 kronor är 0,45 procent per år av depåvärdet, därefter tillkommer en avgift på 0,09 procent per på det överskjutande beloppet. Vid depåer utan några särskilda villkor, är avgiften 1 procent per år för värden under 600 000 kronor, i annat fall 0,20 procent per år av det överskjutande beloppet.³² Handelsbankens tre största svenska aktieägare är Industrivärden, Stiftelsen Oktogonen och Alecta.³³

Skandinaviska Enskilda Banken (SEB) är en nordeuropeisk finansiell koncern som grundades år 1972 efter en sammanslagning av två banker, Stockholms Enskilda Bank och Skandinaviska Banken, som ville stärka sin position.³⁴ Med mer än 630 bankkontor vid slutet av år 2007, betjänar SEB 400 000 företagskunder och institutioner och mer än fem miljoner privatpersoner.³⁵ Verksamheten omfattar främst banktjänster, men har även en betydande liv- och fondförsäkringsrörelse. Alla SEB:s kunder kan ta del av bankens aktieanalyser, som tas fram av det topprankade analyshuset SEB Enskilda, kostnadsfritt via det så kallade "Internetkontoret".³⁶ Om kunderna vill handla med aktier, erbjuds de

³⁰ Handelsbankens årsredovisning 2007, s. 2.

³¹ Handelsbankens årsredovisning 2007, s. 28.

³² www.handelsbanken.se

2008-04-26

³³ Handelsbankens årsredovisning 2007, s. 32.

³⁴ www.seb.se/pow/wcp/sebgroup.asp?website=TAB1&lang=se

2008-04-26

³⁵ SEB:s årsredovisning 2007, s 4.

³⁶ SEB:s produktblad "Aktiehandel"

tjänsterna Enkla depån, som är kostnadsfri, och Aktiehandel, som är till för de kunder som har ett placerbart kapital på minst 500 000 kronor. Tjänsten Aktiehandel, kostar 10 000 kronor och i tjänsten ingår en personlig mäklare.³⁷ 20 procent av bankens aktieinnehav ägs av utländska investerare, medan resterande 80 procent ägs av svenska institutioner och privatpersoner. SEB:s tre största aktieägare är Investor, Stiftelsen Trygg och Alecta.³⁸

Swedbank påbörjade sin verksamhet år 1820 som landets första sparbank i Göteborg.³⁹ Koncernen fick sitt nuvarande namn, Swedbank, år 2006 och idag omfattas verksamheten av 952 kontor runt om i hela världen. Swedbank har cirka nio miljoner privatkunder och 500 000 företagskunder.⁴⁰ Koncernens investmentbank, Swedbank Markets, utnämndes år 2006 till bästa analyshus av AQ Research Ltd.⁴¹ Bankens olika aktieanalyser publiceras i tidningen Aktiellt, veckobrevet Aktienytt och i det dagliga nyhetsbrevet Morgonrådet som deras depåkunder kan ta del av i olika omfattning beroende på typen av värdepapperstjänst. I bankens kostnadsfria värdepapperstjänst, Bas, ingår endast veckobrevet Aktienytt men kan mot ett tillägg på 25 kronor per kvartal även ta del av analyser i tidningen Aktiellt.⁴² För att få tillgång till Swedbank Markets samtliga aktieanalyser, behöver kunden ha värdepapperstjänsten Personlig mäklare men det krävs ett depåvärde på minst en miljon kronor. Tjänsten kostar 10 000 kronor per år och innehåller, precis som den låter, även en personlig mäklare.⁴³ De tre största aktieägarna i Swedbank är Sparbankstiftelserna, Sparbanker och AFA Försäkring.⁴⁴

2.6 Datainsamling

I vår studie strävar vi efter att undersöka utfallet från två aktieanalyser i månaden, framställda av våra valda aktieanalytiker, under åren 2006 och 2007. För att kunna

³⁷ www.seb.se

2008-04-23

³⁸ SEB:s årsredovisning 2007, s 43.

³⁹ www.swedbank.se/sst/inf/out/infOutWww1/0,,5788,00.html

2008-04-23

⁴⁰ Swedbanks årsredovisning 2007, s. 3.

⁴¹ www.swedbank.se/sst/inf/spara-och-placera/0,,142875,00.html

2008-04-27

⁴² www.swedbank.se/sst/inf/spara-och-placera/0,,140189,00.html

2008-04-27

⁴³ www.swedbank.se/sst/inf/spara-och-placera/0,,140192,00.html

2008-04-27

⁴⁴ Swedbanks årsredovisning 2007, s. 51.

ta del av de historiska aktieanalyserna, använder vi oss av Privata Affärers databas för aktieanalyser, som finns tillgänglig på deras hemsida eftersom vi inte har möjlighet att införskaffa dem inom vår valda tidsperiod direkt via aktieanalytikerna (med undantag från Redeye). De historiska aktieanalyserna kommer att bli slumpmässigt valda i den bemärkelsen att vi inte avser att undersöka aktieanalyser för specifika företag eller från specifika börslister på Stockholmsbörsen. Vi vill, i den mån det går, undersöka ett köp- och ett säljråd i månaden för att ta reda på om det eventuellt finns någon skillnad i aktieanalytikernas träffsäkerhet vad det gäller uppgång och nedgång. Det bör dock nämnas att vår huvudsakliga ambition med studien, är att finna eventuella skillnader i träffsäkerheten, oavsett köp- eller säljråd, mellan de fristående och de institutionella aktieanalytikerna.

2.6.1 Tillvägagångssätt

För att underlätta förståelsen för vårt tillvägagångssätt, kommer vi här nedan att hänvisa till bilaga 1. Där vi i texten anser att det finns behov av ett förtydligande, gör vi en notering med hänvisning till vilket steg i bilagan som läsaren kan ta del av vår illustration.

Efter att vi har valt våra aktieanalyser kommer vi att studera tre utfall: den första, den femte och den tionde börsdagen efter att aktieanalyserna publicerats på Privata Affärers databas för aktier och fonder, som vi definierar som dag 0. Anledningen till att vi studerar den första börsdagens utfall är att vi vill undersöka hur stor påverkan aktieanalyserna kan ha haft på kursutvecklingen under dag 0. Vi anser att fem börsdagar är lämplig som ett kort tidsperspektiv medan tio börsdagar motsvarar ett långt tidsperspektiv för våra aktieanalyser då börsen kan förändras väsentligt sedan analyserna tagits fram.

De historiska aktiekurserna inhämtas från Stockholmsbörsens hemsida⁴⁵ och motsvarar i vårt fall slutkursen för de specifika dagarna (dag -1, dag 0, dag 5 och dag 10). Slutkursen för dag -1 motsvarar startkursen för dag 0, med andra ord jämför vi dag 0:s slutkurs med dess startkurs för att räkna ut den procentuella

⁴⁵ Stockholmsbörsens hemsida: www.omxnordicexchange.com

aktiekursutvecklingen för dag 0 (*steg 1 i bilaga 1*). Likaså jämförs de historiska aktiekurserna för de analyserade företagen på den femte och den tionde börsdagen med dag 0, dock med dess slutkurs (*steg 2 i bilaga 1*).

För att kunna fastställa om aktierna har presterat bättre eller sämre än Stockholmsbörsen, måste de indexjusteras. Det index som vi väljer att justera utfallen efter, är OMX Stockholm All Share PI (OMXS), vilket innefattar samtliga aktier noterade på Stockholmsbörsen. Precis som med aktiekurserna, jämförs slutkursen från dag 0 med dess startkurs, det vill säga dag -1:s slutkurs (*steg 3 i bilaga 1*). Indexets slutkurs från dag 5 och dag 10 jämförs med slutkursen för dag 0 (*steg 4 i bilaga 1*). På så sätt får vi fram indexkursens procentuella kursutveckling, som slutligen ska subtraheras från den procentuella aktiekursutvecklingen (*steg 5 i bilaga 1*). Liksom de historiska aktiekurserna, inhämtas de historiska indexkurserna även från Stockholmsbörsens hemsida. All bearbetning av de insamlade aktieanalyserna, dess kursutveckling och indexjustering framställs därefter med hjälp av Excel.

Efter indexjusteringen, räknar vi ut en genomsnittlig procentuell förändring av samtliga aktieanalyser och deras utfall (*steg 6 i bilaga 1*). Det är genom den genomsnittliga procentuella förändringen av aktieanalyserna som vi kan avgöra om det finns någon skillnad i träffsäkerheten mellan de fristående och de institutionella aktieanalytikerna.

För att aktieutdelningar inte ska påverka våra resultat, kommer vi att rensa eventuella utdelningar från aktiekurserna. Med hjälp av de analyserade företagens årsredovisningar (från året innan aktieanalysen avser), tar vi reda på om en utdelning har skett mellan dag 0 och dag 10. Om en utdelning har skett under de fem första börsdagarna, läggs den tillbaka både på dag 5:s och dag 10:s aktiekurs (*steg 7a i bilaga 1*). Om en utdelning däremot har skett mellan den femte och den tionde börsdagen, läggs den enbart tillbaka på dag 10:s aktiekurs (*steg 7b i bilaga 1*).

När vi ska undersöka om andelen säljråd är färre från de institutionella än från de fristående aktieanalytikerna, kommer vi att studera samtliga aktieanalyser med både köp- och säljråd framställda av alla de sex aktieanalytikerna. Det bör

tilläggas att vi i detta fall enbart kommer att studera aktieanalyser som är publicerade på Privata Affärers databas.

2.6.2 Problem vid datainsamling

Vår ursprungliga ambition var att studera två aktieanalyser i månaden, ett köp- och ett säljråd, men det har dessvärre varit svårt att uppnå. Andelen säljråd, utlagda på Privata Affärers databas, har generellt varit mycket liten hos majoriteten av våra valda aktieanalytiker. Eftersom Redeye har varit det enda analysföretaget vars historiska aktieanalyser har varit tillgängliga direkt via sin hemsida och att deras aktieanalyser på Privata Affärers databas varit otillräckliga, har vi tagit samtliga Redeyes köp- och säljråd direkt från deras hemsida.

Även andelen köpråd från några aktieanalytiker har varit liten, varför vi i vissa månader har tagit med ett flertal aktieanalyser. Det har dock uppstått hos våra aktieanalytiker att deras köp- och säljråd fortfarande varit få, trots att vi i vissa månader tagit med några extra aktieanalyser. Vid sådana tillfällen har vi därför nöjt oss med de analyser vi har fått tag på. Det bör nämnas att en av anledningarna till varför andelen köp- och säljråd har varit mindre än vad vi har förväntat oss, är att det har funnits aktieanalyser på Privata Affärers databas vars historiska aktiekurser inte varit tillgängliga på Stockholmsbörsen, troligen på grund av avnotering.

Det har funnits några aktieanalyser som vi har samlat in där det inte har framgått vilken typ av aktie (A- eller B-aktie) som analyserna syftat på. I dessa analyser har vi utgått från B-aktier.

När vi har undersökt om andelen säljråd från de institutionella aktieanalytikerna är mindre än från de fristående, har vi summerat alla deras analyser som finns i Privata Affärers databas. Dock har vi gjort undantaget, precis som ovan, använt oss av Redeyes hemsida när vi beräknat deras köp- och säljråd.

2.7 Metodkritik

Som tidigare nämnt, utgår vi i vår studie från den deduktiva ansatsen och den kvantitativa forskningsmetoden för att undersöka om det finns någon skillnad i analysernas träffsäkerhet mellan fristående och institutionella aktieanalytiker.

Deduktion som forskningsansats har dock vissa nackdelar. En av dem är att den deduktiva ansatsen kan skapa ett trångsynt perspektiv inom ett vetenskapsområde eftersom den alltid bygger på teorier och därmed minskar möjligheten till nytänkande och oväntade tolkningar, som däremot är möjligt vid en induktiv ansats.

Kvantitativa forskningsmetoder brukar kritiserar, bland annat för att de skapar en känsla av konstgjord precision och korrekthet. Sambandet mellan undersökningen och verkligheten kan försvåras eftersom mätinstrument och variabler inte kan förklaras till hundra procent av hur verkligheten egentligen fungerar. Den kvantitativa forskningsmetoden skapar en stillastående bild av verkligheten eftersom undersökaren endast studerar siffror och inte individer som kan påverka verkligheten. Med andra ord, ignorerar undersökaren kopplingen mellan det empiriska resultatet och den vardagliga kontexten.⁴⁶ De resultat som kvantitativa forskare kommer fram till, är antingen ett bekräftande eller ett nekande svar på en fråga. Forskningsmetoden utelämnar dock svaret på kanske den viktigaste frågan: Varför saker och ting fungerar på ett visst sätt? Vi försöker ta hänsyn till denna problematik i vår studie genom att, i analysavsnittet, diskutera tänkbara anledningar till våra undersökningsresultat.

