



Våren 2002
C-uppsats finansiering

- Resultatets betydelse för kursutvecklingen i samband med rapporter -

Martin Ollhage 790410-4093
Kristian Nilsson 790709-4150

Handledare:
Hossein Asgharian
Tore Eriksson

Innehållsförteckning

1 Inledning	4 – 7
1.1 Bakgrund	4
1.2 Problemformulering	5
1.3 Syfte	5
1.4 Avgränsningar	5 – 6
1.5 Målgrupp	6
1.6 Disposition	7
2 Metod	8 – 17
2.1 Litteraturorientering	8
2.2 Val av metod	8
2.3 Val av tidsperiod	9
2.4 Marknadens förväntningar, resultatprognos	9
2.5 Datainsamling	10
2.6 Kursutveckling	10 – 11
2.7 Förväntad avkastning	11 – 12
2.8 Undersökningsmetod	13
2.9 Medelvärdesmätning	14
2.10 Chisquare-test	14
2.11 Bortfall av uppgifter	15
2.12 Källkritik	15 – 16
2.12.1 Kritik av statistisk material	15 -16
2.12.2 Kritik av litteratur och teori	16
2.13 Reliabilitet och validitet	16 – 17
3 Teori	18 – 25
3.1 Effektiva marknader	18 – 22
3.1.1 De olika formerna av marknadseffektivitet	19 – 20
3.1.2 Kopplingar till vår uppsats	20 – 22
3.2 Arenabeskrivning/börsklimat	22 – 24
3.2.1 Börsscenario under undersökningsperioden	22 – 23
3.2.2 Konsekvenser för uppsatsens resultat	23 – 24
3.3 Tidigare undersökningar	24
3.4 Resultatvision	24 -25
4 Resultat	26 – 33
4.1 Hela undersökningen	26 – 27
4.1.1 Medeltalsräkning	27