Om vi däremot hade utgått från den kvalitativa forskningsmetoden istället, hade vi kunnat belysa problematiken ytterligare eller beskriva den ur ett mer djupgående perspektiv. Frågeställningen kunde i så fall bredas ut, till exempel: vilka svårigheter de fristående och institutionella aktieanalytikerna upplever med att göra träffsäkra aktierekommendationer?

⁴⁶ Bryman, Alan & Bell, Emma (2005), s. 106.

2.7.1 Källkritik

Beträffande primära källor måste vi vara uppmärksamma på att det inte finns tilläckligt mycket med vetenskapliga artiklar skrivna av svenska forskare. Forskningen kring aktieanalytiker är representerad främst genom amerikanska och brittiska vetenskapliga artiklar. För vår studie, innebär det att vi inte kan applicera utländska forskningsresultat direkt på den svenska aktieanalysmarknaden.

Precis som vi tidigare har nämnt i detta avsnitt, kommer vår datainsamling av historiska köp- och säljråd endast att inhämtas från Privata Affärers hemsida. Vi är medvetna om att det kan skapas en snedvriden bild av både de fristående och de institutionella aktieanalytikernas träffsäkerhet eftersom deras egna kunder kan ta del av deras aktieanalyser några dagar innan de publiceras för allmänheten. Om vi däremot hade haft möjligheten att ta del av alla aktieanalyser direkt från samtliga sex aktieanalytiker, hade vi kunnat framställa en mer sanningsenlig bild av träffsäkerheten bland aktieanalytikerna. För att undvika detta problem, hade det krävts att vi är medlemmar eller prenumeranter hos samtliga sex aktieanalytiker men av kostnadsmissiga skäl är detta alternativ i dagsläget inte aktuellt för oss.

2.8 Reliabilitet

Med reliabilitet avses graden av tillförlitlighet i en undersökning. För att uppnå en hög reliabilitet ska undersökningen vara reproducerbar,⁴⁷ det vill säga att upprepade mätningar av samma objekt ska ge samma mätvärde, och inte innehålla uppenbara mätfel.⁴⁸ Eftersom det kan dröja ett par dagar för samtliga aktieanalyser att bli offentliga för allmänheten, kan det skapa ett visst mätfel i träffsäkerheten hos aktieanalytikerna. Vi är medvetna om att detta problem men tyvärr är det något som vi inte kan åtgärda. Dock anser vi att vi ändå kan höja reliabiliteten i undersökningen eftersom vi indexjusterar aktiekurserna för att de ska vara oberoende av börsens utveckling.

⁴⁷ www.infovoice.se/fou/bok/10000035.htm

2008-04-28

⁴⁸ Lundahl, Ulf & Skärvad, Per-Hugo (1992). *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, s. 89

2.9 Validitet

Medan reliabilitet handlar om att mäta på ett tillförlitligt sätt, handlar validitet om att mäta det som är relevant i en undersökning. Validiteten avser med andra ord giltigheten i undersökningen och är starkt kopplad till dess reliabilitet eftersom hög validitet förutsätter hög reliabilitet.⁴⁹ Vi anser att vår undersökning har en hög validitet eftersom vi med hjälp aktiekursutvecklingen kan mäta träffsäkerheten hos våra valda aktieanalytiker.

⁴⁹ Lundahl, Ulf & Skärvad, Per-Hugo (1992). *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, s. 88.

3 Praktisk referensram

3.1 Sveriges börser

Efter ett riksdagsbeslut år 1993 fick börshandeln i Sverige fri etableringsrätt, vilket resulterade i att fler marknadsplatser för värdepapper öppnades upp.⁵⁰ OMX Nordiska Börs Stockholm, eller som det brukar kallas Stockholmsbörsen, är idag tillsammans med Nordic Growth Market (NGM) Sveriges enda reglerade marknadsplatser för handel med värdepapper och står under tillsyn av Finansinspektionen medan Aktietorget, som också tidigare varit en reglerad marknadsplats, idag är en oreglerad handelsplattform.⁵¹ Precis som det framgick i kapitel ett, koncentreras studien enbart på aktieanalyser vars företag är noterade på Stockholmsbörsen. Med den anledningen, kommer vi här nedan studera närmare på Stockholmsbörsen och dess börsutveckling under åren 2006 och 2007.

3.1.1 Allmänt om Stockholmsbörsen

Stockholmsbörsen drevs fram till februari i år av företaget OMX AB, som även driver börsverksamheter i Köpenhamn, Helsingfors, Reykjavik, Tallinn, Riga och Vilnius. Numera ingår OMX AB i NASDAQ OMX Group, som i och med uppköpet blev världens största börshandelsföretag med över 3 900 företag noterade på deras börser.⁵²

Det finns fem olika typer av index som mäts på Stockholmsbörsen, två av dem beskriver den genomsnittliga utvecklingen på Stockholmsbörsen: OMXS och OMXS30. OMXS-indexet, även kallat generalindex, är den vanligaste benämningen på börsens utveckling eftersom det innefattar samtliga 270 bolag

⁵⁰ Hansson, Sigurd (2001). *Aktier, optioner, obligationer: en introduktion*, s. 39.

⁵¹ www.fi.se/Templates/Page___9904.aspx

2008-04-27

⁵² OMX AB:s pressmeddelande (2008) "NASDAQ Complete OMX Transaction to Become The NASDAQ OMX Group", 27 februari.

som är noterade på Stockholmsbörsen. Indexet beräknas således efter förändringen på det totala börsvärdet. Det ska dock påpekas att OMXS-indexet ger en ganska skev bild av börsutvecklingen eftersom de större bolagens kursrörelser ger stora utslag på indexet på grund av deras höga börsvärde.⁵³ OMXS30 däremot, som är Stockholmsbörsens ledande aktieindex, speglar enbart de 30 mest omsatta aktierna och deras genomsnittliga utveckling.⁵⁴

De företag som är noterade på Stockholmsbörsen är indelade efter börsvärde i tre segment:

- Large Cap (stora bolag med ett börsvärde över 1 miljard Euro)
- Mid Cap (medelstora bolag med ett börsvärde mellan 150 miljoner och 1 miljard Euro)
- Small Cap (små bolag med ett börsvärde mindre än 150 miljoner Euro)⁵⁵

För att underlätta jämförelsen mellan olika länders sektorer, har Morgan Stanley och Standard & Poor's utvecklat Global Industry Classification Standard (GICS), som är en indelning av företagen i olika branscher. Efter indelat segment, delas företagen in i sektorer som till exempel energi, material och dagligvaror.⁵⁶

Den alternativa marknadsplatsen, First North (före detta Nya marknaden), är en del av Stockholmsbörsen och riktar sig till nordiska tillväxtföretag. De 127 bolag som är listade på First North är inte lika regelstyrda som de noterade bolagen på Stockholmsbörsen, med andra ord är en placering i ett bolag på First North mer riskfylld än en placering i ett börsnoterat bolag.⁵⁷

3.1.2 Börsutvecklingen i Sverige år 2006 och 2007

Eftersom vår undersökning baseras på svenska aktieanalyser under åren 2006 och 2007, är det intressant att få en överblick på hur börsutvecklingen var i Sverige under dessa år och vad som påverkade den. Det nämndes redan i uppsatsens första

⁵³ Wilke, Björn; Sandén, Weje; Malmqvist, Peter & Jansson, Roger (2006). *Spara smartare*, s. 24.

⁵⁴ Ibid, s. 139.

⁵⁵ Ibid, s. 50.

⁵⁶ www.omxnordicexchange.com/investors/handelsinformation/nordiskaborsen 2008-04-28

⁵⁷ www.omxnordicexchange.com/firstnorth/kursinformation 2008-04-28

kapitel att vår valda tidsperiod både speglar upp- och nedgång på Stockholmsbörsen, vilket vi presenterar nedan.

I *diagram 3.1.2a* illustreras Stockholmsbörsens totala utveckling under år 2006, vilket motsvarade en ökning på 23,6 procent.⁵⁸ Enligt Jonas Lindmark, analyschef och redaktör på Morningstar i Sverige, fanns det främst fyra förklaringar till Stockholmsbörsens uppgång under år 2006:

1. *Ökad andel av konjunkturkänsliga företag.* Allt fler svenska börsföretag sålde de varor och tjänster som efterfrågades i de senaste årens globala ökning av investeringar.
2. *Snabbare ökning av företagens vinster.* De svenska exportföretagen, som normalt hade stora fasta kostnader, gynnades av den ökade globala efterfrågan i form av både stigande volymer och försäljningspriser.
3. *Uppvärdering av Europa.* I takt med en förbättrad vinstutveckling och en ökad optimism kring Europas framtid har fler valt att investera i Europa.
4. *Ökad andel av utländska ägare.* Stockholmsbörsen har en stor andel utländska ägare som är mer flexibla och kortsiktiga, vilket förstärker svängningar i aktiekurserna.⁵⁹



Diagram 3.1.2a Stockholmsbörsens utveckling år 2006

Källa: www.bors24.se (2008-04-21)

År 2007 skulle däremot få ett dystrare slut, vilket illustreras i *diagram 3.1.2b* nedan. På grund av en ökad oro i världsekonomin med bland annat stigande oljepriser, en fallande dollarkurs och ett allt tydligare tecken på en konjunkturedgång i USA drabbades den svenska exportindustrin mycket

⁵⁸ www.e24.se/branscher/bankfinans/artikel_170079.e24

2008-04-30

⁵⁹ www.morningstar.unt.se/news/print.asp?articleid=48771&categoryid=156&validfrom=2006-12-05

2008-04-30

negativt.⁶⁰ Eftersom Sverige är väldigt beroende av sin export skulle detta slå hårt mot Stockholmsbörsen som föll med 6 procent under år 2007.⁶¹



Diagram 3.1.2b Stockholmsbörsens utveckling år 2007
Källa: www.bors24.se (2008-04-21)

3.2 Aktiehandeln i Sverige

All aktiehandel på Stockholmsbörsen sker numera elektroniskt via det så kallade SAX-systemet som står för Stockholm Automated eXchange. Genom en rad olika svenska och utländska fondkommissionärer och institutioner, som är medlemmar på Stockholmsbörsen, får både privatpersoner och företag möjligheten att placera i aktier.⁶²

3.2.1 Största aktörerna på Stockholmsbörsen

Precis som *tabell 3.2.1* visar, var Skandinaviska Enskilda Banken med sina 12,51 procent av omsättningen, Stockholmsbörsens största aktör under mars 2008. På andra plats, återfinns ytterligare en av våra institutionella kandidater, nämligen Handelsbanken, med 6,81 procent. Swedbank intog med 4,56 procent en sjätteplats bland aktörerna.

⁶⁰ www.morningstar.st.nu/news/markets.asp?articleID=53734&validfrom=2007-11-14

2008-04-30

⁶¹ www.e24.se/branscher/bankfinans/artikel_168443.e24

2008-04-30

⁶² www.bankforeningen.se/Bankkunder/Ordlista.aspx#STU

2008-05-01

	Mars 2008			
	Omsättning		Handel	
	Sek	%	No	%
1 Skandinaviska Enskilda Banken AB	101 614 425 193	12,51	381 767	8,88
2 Svenska Handelsbanken AB	55 327 068 847	6,81	214 773	5
3 Glitnir Banki HF	48 077 899 550	5,92	259 329	6,03
4 Carnegie Investmenst Bank AB	42 670 063 560	5,25	150 286	3,5
5 Morgan Stanley & Co. International Ltd.	38 776 086 882	4,77	223 831	5,21
6 Swedbank AB	37 084 099 684	4,56	179 140	4,17
7 Merrill Lynch International	30 347 314 712	3,74	182 857	4,25
8 Goldman Sachs International	29 778 543 527	3,67	141 160	3,28
9 Avanza Bank AB	28 637 811 215	3,52	356 224	8,28
10 ABG Sundal Collier AB	28 321 471 562	3,49	72 641	1,69

Tabell 3.2.1 De tio största aktörerna på Stockholmsbörsen Mars 2008

Källa: OMX Nordic Exchange

3.3 Teknisk och fundamental analys

Eftersom vår studie avser att undersöka aktieanalyser, är det relevant att belysa hur de framställs av analytikerna. Teknisk och fundamental analys är två vanligt förekommande analysmetoder som används vid framställandet av aktieanalyser, exempelvis vid köp- och säljråd. Tyvärr framgår det inte vilken metod som våra aktieanalytiker har använt.

Det finns inga bevis som talar för att den ena analysmetoden skulle vara bättre än den andra. Det finns omfattande forskning som inte lyckats hitta stöd för att teknisk analys skulle leda till mer än genomsnittligt framgångsrika aktieplaceringar⁶³ samtidigt som träffsäkerheten på de fundamentala analyserna påstås vara låga.⁶⁴

I det senaste numret av Aktiespararen har Pejlingpanelen, som består av drygt 100 av Sveriges ledande aktieexperter, fått svara på frågan om de tycker att teknisk aktieanalys är en överlägsen analysform. Många anser nämligen att metoden är överlägsen men Pejlingpanelens medlemmar håller inte med. Hela 64 procent har svarat att de tycker att teknisk analys är bra men bara som komplement till fundamental analys. Endast tio procent tycker att teknisk analys är det bästa sättet

⁶³ Hansson, Sigurd (2001), s. 52

⁶⁴ Wilke, Björn; Sandén, Weje; Malmqvist, Peter & Jansson, Roger (2005), s. 34.

att hitta rätt köp- och säljläge. Resterande 26 procent har svarat att teknisk aktieanalys är ”rena rama tramset – är bara till för fantaster”.⁶⁵

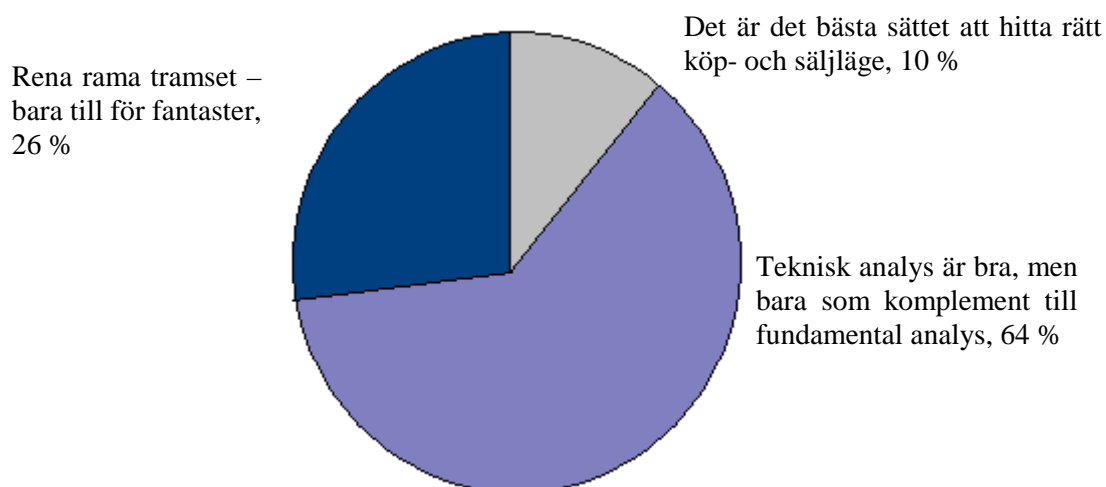


Diagram 3.3 Pejlingpanelens svar på
”Många anser att teknisk aktieanalys är en överlägsen analysform. Vad tycker du?”
Källa: Olsson, Tommy (2008). *Minska byråkratin. Aktiespararen*, No. 5, s. 27.

I en teknisk analys mäter analytikern en akties historiska kursrörelser under en lämplig period för att därefter förutsäga den framtida kursutvecklingen i form av riktning och eventuell kursnivå. Den tekniska analysen kan i princip användas vid bedömningen av ett företags framtida aktiekursutveckling utan att analytikern behöver känna till företaget.⁶⁶

Om den tekniska analysen bestämmer om en aktie är intressant att köpas, bestämmer den fundamentala analysen om en aktie först och främst är intressant.⁶⁷ Vid en fundamental analys värderar analytikerna precis som de själva var beredda att köpa hela företaget, vilket kan vara en förklaring till att denna analysmetod ligger till grund för alla uppköpsbud. Genom att aktieanalytikerna går igenom uppgifter om ett företag som till exempel dess vinst, utdelning, storlek på eget kapital, marknadssituation, konkurrensfördelar och företagsledning kan de göra en bedömning av företagsvärdet, vilket i sin tur kan avslöja om aktierna är under- eller övervärderade.⁶⁸

⁶⁵ Olsson, Tommy (2008). *Minska byråkratin. Aktiespararen*, No. 5, s. 27.

⁶⁶ Hansson, Sigurd (2001), s. 52.

⁶⁷ Wilke, Björn; Sandén, Weje; Malmqvist, Peter & Jansson, Roger (2005), s. 35.

⁶⁸ Ibid, s. 34.

4 Teoretisk referensram

4.1. Den effektiva marknadshypotesen

Enligt den effektiva marknadshypotesen (EMH), utvecklad av den amerikanske ekonomen Eugene Fama, återspeglar aktiekursen all tillgänglig information på marknaden. Med andra ord går hypotesen ut på att aktiekurserna följer en så kallad random walk-rörelse, vilket innebär att de rör sig slumpmässigt och är oberoende av den historiska kursutvecklingen. En annan viktig utgångspunkt i denna hypotes är att aktiekurserna förutsätts vara anpassningsbara till ny information.⁶⁹

I *figur 4.1* presenteras Famas hypotes om att aktiemarknadens effektivitet delas upp i tre former, beroende på vilken sorts information som finns återspeglad i aktiekursen: svag, halvstark och stark.

På en aktiemarknad med *svag* effektivitet, är det bara den historiska informationen som finns återspeglad i aktiekursen. För våra aktieanalytiker innebär den svaga formen av informationseffektivitet att de, med hjälp av teknisk analys, inte kan ge ut köp- och säljrekommendationer som genererar avkastning. All den historiska informationen som finns tillgänglig inom den svaga informationseffektiviteten, har redan analyserats av andra aktieanalytiker tidigare.⁷⁰

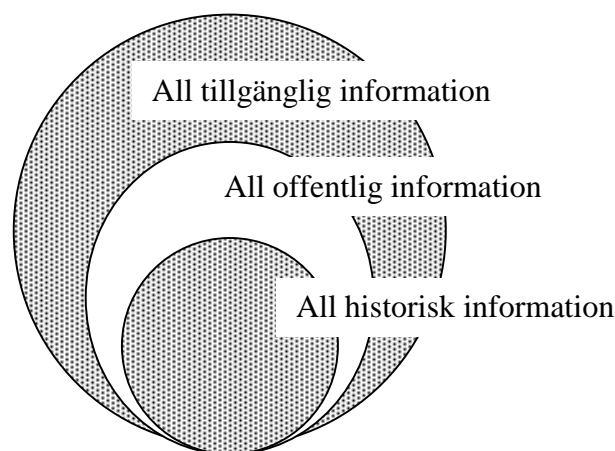
Om aktiemarknaden har en *halvstark* effektivitet, omfattas aktiekursen av både historisk och offentlig information. Med offentlig information avses bland annat företagets årsredovisningar, delårsrapporter och pressmeddelanden. I denna halvstarka form av informationseffektivitet, är det inte möjligt att aktieplaceringarna erhåller överavkastning. Liksom den historiska informationen, har den offentliga informationen redan analyserats av andra analytiker och de aktuella aktiekurserna

⁶⁹ Olbert, Lars (1992). *Värdering av aktier – Finansanalytikernas värderingsfaktorer och informationskällor*, s. 15.

⁷⁰ Haugen, Robert A. (2001). *Modern Investment Theory*, s. 575.

återspeglar endast information från exempelvis företagens årsredovisningar. Våra aktieanalytiker kan således, i den halvstarka formen, inte heller använda sig av traditionella analysmetoder såsom tekniska och fundamentala analyser för att hitta aktier som genererar avkastningar.⁷¹

På aktiemarknader med en *stark* effektivitet däremot, återspeglar aktiekursen all tillgänglig information, såväl historisk, offentlig som privat information. Enligt Fama, innebär det inte ens att de mest insatta personerna kan förutsäga hur aktiekursen kommer att utvecklas.⁷² För våra aktieanalytiker är det omöjligt att ge ut köp- och säljrekommendationer som kan överträffa marknadens utveckling.



Figur 4.1 Tre former av marknadseffektivitet
Källa: Haugen, Robert A. (2001), s. 574.

Den effektiva marknadshypotesen är högst relevant för vår studie. Om hypotesen överensstämmer med verkligheten, är alla de rekommendationer, som våra valda aktieanalytiker utför, värdelösa eftersom aktierna inte kan generera någon avkastning. Följaktligen, spelar det ingen roll om fristående eller institutionella aktieanalytiker ger ut de mest träffsäkra analyserna – enligt Fama finns det ändå inga aktier som är över- eller undervärderade, vilket innebär att de inte kan ge någon avkastning.⁷³ Enligt Claes Hägg, docent i företagsekonomi vid Stockholms universitet, har undersökningar dock visat att den svenska aktiemarknaden inte är helt informationseffektiv, med andra ord borde det finnas möjligheter för analytikerna att ge råd till investerare för att göra bra vinster på sina aktieaffärer.⁷⁴

⁷¹ Haugen, Robert (2001), s. 575.

⁷² Byström, Hans (2001). *Finance – Markets, Instruments and Investments*, ss. 160-161.

⁷³ Haugen, Robert (2001), s. 574.

⁷⁴ Hägg, Claes (1989). *Värdering av aktier*, s. 23.

4.2 Informationsasymmetri

Det finns dock teorier som motsäger den effektiva marknadshypotesen och som påstår att det går att erhålla en avkastning på grund av informationsasymmetri. Glen Arnold diskuterar fyra scenarier som kan uppstå när information inte bearbetas effektivt på aktiemarknaden. Det kan exempelvis ta lång tid innan marknaden absorberar ny information, i vissa fall kan det dröja upp till tio dagar innan aktiekursen har kommit upp till sin ”rätta” nivå.⁷⁵ För aktieplaceraarna innebär denna långsamma reaktion att de har möjligheter att få avkastning på sina aktier, vilket säger emot den effektiva marknadshypotesen som påstår att all ny information direkt återspeglas i aktiekursen.

Ett annat möjligt alternativ är att aktiemarknaden kan förutse nyheter på grund av att information läcker ut i pressen eller att företagsledningen har antytt någonting i sina senaste samtal med aktieanalytikerna. I den här situationen börjar aktiekurserna stiga redan innan nyheten har offentliggjorts. Detta medför att när nyheten väl har blivit känd för allmänheten, kommer den inte att kunna påverka aktiekurserna avsevärt eftersom nyheten redan har läckt ut.⁷⁶

En tredje variant som ytterligare kan förklaras som motbild till den effektiva marknadshypotesen, är aktiemarknadens överreaktion på ny information. Denna överreaktion, som för övrigt deflaterar efter några dagar, påvisar att aktierna kan vara övervärderade under en kort tidsperiod.⁷⁷

Slutligen kan det hända att aktiemarknaden misslyckas totalt med den korrekta prissättningen, vilket kan leda till att aktierna blir undervärderade under en lång tid – något som den effektiva marknadshypotesen motsäger.⁷⁸

⁷⁵ Arnold, Glen (2007). *Corporate Financial Management*, s. 688.

⁷⁶ Ibid.

⁷⁷ Ibid.

⁷⁸ Ibid.

4.3 Värdering av aktier

För att undersöka vilka faktorer som bestämmer värdet på aktiekurserna, finns det två aspekter som kan beaktas. Den ena aspekten är att undersöka de faktorer som påverkar aktiemarknaden i sin helhet. De faktorer som påverkar aktiemarknaden i sin helhet är exempelvis räntenivån, konjunkturläget, utvecklingen av utländska börser, utbudet av nya aktier och likviditeten i samhällsekonomin. Den andra aspekten, som kräver en djupare undersökning, är att studera närmare på förhållanden som ämnar varje enskilt företag. Faktorer som kan spela en viss roll för bedömningen av varje enskilt företags aktiekurs är bland annat dess substansvärde (företagets eget kapital fördelat på antalet aktier), P/E-tal, storlek på utdelningen och utdelningstillväxten samt företagets kassaflödesanalys.⁷⁹

Med tanke på ovannämnda aspekter, är det intressant att koppla denna teori till vår undersökning. Om det skulle resultera i att de institutionella aktieanalytikerna har en bättre träffsäkerhet i sina analyser än de fristående, kan det bland annat bero på att de institutionella har större resurser att analysera aktiemarknadens tendenser som en helhet. De fristående aktieanalytikerna däremot, har inte lika stora resurser och får därför nöja sig med att studera de faktorerna som påverkar varje enskilt företag.

4.4 Svenska forskningsstudier

År 2004 gjorde ekonomie doktorn, Erik Lidén vid Handelshögskolan i Göteborgs universitet, en undersökning om köp- och säljrekommendationer publicerade i svenska tidningar och tidskrifter under åren 1995-2003.⁸⁰

Till skillnad från vårt sätt att skilja på institutionella och fristående aktieanalytiker, skiljer Lidén på aktieanalytiker och journalister. I hans undersökning, definieras en aktieanalytiker som en person anställd av en bank eller fondkommissionär. En journalist definieras som en person som skriver

⁷⁹ Hansson, Sigurd (2001), s. 51.

⁸⁰ Steiner, Bosse (2005). Köptipsen lurar många småsparare. *Aktiespararen*, No. 4, ss. 6-10.

börsrelaterade artiklar för en tidning eller tidskrift.⁸¹ Båda dessa aktörer har som mål att ge ut rekommendationer för kundernas respektive läsarnas bästa. En aktieanalytiker ger ut råd som främst ska gynna sitt företags ekonomiska utveckling, vilket även bör gynna kundernas ekonomi. Journalisten skriver för att gynna läsaren, om denne är nöjd gynnas även tidningen i form av ekonomiska och publicistiska fördelar.⁸² Det bör dock tilläggas att aktieanalytikerna inte undersöks i hans avhandling, vars forskning främst baseras på de svenska journalisternas aktieråd.

Undersökningen visar att köprekommendationer från svenska tidningar och tidskrifter, med undantag från Göteborgsposten och Aktiespararen,⁸³ inte gav läsaren någon långsiktig avkastning utan istället vilseledde honom eller henne om köpråden hade följts. Om läsaren däremot hade följt säljrekommendationerna, var möjligheten till avkastning stor.⁸⁴ Denna asymmetri förklaras av Lidén att det dels kunde bero på en överoptimism från ledningens sida angående företags utveckling. I och med att förståelsen för företags framtidsutsikter är en invecklad process, brukar överoptimismen i den positiva informationen från företagsledningen vilseleda både analytiker och journalister.⁸⁵

En annan förklaring, som Lidén påpekar, är att journalisterna i samband med en säljrekommendation anstränger sig mer för att ta reda på information. Därför blir säljråden inte lika vilseledande utan snarare mer träffsäkra om de jämförs med köpråden. Precis som vi har diskuterat i kapitel ett, poängterar Lidén att säljråden är mer kontroversiella än köpråden, varför journalisterna måste ha ”mer på fötterna” än aktieanalytikerna eftersom de inte har tillgång till lika mycket information som analytikerna.⁸⁶

I takt med att allt fler svenskar investerar på aktiemarknaden, menar Lidén att det har bidragit till att tidningarna hakar på denna trend för att öka försäljningen av lösnummer. Han förklarar i ett reportage med journalisten Bosse Steiner från

⁸¹ Lidén, Erik (2005). *Essays on the Information and Conflicts of Interest in Stock Recommendations*, s. 50.

⁸² Lidén, Erik & Rossander, Olle (2006). *Lönsamma aktietips – verkligheten bakom tidningarnas och analytikernas aktieråd*, s. 60.

⁸³ Steiner, Bosse (2005). Köptipsen lurar många småsparare. *Aktiespararen*, No. 4, ss. 6-10.

⁸⁴ Lidén, Erik (2005), s. 63.

⁸⁵ Ibid, s. 64.

⁸⁶ Steiner, Bosse (2005). Köptipsen lurar många småsparare. *Aktiespararen*, No. 4, ss. 6-10.

Aktiespararen varför det är viktigt ur ett samhällsekonomiskt perspektiv att undersöka rekommendationernas utfall:⁸⁷

”Dåliga rekommendationer bidrar ju till att minska hushållens sparade medel, vilket skedde under det långa börsfallet från mars 2000. Hushållens sparade medel i aktier och fonder mer än halverades då, men ändå ökade antalet rekommendationer, oftast av typen köp, under denna tid.”

År 2005 gjordes en studie på kandidatnivå vid Lunds universitet med syfte att jämföra Veckans Affärers och Affärsvärldens köprekommendationer under åren 2002 och 2003. Resultatet som studien kom fram till är att Affärsvärldens köprekommendationer gav större avkastning än Veckans affärer på kort sikt, det vill säga både första och andra börsdagen. På längre sikt, som innebär sex och tolv månader, gav Veckans Affärers köprekommendationer en statistisk säkerställd överavkastning medan Affärsvärlden inte medförde någon överavkastning under dessa perioder.⁸⁸

Att Affärsvärldens köprekommendationer gav större avkastning än Veckans Affärers kan tyckas vara märkligt. I en annan undersökning som Lidén gjorde tillsammans med doktoranden Markus Rosenberg år 2006 och som för övrigt är världens mest omfattande forskning av tidningarnas aktieråd, visade det sig att de aktier som Affärsvärlden gav ut som köpråd gick drygt fem procent sämre än andra jämförbara aktier under samma period.⁸⁹ Det återstår att se vad vår studie kommer fram till vad det gäller utfallen på aktierna från både Affärsvärldens köp- och säljråd.

4.5 Utländska forskningsstudier

Enligt Kenneth A. Kim och John R. Nofsinger är det oklart kring träffsäkerheten på de analyser som aktieanalytikerna ger. Äldre forskningsstudier från 1970-talet,

⁸⁷ Steiner, Bosse (2005). Köptipsen lurar många småsparare. *Aktiespararen*, No. 4, ss. 6-10.

⁸⁸ Dismorr, Petra; Ingvarson, Dan & Hammarbäck, Per (2005). *En jämförelse mellan Affärsvärldens och Veckans Affärers köprekommendationer*, s. 2.

⁸⁹ Lidén, Erik & Rossander, Olle (2006), ss. 11-12.

visar att träffsäkerheten på aktierekommendationerna inte är särskilt hög.⁹⁰ Dock visar nyare studier från bland annat Brad Barber och hans forskningsteam att råden från aktieanalytikerna ger en viss marginell avkastning till investerarna. De bästa rekommendationerna, som studerades mellan åren 1986 och 1996, gav en genomsnittlig avkastning på 4,13 procent per år medan de sämsta råden gav en förlust på 4,91 procent. Om investerarna hade valt att systematiskt följa analytikernas starkaste råd, köp- respektive säljråd, hade de kunnat få en månatlig avkastning på 0,75 procent. Brad och de övriga forskarna tillägger dock att investerarna måste ha följt aktieanalytikernas råd dagligen för att kunna erhålla en lika stor avkastning.⁹¹

Forskartrion James H. Bjerring, Josef Lakonishok och Theo Vermaelen konstaterar att det faktiskt är lönsamt att följa rekommendationer, dock från mäklarfirmor, detta efter att ha undersökt kanadensiska mäklarfirmors aktieanalyser. Deras undersökning visar att en positiv signifikant avkastning kan erhållas även efter att transaktionskostnader är betalda.⁹² En annan undersökning som har kommit fram till liknande slutsatser, är professorerna Elroy Dimsons och Paul Marshs empiriska studie om avkastningen på över 4 000 aktieprognoser från brittiska fondmäklare och analytiker från stora investmentbanker. Studien kommer fram till att dessa aktörer uppvisar en överlägsen förmåga att förutsäga kursutvecklingen på aktierna. Avkastningen på aktieanalyserna har visat sig vara mycket tydlig för investerare.⁹³

Aktieanalyser, som är utgivna av institutionella aktieanalytiker, ger lägre avkastning än de fristående analytikernas rekommendationer. Detta visar Roni Michaely och Kent L. Womack i en studie från år 1999. Rekommendationer från de institutionella aktieanalytikerna gav en avkastning på 2,7 procent medan de fristående gav investerarna en avkastning på 4,4 procent.⁹⁴ Med hänsyn till vår

⁹⁰ Kim, Kenneth A. & Nofsinger, John R. (2007), s. 66.

⁹¹ Barber, Brad; Lehavey, Reuven; McNichols, Maureen & Trueman, Brett (2001). Can Investors Profit from the Prophets? Security Analyst Recommendations and Stock Returns. *The Journal of Finance*, vol. 56, No. 2, ss. 531-563

⁹² Bjerring, James H.; Lakonishok, Josef & Vermaelen, Theo (1983). Stock Prices and Financial Analysts' Recommendations. *The Journal of Finance*, vol. 38, No. 1, ss. 187-204.

⁹³ Dimson, Elroy & Marsh, Paul (1984). An Analysis of Brokers' and Analysts' Unpublished Forecasts of UK Stock Returns. *The Journal of Finance*, vol. 39, No. 5, ss. 1257-1292.

⁹⁴ Michaely, Roni & Womack, Kent L. (1999). Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations. *Review of Financial Studies*, vol. 12, ss. 653-686.

liknande studie mellan fristående och institutionella aktieanalytiker, bör vi således få ett liknande resultat.

När det gäller utländska studier om träffsäkerheten kring tidningarnas rekommendationer, påstår forskarna Peter Lloyd-Davies och Michael Canes att investerare inte kan erhålla någon signifikant överavkastning om råden från börsjournalisterna konsekvent följs. Deras undersökning, som gick ut på att studera utfall från rekommendationer av ”rykteskaraktär” publicerade i en kolumn i Wall Street Journal under åren 1970 och 1971, visade att endast en obetydlig avkastning på en till två procent kunde erhållas.⁹⁵

I en annan undersökning, med mer relevans för vår andra frågeställning, kommer Womack fram till att andelen säljråd från amerikanska börsmäklare under åren 1989 och 1991, var sju gånger mindre än köpråden.⁹⁶ Denna andel har dock minskat på senare år. Enligt den prisbelönta journalisten vid Business Week, Marcia Vickers, och kollegan Mike France skriver de i en artikel från år 2002 att bara två procent av alla aktieanalyser innehåller säljråd.⁹⁷

En annan viktig upptäckt som Womack gjorde, var att fastän säljråden var färre till andelen var de mer förutsägbara än köpråden, vilket Lidén också kom fram till i sin avhandling. Han påpekar, precis som vi har diskuterat tidigare, att analytiker är väldigt rädda för att ge ut säljrekommendationer eftersom det kan innebära stora kostnader eller risker för det företag som analytikerna är anställda hos. Säljråden kan påverka företagets befintliga kundrelationer men även potentiella kunder kan dra sig tillbaka från kontakten med analysföretaget. En annan konsekvens, är att informationsflödet från kundernas företagsledning till analysföretaget kan begränsas eller till och med upphöras. I och med att säljråd är mindre frekventa blir de mer uppmärksammade än köpråden när de kommer ut. Detta innebär, förklarar Womack, att ett felbedömt säljråd är mer kostsamt för analysföretaget än vid en felbedömning av ett köpråd.⁹⁸

⁹⁵ Lloyd-Davies, Peter & Michael Canes (1978). Stock Prices and the Publication of Second-Hand Information. *The Journal of Business*, vol. 51, No. 1, ss. 43-56.

⁹⁶ Womack, Kent L. (1996). Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value? *The Journal of Finance*, vol. 51, No. 1, ss. 137-167.

⁹⁷ Vickers, Marcia & France, Mike (2002). How Corrupt is Wall Street? *Business Week*, 13 maj, ss. 37-42.

⁹⁸ Womack, Kent L. (1996).

4.5 Våra hypoteser och förväntningar

Eftersom vi undersöker de fristående och de institutionella aktieanalytikernas träffsäkerhet, kommer vi att använda oss av en statistisk hypotesprövning för att ta reda på om det finns en signifikant skillnad mellan deras medelvärden på avkastningen. Här nedan har vi formulerat en noll- och mothypotes (tvåsidig), som ska prövas i signifikanstestet:

H₀: Det finns ingen skillnad i träffsäkerheten mellan de fristående och de institutionella aktieanalytikerna vad det gäller deras köp- och säljråd.

H₁: Det finns en skillnad i träffsäkerheten mellan de fristående och de institutionella aktieanalytikerna vad det gäller deras köp- och säljråd.

Beträffande ovanstående hypoteser, förväntar vi oss att de fristående analytikerna har bättre träffsäkerhet, det vill säga att de har ett högre medelvärde på sina aktiekursutvecklingar. Till skillnad från de fristående aktieanalytikerna, är de institutionella beroende av sin kärnverksamhet i form av bland annat aktiehandel, vilket vi i vår problemdiskussion har lyft fram. Detta tror vi kan påverka de institutionella aktieanalytikernas träffsäkerhet negativt. Dessutom stöds våra förväntningar av att en amerikansk studie från Michaely och Womack, har påvisat att de institutionella aktieanalytikerna är mindre träffsäkra än de fristående.⁹⁹

Vår andra frågeställning handlar om andelen säljråd från de institutionella aktieanalytikerna är färre än de fristående. Även här, kommer vi att antingen acceptera eller förkasta följande nollhypotes:

H₀: Det finns ingen skillnad i andelen säljråd mellan de institutionella och de fristående aktieanalytikerna.*

H₁: Det finns en skillnad i andelen säljråd mellan de institutionella och de fristående aktieanalytikerna.*

I vår undersökning förväntar vi oss att de institutionella aktieanalytikerna har mindre säljandel än de fristående. Utifrån resultaten från tidigare internationella

⁹⁹ Läs s. 37, tredje stycket.

forskning har det konstaterats att andelen säljråd understiger andelen köpråd, dock utan hänsyn till indelning av aktieanalytikerna. Som vi har diskuterat i kapitel ett, tror vi att de institutionella aktieanalytikerna är mindre benägna att ge ut säljrekommendationer för att undvika försämrad kundkontakt med de analyserade företagen.

4.6 Signifikanstest

För att undersöka om våra nollhypoteser ska accepteras eller förkastas, använder vi oss av följande formel:¹⁰⁰

$$z = \frac{(\bar{X}_1 - \bar{X}_2)}{\sqrt{\frac{s_1^2}{n_1} + \frac{s_2^2}{n_2}}}$$

\bar{X}_1 = medelvärdet för undersökningsobjekt 1 (fristående aktieanalytiker)

\bar{X}_2 = medelvärdet för undersökningsobjekt 2 (institutionella aktieanalytiker)

s_1 = variansen för undersökningsobjekt 1

s_2 = variansen för undersökningsobjekt 2

n_1 = antalet utfall för undersökningsobjekt 1

n_2 = antalet utfall för undersökningsobjekt 2

De vanligaste värdena på signifikansnivåerna är 5 procent, 1 procent och 0,1 procent.¹⁰¹ Vi kommer därför i vår undersökning att använda oss av ett 95-procentigt konfidensgrad, vilket innebär att signifikansnivån, α , blir 5 procent. Signifikansnivån kallas även för testets felrisk och anger sannolikheten att hypoteserna H_0 och H_0^* förkastas när den är sann.¹⁰² Eftersom vi har mothypoteser som är tvåsidiga, måste vardera kvartil innehålla 2,5 procent.

¹⁰⁰ Körner, Svante (1985). *Statistisk slutledning*, s. 102.

¹⁰¹ Körner, Svante & Wahlgren, Lars (2006). *Statistisk dataanalys*, s. 194.

¹⁰² Blom, Gunnar (1980). *Sannolikhetsteori och statistikteori med tillämpningar*, s. 254.

Med hjälp av ovanstående formel, får vi fram ett värde, μ , på testfunktionen som ska jämföras med det kritiska värdet, z_{krit} . I vårt fall blir det kritiska värdet 1,96, detta värde hämtas ur en tabell över den standardiserade normalfördelningen med en signifikansnivå på 5 procent.¹⁰³ På grund av att vi har tvåsidiga mothypoteser måste μ -värdet på testfunktionen antingen vara mindre än -1,96 eller större än 1,96 för att våra nollhypoteser ska förkastas.¹⁰⁴

H_0 och H_0^* accepteras: $-1,96 < \mu < 1,96$

H_0 och H_0^* förkastas: $\mu < -1,96$ eller $\mu > 1,96$

4.6.1 Rensning av extremvärden

När vi gör undersökningen, kommer vi att få några extremvärden på våra utfall. Dessa extremvärden kallas för uteliggare om värdena överstiger 1,5 kvartilavstånd till vänster om den första kvartilen eller överstiger lika långt fast till höger om den tredje kvartilen. Avlägsna uteliggare kallas de extremvärden som överstiger tre kvartilavstånd.¹⁰⁵ För att göra undersökningen mer statistiskt korrekt, kommer vi att genomgående presentera de empiriska resultaten med rensning av extremvärden.

¹⁰³ Körner, Svante (1985), s. 137.

¹⁰⁴ Körner, Svante & Wahlgren, Lars (2006), s. 197.

¹⁰⁵ Körner, Svante & Wahlgren, Lars (2002). *Praktisk statistik*, s. 98.

5 Empiri

5.1 Träffsäkerheten

Tabell 5.1a visar aktieanalysernas avkastning för både år 2006 och 2007 utan indexjustering. I denna tabell visas den verkliga avkastningen, \bar{X} , från aktieanalysernas samtliga utfall (dag 0, dag 5 och dag 10). De institutionella aktieanalytikerna är, i jämförelse med de fristående, mer träffsäkra. I vår studie har vi valt ut slumpmässiga aktieanalyser, som är framställda på olika datum. För att jämförelsen mellan aktieanalytikernas träffsäkerhet ska bli mer rättvis, indexjusteras utfallen. Fortsättningsvis kommer vi därför att presentera tabeller och diagram med indexjustering och som tidigare nämnts, med rensning av extremvärden (dock med ett undantag). Ett signifikanstest kommer också att göras med indexjustering.

Med rensning av extremvärden			
	n	\bar{X}	s
<i>Fristående</i>	368	-0,01	3,82
<i>Institutionella</i>	227	0,18	3,00

Tabell 5.1a Träffsäkerheten utan indexjustering och med rensning av extremvärden

Här nedan presenteras resultaten från vår undersökning angående vår nollhypotes, med indexjustering och rensning av extremvärden. Precis som det framgår i tabell 5.1b, finns det en liten skillnad mellan de fristående och de institutionella aktieanalytikernas träffsäkerhet. De fristående aktieanalytikerna är mer träffsäkra än de institutionella, vars råd för övrigt visar en förlust på 0,03 procent.

Däremot visar det i den andra tabellen, tabell 5.1c, där vi inte har rensat extremvärden, att bilden är den omvända. De institutionella aktieanalytikerna har en högre träffsäkerhet, 0,22 procent, än motsvarande 0,07 procent hos de fristående. Med andra ord har rensningen av extremvärden, varit till fördel för de fristående aktieanalytikerna men till nackdel för bankerna, de institutionella.

Med rensning av extremvärden			
	n	\bar{X}	s
<i>Fristående</i>	366	0,31	3,47
<i>Institutionella</i>	227	-0,03	2,98

Tabell 5.1b Träffsäkerheten med indexjustering och med rensning av extremvärden

Utan rensning av extremvärden			
	n	\bar{X}	s
<i>Fristående</i>	393	0,07	5,02
<i>Institutionella</i>	243	0,22	4,58

Tabell 5.1c Träffsäkerheten med indexjustering och utan rensning av extremvärden

$$z = \frac{(0,31 - -0,03)}{\sqrt{\frac{3,47^2}{366} + \frac{2,98^2}{227}}} \approx 1,27$$

Enligt våra beräkningar på z -testet, som baseras på *tabell 5.1b*, finns det dock ingen signifikant skillnad i träffsäkerheten på de fristående och de institutionellas aktieanalytiker vad det gäller köp- och säljråd. Det μ -värde som vi får fram på testfunktionen med rensning av extremvärden, 1,27, ligger inom det kritiska området, varför vår nollhypotes accepteras.

5.1.1 Årvis indelning av träffsäkerheten

Under år 2006 gav köprekommendationerna, både från de fristående och de institutionella aktieanalytikerna, ingen avkastning. Däremot gick det bättre för säljråden, dock gick det bäst för de fristående aktieanalytikerna vars säljråd gav en avkastning på 1,17 procent i jämfört med de institutionella på 0,80 procent.

Vår undersökning visar ett varierande resultat på köprekommendationer från år 2007. Köpråden från de institutionella aktieanalytikerna gav en minimal avkastning på 0,04 procent medan de fristående analytikernas köpråd fortsatte visa en negativ utveckling. Beträffande säljråden från samma år, har de fristående och de institutionella aktieanalytikerna lyckats bra.

Med rensning av extremvärden				
	År 2006		År 2007	
	$\bar{X}_{\text{köp}}$	$\bar{X}_{\text{sälj}}$	$\bar{X}_{\text{köp}}$	$\bar{X}_{\text{sälj}}$
<i>Fristående</i>	-0,07	1,17	-0,48	0,73
<i>Institutionella</i>	-0,48	0,80	0,04	1,02

Tabell 5.1.1 Träffsäkerheten i köp- och säljråd indelad per år, med indexjustering och med rensning av extremvärden

Observera att vi har inverterat avkastningen på samtliga säljråd genom att sätta ett minustecken framför avkastningen. Inverteringen görs för att förenkla jämförelsen i avkastningen mellan köp- och säljråd.

5.1.2 Daglig indelning av träffsäkerheten på köpråd

Tabell 5.1.2 visar att Affärsvärlden med sina 1,03 procent, är den av alla våra valda aktieanalytiker som har lyckats påverka aktiekursutvecklingen bäst på sina köpråd under första börsdagen. Bland de institutionella, är det Handelsbanken som har störst träffsäkerhet.

Med rensning av extremvärden			
	Köpråd år 2006-2007		
	<i>Dag 0</i>	<i>Dag 5</i>	<i>Dag 10</i>
<i>Affärsvärlden</i>	1,03	0,05	-0,54
<i>Redeye</i>	0,06	0,02	0,06
<i>Stockpicker</i>	0,19	-1,66	-1,84
<i>Handelsbanken</i>	0,71	-0,78	-1,28
<i>SEB</i>	0,14	-0,20	-1,15
<i>Swedbank</i>	0,17	0,40	-0,33

Tabell 5.1.2 Köpråd under år 2006 och 2007 indelad i dagar, med indexjustering och med rensning av extremvärden

På kort sikt (5 dagar) är det enbart hälften av våra valda aktieanalytiker som har lyckats prestera med en avkastning till investerare. Swedbank är den aktieanalytiker som har bäst träffsäkerhet på sina köpråd på kort sikt.

På längre sikt (10 dagar) är det enbart ett analysföretag, Redeye, som lyckats skapa en avkastning på sina aktieanalyser. Dock är denna avkastning nästintill obetydlig, endast 0,06 procentig avkastning på tio börsdagar. Redeye är för övrigt det enda analysföretag som har lyckats med att uppnå en avkastning på samtliga våra utfall under hela undersökningsperioden.

5.1.3 Daglig indelning av träffsäkerheten på säljråd

När det gäller säljråden, är det återigen Affärsvärlden som med sina rekommendationer har lyckats påverka kursutvecklingen mest under den första börsdagen. Bland de institutionella aktieanalytikerna är det enbart Swedbank som

har publicerat sina säljråd från år 2006 och 2007 i Privata Affärers databas. Deras säljråd har dock haft minst påverkan på kursutvecklingen under första börsdagen. På både Handelsbanken och SEB finns det inga värden utan är istället angivna med ett *-tecken i *tabell 5.1.3*. Detta tecken innebär att bankerna inte har haft några säljråd under perioden publicerade på Privata Affärers databas.

För att ta reda på varför det inte finns några säljråd publicerade från dessa banker, har vi kontaktat Privata Affärers reporter, Fredrik Lindberg. Han berättar att deras ambition är att bevaka så många aktieanalyser som möjligt men att de inte tar ansvar för om databasen inte är heltäckande. Det finns två till tre personer som arbetar med att lägga ut de aktieanalyser som de "har kommit över" och som de tror kommer att vara av intresse för deras läsare. Privata Affärer har inga avtal med analysföretagen vad det gäller publicering av deras analyser. Med den anledningen har Privata Affärer heller ingen möjlighet att kunna ta del av analysföretagens samtliga aktieanalyser, vilket förklarar varför varken Handelsbanken eller SEB har några säljråd från år 2006-2007 publicerade på deras databas.¹⁰⁶

Med rensning av extremvärden			
	Säljråd år 2006-2007		
	<i>Dag 0</i>	<i>Dag 5</i>	<i>Dag 10</i>
<i>Affärsvärlden</i>	1,39	2,02	2,24
<i>Redeye</i>	0,48	0,51	-0,37
<i>Stockpicker</i>	0,37	-0,52	-0,25
<i>Handelsbanken</i>	*	*	*
<i>SEB</i>	*	*	*
<i>Swedbank</i>	0,36	0,92	1,27

Tabell 5.1.3 Säljråd under år 2006 och 2007 indelad i dagar, med indexjustering och med rensning av extremvärden

Den aktieanalytiker som har varit mest träffsäker på kort sikt, är än en gång Affärsvärlden, vars säljråd har gett en "avkastning" på 2,02 procent. Under det korta tidsperspektivet är det Stockpicker som lyckats sämst med sina säljråd.

Efter tio börsdagar, placerar sig Affärsvärldens säljråd klart bäst, med en 2,24 procentig "avkastning". Swedbank är på lång sikt den näst bästa aktieanalytikern på säljråd (1,27 procent). Redeyes säljråd är dock inte lika bra som deras köpråd, på lång sikt är säljråden sämst bland våra aktieanalytiker.

¹⁰⁶ Lindberg, Fredrik, reporter, Privata Affärer. Telefonintervju den 22 maj 2008.

5.2 Andelen säljråd

Vår ursprungliga tanke var att genomföra ett z -test för att säkerställa om det finns en signifikant skillnad i andelen säljråd mellan de fristående och de institutionella aktieanalytikerna. Det har dessvärre visat sig vara omöjligt att genomföra denna hypotesprövning eftersom endast en av våra valda institutionella analytiker har säljråd från år 2006 och 2007 utlagda på Privata Affärers databas. I och med detta, kan vi inte beräkna standardavvikelsen och därmed inte heller variansen, vilket innebär att det således inte är möjligt att genomföra någon hypotesprövning. Därför kommer vi istället, i *tabell 5.2*, presentera en jämförelse i andelen säljråd mellan de fristående och institutionella aktieanalytikerna. Det bör dock tilläggas att jämförelsen mellan de fristående och de institutionella inte kommer att kunna ge en rättvis bild av verkligheten eftersom alla de institutionella aktieanalytikernas säljråd inte har publicerats för allmänheten via Privata Affärers databas, vilket leder till att andelen blir mindre än i verkligheten.

Totala andelen säljråd				
	<i>n</i>	<i>köp</i>	<i>sälj</i>	<i>andel_{sälj}</i>
<i>Fristående</i>	1442	1262	180	0,12
<i>Institutionella</i>	227	209	18	0,08

Tabell 5.2 Andelen säljråd i förhållandet till andelen köpråd

Att andelen säljråd är färre hos de institutionella aktieanalytikerna än hos de fristående, framgår det tydligt i *tabell 5.2*. Av totalt 1442 undersökta rekommendationer från de fristående aktieanalytikerna, är 180 säljråd. Detta motsvarar en säljandel på 12 procent. Det har funnits totalt 227 rekommendationer från våra institutionella aktieanalytiker. Av dessa var 18 säljråd, vilket motsvarar en säljandel på 8 procent.

Diagram 5.2 visar att Affärsvärlden ligger i topp med störst säljandel under åren 2006 och 2007, totalt 28 procent av alla deras rekommendationer bestod av säljråd. Det är värt att påpeka att Swedbank kommer på andra plats med drygt en 18 procentig säljandel. Redeye och Stockpicker hamnar på varsin tredje- och fjärdeplats med en andel säljråd på 10 respektive 6 procent.

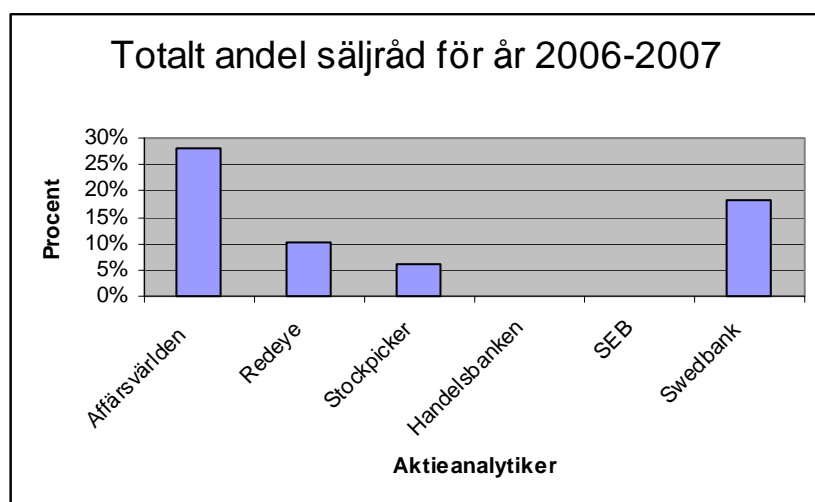


Diagram 5.2 Total andel säljråd för år 2006 och 2007

5.2.1 Årvis indelning av andelen säljråd

Resultatet visar i *diagram 5.2.1* att den totala andelen säljråd från 2006 är större än år 2007. Andelen säljråd från det första året motsvarar 9,8 procent, för det nästkommande året 13,6 procent. Precis som tidigare nämnt, har Affärsvärlden varit flitigast under hela tidsperioden med att ge ut säljråd. Redeye, liksom Stockpicker, har mer än fördubblat sin andel av säljråd under år 2007. Swedbank går mot trenden och har istället halverat utgivningen av säljråden år 2007.

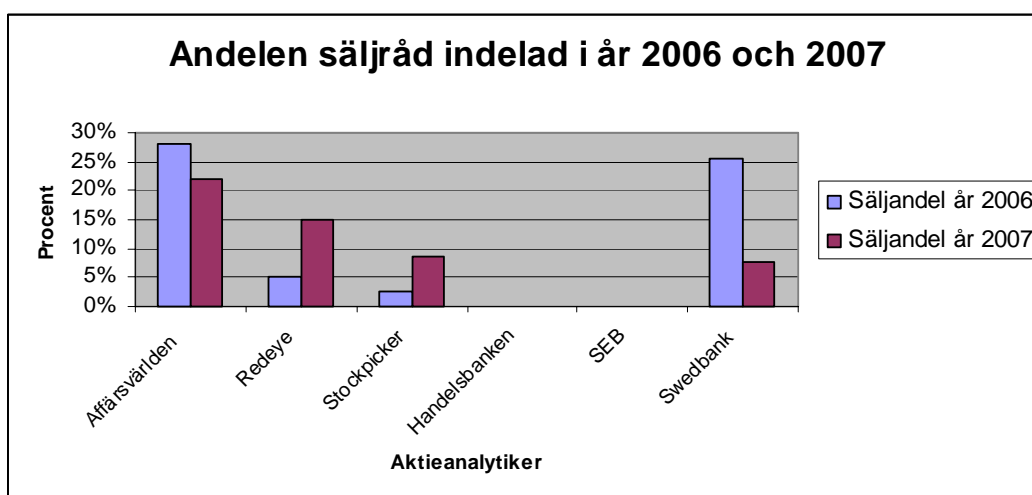


Diagram 5.2.1 Andelen säljråd indelad i år 2006 och 2007

6 Analys

6.1 Den huvudsakliga frågeställningen

I vår undersökning kommer vi fram till att aktieanalyser från de fristående och de institutionella analytikerna kan ge en marginell avkastning oavsett med eller utan indexjustering, vilket innebär att det motsäger den effektiva marknadshypotesen. Detta understödjer Häggs påstående om att den svenska aktiemarknaden inte är helt informationseffektiv, med andra ord finns det en möjlighet för våra aktieanalytiker att med sina rekommendationer ge avkastning till investerare.

De institutionella aktieanalytikerna har en bättre träffsäkerhet utan indexjustering men vid en indexjustering visar det sig att de är sämre än de fristående. Det kan tolkas som att de institutionella aktieanalytikernas rekommendationer inte har haft en tillräckligt stor avkastning för att överträffa index. Därför har deras resultat blivit negativt när vi har indexjusterat avkastningen trots att de institutionellas aktieråd har uppnått en vinst där hänsyn till index inte har tagits.

För de fristående aktieanalytikernas del, har indexjusteringen inneburit att förlusten på deras analyser (innan indexjustering) har förändrats till en avkastning. Med andra ord, tolkar vi det som att de fristående aktieanalytikerna har överträffat indexets kursutveckling bättre än de institutionella. Frågan är varför de fristående analytikerna har lyckats överträffa indexet men inte de institutionella. En tänkbar anledning är att de fristående aktieanalytikerna vågar trotsa indexets kursutveckling mer genom att exempelvis ge ut säljråd samtidigt som indexet stiger. Om avkastningen på ett säljråd är -2 procent (innan invertering), samtidigt som indexet stiger med 5 procent, blir avkastningen efter att ha indexjusterats hela 7 procent ($-(-2\% - +5\%) = 7\%$). Minustecknet efter första parenteser beskriver vår invertering. Avkastningen på aktieanalysen blir därmed högre eftersom de går i motsatt riktning gentemot indexet, vilket medför en högre träffsäkerhet.

Våra förväntningar på att de fristående aktieanalytikerna är mer träffsäkra än de institutionella, stämmer om vi tar hänsyn till indexjustering och rensning av extremvärden. Det överensstämmer även med Michaely och Womacks studie. Vår undersökning visar att det finns en skillnad som dock inte går att statistiskt säkerställa. En trolig anledning till att de fristående analytikerna har bättre träffsäkerhet kan vara att de, som tidigare nämnt, inte är beroende av aktiehandel och därmed undviker intressekonflikter som kan påverka deras arbete negativt.

Resultatet kan dock tyckas vara märkligt. I och med att våra valda fristående aktieanalytiker bedriver småskaliga verksamheter, har de inte lika stora resurser som våra institutionella, vilket borde påverka deras möjligheter till att utfärda träffsäkra aktieråd negativt. Vi tolkar därför att undvikandet av intressekonflikter är mer betydelsefull än storleken på resurstillgångar när det gäller träffsäkerheten hos de fristående aktieanalytikerna. Om vi resonerar vidare, kan det antas att kombinationen av aktieanalytikernas oberoende av aktiehandel och stora resurstillgångar skulle främja rekommendationernas kvalitet ytterligare. Detta resonemang fungerar sannolikt i USA eftersom konkurrensen på analysmarknaden är betydligt hårdare än i Sverige och att de fristående aktörerna är större. Som bevis på vårt resonemang, är skillnaden i träffsäkerheten mellan fristående och institutionella aktieanalytiker betydligt större i USA än i Sverige. Michaely och Womacks undersökning visade 4,4 procent respektive 2,7 procent i avkastning för fristående och institutionella aktieanalytiker. I vår studie kom vi fram till 0,31 procent i avkastning för fristående och en förlust på 0,03 procent för institutionella.

6.1.1 År 2006-2007

År 2006 kännetecknades av en positiv utveckling på Stockholmsbörsen. Under detta år hade de fristående aktieanalytikerna bäst träffsäkerhet både på köp- och säljråd. Det bör dock tilläggas att om vi tar hänsyn till indexutvecklingen, var denna avkastning på de fristående aktieanalytikernas köpråd snarare en förlust än vinst för investerare. Däremot var deras säljråd desto bättre, de lyckades ”slå” index med 1,17 procent. Lidén påpekar att journalister anstränger sig mer i

samband med en säljrekommendation, vilket vi tror gäller för tidningen Affärsvärlden men också för våra övriga fristående aktieanalytiker. Precis som journalisterna, bör de fristående analytikerna kämpa mer för att få in mer relevant information eftersom de inte har samma informationsflöde som de institutionella och därför har det lett till att deras säljråd har bättre träffsäkerhet i vår studie.

För de institutionella aktieanalytikerna var år 2006 inte ett bra år för deras köpråd, de misslyckades att överträffa Stockholmsbörsens index och gick i stället med en förlust på 0,48 procent. Detta innebär att både de fristående och de institutionella aktieanalytikernas köpråd inte lyckades att överträffa index. Det stärker med andra ord Lidéns påstående om att svenska tidningars köpråd snarare är vilseledande än träffsäkra, vilket även verkar stämma för våra valda aktieanalytiker. På deras säljråd däremot, som endast representeras av Swedbank, lyckades de med att uppnå en avkastning. Eftersom de institutionella aktieanalytikerna har mycket att förlora på felbedömda säljråd, precis som Womack nämner, kan det tänkas att även de anstränger sig mer på sina säljråd. Dock har de ett annat motiv till ansträngningen än vad de fristående har. Ett motiv kan till exempel vara att deras kärnverksamhet både kan förlora privat- och företagskunder.

Stockholmsbörsen under år 2007 präglades av en negativ utveckling. Till skillnad från året dessförinnan, var de institutionella aktieanalytikerna träffsäkrast vad det gäller både köp- och säljråd. När det gäller deras lyckade utfall på köprekommendationerna, tror vi att det kan bero på att de institutionella aktieanalytikerna har lagt ner mer tid på analyserna. I och med att år 2007 inte var ett positivt börsår, har de institutionella analytikerna behövt anstränga sig mer för att hålla uppe aktiehandeln. Det kan ha bidragit till att deras aktieanalyser har blivit mer träffsäkra och därmed även lyckats överträffa indexutvecklingen. Ett ytterligare resonemang är att eftersom de fristående analytikerna är oberoende av aktiehandeln, har de inte behövt lägga ner mycket energi på att upprätthålla den, vilket också märks på deras köpråd som visar på förlust.

Att både de fristående och de institutionella aktieanalytikerna återigen har lyckats bra med säljråden, även under ett negativt börsår, kan bero på olika faktorer. En av dem, tror vi, är att analytikerna hellre ägnar sig åt att analysera färre aktier

samtidigt som de är mer fokuserade på grund av börsoron. I vårt empiriska resultat över den årliga indelningen av säljandelen, visar att två av fyra aktieanalytiker hade högre säljandel under år 2006. En annan faktor, som dock berör de institutionella analytikerna, är att deras stora kundkrets kan reagera starkt på säljråden och därmed leder det till att aktiekurserna faller mer än index på grund av den massiva försäljningen. Detta medför att träffsäkerheten i de institutionella analytikernas säljråd ökar.

6.1.2 Dag 0, dag 5 och dag 10

Samtliga aktieanalytiker har lyckats överträffa indexet under första börsdagen. Detta gäller både köp- och säljråd. En av våra aktieanalytiker, Affärsvärlden, utmärker sig dock för att de har lyckats påverka kursutvecklingen klart bäst under den första börsdagen, både när det gäller köp- och säljråd. Detta tror vi kan bero på att Affärsvärlden har en stor kundkrets som följer och agerar efter deras aktieanalyser, vilket kan ha stor påverkan på aktiekursen.

Dismorr, Ingvarsson och Hammarbäcks examensarbete som gjordes vid Lunds universitet år 2005, visade att Affärsvärldens köpråd var träffsäkrast på den första börsdagen, vilket vi också har kommit fram till i vår undersökning. Detta innebär således att vårt empiriska resultat inte överensstämmer med vad Lidén och Rosenberg kom fram till i sin undersökning. Lidén och Rosenberg har dock haft längre tidsperspektiv, på 12 månader, och därför skiljer sig våra resultat mot vad de kom fram till.¹⁰⁷ Affärsvärldens rekommendationer med en avkastning på 1,03 procent för köpråd och 1,39 procent för säljråd stämmer bra överens med vad Lloyd-Davies och Canes fick fram i sin undersökning om börsjournalisternas träffsäkerhet.

Både aktieanalyser från Affärsvärlden och Swedbank ger högst avkastning, såväl köp- och säljråd på kort sikt (fem börsdagar). Även köp- och säljrekommendationer från det fristående analysföretaget Redeye visar en positiv avkastning i förhållande till index. Redan efter fem börsdagar har tre av våra aktieanalytikeres köprekommendationer förändrats till en förlust och efter tio

¹⁰⁷ Lidén, Erik & Rossander, Olle (2006), s. 10.

börsdagar är det enbart en som fortfarande ger en avkastning. Vi tolkar detta som att marknaden har överreagerat på den nya informationen under den första börsdagen för att senare till dag 5 och dag 10 återgå till stabilitet. Hållbarheten på köprekommendationerna är således inte särskilt lång. En annan förklaring, som dock enbart berör Affärsvärlden, är att de varje vecka ger nya aktieanalyser. Därför kan deras köpråd inte ha ett längre tidsperspektiv om de vill locka fler läsare till varje nytt veckonummer.

Däremot när det gäller säljråden, med undantag från Stockpicker och delvis även Redeye, håller de sig aktuella på kort och på lång sikt. En trolig anledning är att det sker en kedjereaktion: om aktiekursen faller mycket under den första börsdagen, blir investerarna oroliga över sina placeringar och därför säljer de sina innehav. Det bidrar i sin tur till att säljrådets avkastning bara ökar ju längre tiden går. Därmed leder investerarnas rädsla till att hållbarheten på säljråden varar längre.

6.2 Den underordnade frågeställningen

Vi konstaterar att andelen säljråd är färre hos de institutionella analytikerna än hos de fristående, men det beror givetvis på att både Handelsbanken och SEB inte har publicerat några säljråd på Privata Affärers databas, vilket leder till att säljandelen blir färre hos de institutionella aktieanalytikerna. Därmed stämmer våra förväntningar om att de institutionella aktieanalytikerna är mindre benägna att ge ut säljrekommendationer, vilket vi tror bero på rädsla.

Om vi däremot jämför alla analysföretagen emellan, visar det sig att Swedbank har näst högst säljandel efter Affärsvärlden. Det motsäger våra förväntningar om att de institutionella skulle vara mer rädda för säljrekommendationer. Både Womack och Vickers undersökningar kom fram till att andelen säljråd var lägre än andelen köpråd. Det stämmer överens med vår studie, men vi har fått fram betydligt högre säljandel.

7 Slutsats

7.1 Återkoppling och reflektion

Det primära i uppsatsen har handlat om att jämföra träffsäkerheten mellan de fristående och de institutionella aktieanalytikerna. Vår undersökning har visat att analyser från de fristående aktieanalytikerna har uppnått högre avkastning än de svenska storbankerna, som våra institutionella analytiker består av. Det finns en skillnad i träffsäkerheten men den är nästintill obefintlig. Antingen kan det bero på att de fristående aktieanalytikernas förmåga är överskattad eller har deras undvikande av intressekonflikter och intern hänsyn inte haft någon särskilt stor påverkan på träffsäkerheten, något som vi har trott skulle ha gynnat dem mer än vad det har visat sig.

Vårt underordnade syfte har varit att undersöka om det finns någon skillnad i andelen säljråd mellan de fristående och de institutionella analytikerna. Undersökningen visar att andelen säljråd är färre hos storbankerna än hos de fristående aktörerna. Vi vet dock inte om vår undersökning speglar verkligheten eftersom vi inte har haft möjlighet att ta del av samtliga aktieanalyser direkt via analyshusen. Trots detta, har vi kommit fram till samma resultat som tidigare forskningsstudier, vilka påpekar att andelen säljråd från aktieanalytikerna är färre än andelen köpråd.

Andelen säljråd under år 2007 var färre än år 2006 för två av aktieanalytikerna. Vi drar slutsatsen att denna utveckling, som skedde under det negativa börsåret 2007, har liknelser med börsfallet från mars 2000 som vi citerade från Lidén. I och med att andelen säljråd minskade, borde andelen köpråd ha ökat. Precis som vid år 2000, fanns det år 2007 samma tendens när det gäller att andelen köpråd ökade trots börsnedgången. Aktieanalytikerna bör därför utgöra en samhällsnyttig funktion eftersom deras köprekommendationer vid en rådande börsnedgång, kan få igång aktiehandeln igen och det gynnar i sin tur hushållens gemensamma

sparande. Därför är det också viktigt att studera trovärdigheten på deras rekommendationer, inte minst i Sveriges, där 77 procent av den vuxna befolkningen innehar någon form av aktieinnehav och därmed kan påverkas stort vid börsoro.

7.2 Förslag till vidare forskning

En mycket intressant aspekt, som har dykt upp under arbetet med undersökningen och som vi tycker är värt att forska vidare i, är avgiften på analystjänster som många fristående och institutionella analyshus tar ut. Är det lönsamt för kunderna att anlita sådana analystjänster? Den avkastning som prenumeranter eller kunder kan få i form av tidigare tillgång till analys, är den tillräcklig för att täcka kostnaden för både analystjänsten och transaktionskostnaden och samtidigt göra en vinst på aktieaffären? Vi har i vår studie endast utgått från analysernas avkastning och inte tagit hänsyn till om den har täckt avgiften för analystjänsten och transaktionskostnaden.

Det har som sagt inte framgått vilken analysmetod våra aktieanalytiker använder. Tidningen Aktiespararen visar i sin undersökning att över hälften av de medlemmar i Pejlingpanelen som svarat, tycker att teknisk analys är bra men analysmetoden passar bäst som komplement till fundamental analys. En intressant aspekt är att undersöka närmare på vad ett flertal analyshus använder för typ av analysmetod och därefter jämföra om det finns en skillnad i träffsäkerheten mellan analysmetoderna.

8 Källförteckning

8.1 Publicerade källor

- Arnold, Glen (2005). *Corporate Financial Management*. Prentice Hall:
third edition.
- Barber, Brad; Lehavy, Reuven; McNichols, Maureen & Trueman, Brett (2001).
Can Investors Profit from the Prophets? Security Analyst Recommendations
and Stock Returns. *The Journal of Finance*, vol. 56, No. 2, ss. 531-563.
- Bjerring, James H; Lakonishok, Josef & Vermaelen, Theo (1983). Stock Prices
And Financial Analysts' Recommendations. *The Journal of Finance*,
vol. 38, No. 1, ss. 187-204.
- Blom, Gunnar (1980). *Sannolikhetsteori och statistikteori med tillämpningar*.
Studentlitteratur, Lund.
- Bryman, Alan & Bell, Emma (2005). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*.
Liber, Malmö.
- Byström, Hans (2007). *Finance – Markets, Instruments and Investments*.
Studentlitteratur, Lund.
- Dimson, Elroy & Marsh, Paul (1984). An Analysis of Brokers' and Analysts'
Unpublished Forecasts of UK Stock Returns. *The Journal of Finance*,
vol. 39, No. 5, ss. 1257-1292.
- Dismorr, Petra; Ingvarson, Dan & Hammarbäck, Per (2005). *En jämförelse mellan
Affärsvärldens och Veckans Affärers köprekommendationer*.
Kandidatuppsats. Lunds universitet.
- Hansson, Sigurd (2001). *Aktier, optioner, obligationer: en introduktion*.
Studentlitteratur, Lund.
- Haugen, Robert A. (2001). *Modern Investment Theory*. Prentice
Hall: fifth edition.
- Holme, Idar Magne & Solvang, Bernt Krohn (2001). *Forskningsmetodik*.
Studentlitteratur, Lund.

- Hägg, Claes (1989). *Värdering av aktier*. Studentlitteratur, Lund.
- Kim, Kenneth A. & Nofsinger, John R. (2007). *Corporate Governance*.
Prentice Hall: second edition.
- Körner, Svante (1985). *Statistisk slutledning*. Studentlitteratur, Lund.
- Körner, Svante & Wahlgren, Lars (2002). *Praktisk statistik*.
Studentlitteratur, Lund.
- Körner, Svante & Wahlgren, Lars (2006). *Statistisk dataanalys*.
Studentlitteratur, Lund.
- Lidén, Erik (2005). *Essays on Information and Conflicts of Interest in Stock
Recommendations*. Diss. Göteborgs universitet.
- Lidén, Erik & Rossander, Olof (2006). *Lönsamma aktietips – verkligheten bakom
tidningarnas och analytikernas aktieråd*. Ekerlids Förlag, Stockholm.
- Lloyd-Davies, Peter & Michael Canes (1978). Stock Prices and the Publication of
Second-Hand Information. *The Journal of Business*, vol. 51, No. 1,
ss. 43-56.
- Lundahl, Ulf & Skärvad, Per-Hugo (1992). *Utredningsmetodik för samhällsvetare
och ekonomer*. Studentlitteratur, Lund.
- Michaely, Roni & Womack, Kent L. (1999). Conflict of Interest and the
Credibility of Underwriter Analyst Recommendations. *Review of Financial
Studies*, vol. 12, ss. 653-686.
- Olbert, Lars (1992). *Värdering av aktier – Finansanalytikernas värderings-
faktorer och informationskällor*. Lic.-avh. Lunds universitet.
- Olsson, Tommy (2008). Minska byråkratin. *Aktiespararen*, No. 5, s. 27.
- Oppel Jr, Richard A. (2002). Merrill Replaced Research Analyst Who Upset
Enron. *New York Times*, 30 juli.
- Roëll, Ailsa (1996). The Decision to Go Public: An Overview. *European
Economic Review*, vol. 40, ss. 1071-1081.
- Steiner, Bosse (2005). Köptipsen lurar många småsparare. *Aktiespararen*,
No. 4, ss. 6-10.
- TEMO (2008), *Aktieägandet i Sverige 2007*. Aktiefremjandet: Stockholm.
- Vickers, Marcia & France, Mike (2002). How Corrupt is Wall Street?
Business Week, 13 maj, ss. 37-42.
- Wilke, Björn; Sandén, Weje; Malmqvist, Peter & Jansson, Roger (2006).
Spara smartare. Bokförlaget Lilla e, Täby.

Womack, Kent L. (1996). Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value? *The Journal of Finance*, vol. 51, No. 1, ss. 137-167.

8.2 Företagsinterna källor

Aktiehandel. Produktblad från SEB.

Handelsbankens årsredovisning 2007.

NASDAQ Complete OMX Transaction to Become The NASDAQ OMX Group.

Pressmeddelande från OMX AB, 27 februari 2008.

SEB:s årsredovisning 2007.

Swedbanks årsredovisning 2007.

Talentum Annual Report 2006.

8.2.1 Kontroll av utdelningar

ABB:s årsredovisning 2005.

AddNobes årsredovisning 2005.

Artimplants årsredovisning 2006.

Beijers årsredovisning 2005.

Beijer Electronics årsredovisning 2005.

Biotages årsredovisning 2006.

Bolidens årsredovisning 2006.

Broströms årsredovisning 2005 och 2006.

Electrolux årsredovisning 2005 och 2006.

Elektas årsredovisning 2005.

Eneas årsredovisning 2006.

Ericssons årsredovisning 2005.

Expandas årsredovisning 2005.

Hakon Invests årsredovisning 2005.

Haldex årsredovisning 2006.

Hemtex årsredovisning 2006.

Hufvudstadens årsredovisning 2005.

IBS årsredovisning 2006.
Intellectas årsredovisning 2006.
Investors årsredovisning 2005.
Micronic Laser Systems årsredovisning 2005.
Nocom's årsredovisning 2005.
Nordnets årsredovisning 2005.
PA Resources årsredovisning 2006.
PEAB:s årsredovisning 2005.
Poolias årsredovisning 2005.
Q-Meds årsredovisning 2006.
SAS årsredovisning 2005 och 2006.
SCA:s årsredovisning 2005.
Scania's årsredovisning 2005.
Seco Tools årsredovisning 2005 och 2006.
Securitas årsredovisning 2006.
Skanska's årsredovisning 2005.
Stora Enso's årsredovisning 2006.
Swedish Matches årsredovisning 2005.
Telecas årsredovisning 2005.
TietoEnators årsredovisning 2005.
TradeDoubler's årsredovisning 2006.
Transcom Worldwide Annual Report 2006.
Trelleborg's årsredovisning 2005.
Unibet Groups årsredovisning 2006.
Vitrolife's Annual Report 2006.
Volvo's årsredovisning 2005 och 2006.
Wihlborg's Fastigheters årsredovisning 2006.

8.3 Muntliga källor

Lindberg, Fredrik, reporter, Privata Affärer. Telefonintervju den 22 maj 2008.

8.4 Elektroniska källor

Affärsvärlden, hemsida, www.affarsvarlden.se, 4 april 2008.

Avanza Bank, hemsida, www.avanza.se, 8 april 2008.

Bankruptcydata – A Division of New Generation Research, hemsida,
www.bankruptcydata.com, 18 april 2008.

Börs24, hemsida, www.bors24.se, 21 april 2008.

Dagens Nyheter, hemsida, www.dn.se, 1 april 2008.

E24, hemsida, www.e24.se, 30 april 2008.

Finansinspektionen, hemsida, www.fi.se, 27 april 2008.

Forskningsmetodik, hemsida, www.infovoice.se, 28 april 2008.

Handelsbanken, hemsida, www.handelsbanken.se, 26 april 2008.

Law Suit Search, hemsida,
www.lawsuitsearch.com, 18 april 2008.

Morningstar Sverige, hemsida, www.morningstar.se, 30 april 2008.

Nationalencyklopedin, hemsida, www.ne.se, 9 april 2008.

Privata Affärer, hemsida, www.privataaffarer.se, 1 april 2008.

Redeye, hemsida, www.redeye.se, 4 april 2008.

Stockholmsbörsen, hemsida, www.omxnordicexchange.com, 28 april 2008.

Stockpicker, hemsida, www.stockpicker.se, 4 april 2008.

Svenska Bankförningen, hemsida, www.bankforeningen.se, 1 maj 2008.

Sveriges Finansanalytikers Förening, hemsida,
www.finansanalytiker.se, 7 april 2008.

Sveriges Television, hemsida, www.svt.se, 18 april 2008.

Swedbank, hemsida, www.swedbank.se, 23 april 2008.

Talentum, hemsida, www.talentum.se, 4 april 2008.

University of California, hemsida, www.universityofcalifornia.edu,
18 april 2008.

Bilaga 1

Förtydligande av vårt tillvägagångssätt

Observera att alla nedanstående uppgifter och händelser är påhittade.

I steg 1-2 antar vi att analysföretaget X har gett ut ett köpråd på Ponox B, detta publiceras i Privata Affärers databas den 1 april 2005.

Steg 1: Den procentuella aktiekursutvecklingen för dag 0

dag -1 (slutkurs) = dag 0 (startkurs) = P_{-1}

dag 0 (slutkurs) = P_0

dag 0:s kursutveckling i procent = $\Delta_{dag0(P)} = \left(\frac{P_0 - P_{-1}}{P_{-1}} \right) \cdot 100$

Exempel:

Ponox B-aktiens procentuella kursutveckling för dag 0 uppgår till 2,4 procent:

$P_{-1} = 124,75$ (2005-03-31)

$P_0 = 127,75$ (2005-04-01)

$\Delta_{dag0(P)} = \left(\frac{127,75 - 124,75}{124,75} \right) \cdot 100 \approx 2,40\%$

Steg 2: Den procentuella aktiekursutvecklingen för dag 5 och dag 10

dag 0 (slutkurs) = P_0

dag 5 (slutkurs) = P_5

dag 10 (slutkurs) = P_{10}

dag 5:s kursutveckling i procent = $\Delta_{dag5(P)} = \left(\frac{P_5 - P_0}{P_0} \right) \cdot 100$

dag 10:s kursutveckling i procent = $\Delta_{dag10(P)} = \left(\frac{P_{10} - P_0}{P_0} \right) \cdot 100$

Exempel:

Ponox B-aktiens procentuella kursutveckling för dag 5 uppgår till 2,54 procent och för dag 10 -0,78 procent:

$$P_0 = 127,75 \quad (2005-04-01)$$

$$P_5 = 131 \quad (2005-04-08, \text{ femte börsdagen})$$

$$P_{10} = 126,75 \quad (2005-04-15, \text{ tionde börsdagen})$$

$$\Delta_{\text{dag}5(P)} = \left(\frac{131 - 127,75}{127,75} \right) \cdot 100 \approx 2,54\%$$

$$\Delta_{\text{dag}10(P)} = \left(\frac{126,75 - 127,75}{127,75} \right) \cdot 100 \approx -0,78\%$$

I steg 3-4 antar vi att köprådet på Ponox B behöver justeras med indexet OMXS, datumen är oförändrade.

Steg 3: Den procentuella indexkursutvecklingen för dag 0

$$\text{dag -1 (slutkurs)} = \text{dag 0 (startkurs)} = I_{-1}$$

$$\text{dag 0 (slutkurs)} = I_0$$

$$\text{dag 0:s kursutveckling i procent} = \Delta_{\text{dag}0(I)} = \left(\frac{I_0 - I_{-1}}{I_{-1}} \right) \cdot 100$$

Exempel:

OMXS-indexets procentuella kursutveckling för dag 0 uppgår till 2,63 procent:

$$I_{-1} = 312,8 \quad (2005-03-31)$$

$$I_0 = 321,02 \quad (2005-04-01)$$

$$\Delta_{\text{dag}0(I)} = \left(\frac{321,02 - 312,8}{312,8} \right) \cdot 100 \approx 2,63\%$$

Steg 4: Den procentuella indexkursutvecklingen för dag 5 och dag 10

$$\text{dag 0 (slutkurs)} = I_0$$

$$\text{dag 5 (slutkurs)} = I_5$$

$$\text{dag 10 (slutkurs)} = I_{10}$$

$$\text{dag 5:s kursutveckling i procent} = \Delta_{\text{dag}5(I)} = \left(\frac{I_5 - I_0}{I_0} \right) \cdot 100$$

$$\text{dag 10:s kursutveckling i procent} = \Delta_{\text{dag}10(I)} = \left(\frac{I_{10} - I_0}{I_0} \right) \cdot 100$$

Exempel:

OMXS-indexets procentuella kursutveckling för dag 5 uppgår till -0,21 procent och för dag 10 -3,42 procent:

$$I_0 = 321,02 \quad (2005-04-01)$$

$$I_5 = 320,34 \quad (2005-04-08, \text{ femte börsdagen})$$

$$I_{10} = 310,04 \quad (2005-04-15, \text{ tionde börsdagen})$$

$$\Delta_{\text{dag}5(I)} = \left(\frac{320,34 - 321,02}{321,02} \right) \cdot 100 \approx -0,21\%$$

$$\Delta_{\text{dag}10(I)} = \left(\frac{310,04 - 321,02}{321,02} \right) \cdot 100 \approx -3,42\%$$

I steg 5 antar vi att Ponox B-aktien behöver justeras med OMXS-indexet.

Steg 5: Indexjustering av en aktie

indexjusterad aktie = procentuell aktiekursutveckling – procentuell
indexkursutveckling

Exempel:

Ponox B-aktiens procentuella kursutveckling efter indexjustering uppgår till -0,23 procent (dag 0), 2,75 procent (dag 5) och 2,64 procent (dag 10):

$$\text{indexjustering för dag 0: } \Delta_{\text{dag}0(P)} - \Delta_{\text{dag}0(I)} = 2,4 - 2,63 = -0,23\%$$

$$\text{indexjustering för dag 5: } \Delta_{\text{dag}5(P)} - \Delta_{\text{dag}5(I)} = 2,54 - (-0,21) = 2,75\%$$

$$\text{indexjustering för dag 10: } \Delta_{\text{dag}10(P)} - \Delta_{\text{dag}10(I)} = -0,78 - (-3,42) = 2,64\%$$

I steg 6 ger vi inga exempel som vi har gjort tidigare utan redovisar bara de beräkningar vi har gjort. Observera att alla aktieanalyser delas upp i dagar och köp- och säljråd. Nedanstående beräkningar kan även användas för säljråd.

Steg 6: Den genomsnittliga procentuella förändringen av alla aktieanalyser och deras utfall

summan av alla indexjusterade köpråd för dag 0 = $\sum köpråd_{dag0}$

antalet indexjusterade köpråd för dag 0 = n_0

Genomsnittlig procentuell förändring av alla köpråd_{dag0} = $\frac{\sum köpråd_{dag0}}{n_0}$

summan av alla indexjusterade köpråd för dag 5 = $\sum köpråd_{dag5}$

antalet indexjusterade köpråd för dag 5 = n_5

Genomsnittlig procentuell förändring av alla köpråd_{dag5} = $\frac{\sum köpråd_{dag5}}{n_5}$

summan av alla indexjusterade köpråd för dag 10 = $\sum köpråd_{dag10}$

antalet indexjusterade köpråd för dag 10 = n_{10}

Genomsnittlig procentuell förändring av alla köpråd_{dag10} = $\frac{\sum köpråd_{dag10}}{n_{10}}$

I steg 7 antar vi att Ponox B-aktien, som vi har använt oss som exempel i de föregående stegen, behöver rensas efter att utdelning har skett.

Steg 7a: Rensning av eventuella aktieutdelningar som skett mellan dag 0 och dag 5

$P_0 = 127,75$ (2005-04-01)

$P_5 = 131$ (2005-04-08, femte börsdagen)

$P_{10} = 126,75$ (2005-04-15, tionde börsdagen)

Utdelning har skett mellan dag 0 och dag 5: (2005-04-06)

Utdelningen läggs tillbaka både på dag 5: (2005-04-08)

och för dag 10: (2005-04-15)

Utdelningens storlek = $D_{0-5} = 11$ kronor per aktie

dag 5:s slutkurs efter resning av aktieutdelningar = $P_{5r} = P_5 + D_{0-5}$

dag 10:s slutkurs efter resning av aktieutdelningar = $P_{10r} = P_{10} + D_{0-5}$

Exempel:

Ponox B-aktiekurs (slutkurs) för dag 5 och dag 10 blir 142 kronor respektive 137,75 kronor:

$$P_{5r} = 131 + 11 = 142$$

$$P_{10r} = 126,75 + 11 = 137,75$$

Steg 7b: Rensning av eventuella aktieutdelningar som skett mellan dag 5 och dag 10

$$P_5 = 131 \quad (2005-04-08, \text{ femte börsdagen})$$

$$P_{10} = 126,75 \quad (2005-04-15, \text{ tionde börsdagen})$$

Utdelning har skett mellan dag 5 och dag 10: (2005-04-12)

Utdelningen läggs tillbaka både på dag 10: (2005-04-15)

Utdelningens storlek = $D_{5-10} = 9$ kronor per aktie

dag 10:s slutkurs efter resning av aktieutdelningar = $P_{10r} = P_{10} + D_{5-10}$

Exempel:

Ponox B-aktiekurs (slutkurs) för dag 10 blir 135,75 kronor:

$$P_{10r} = 126,75 + 9 = 135,75$$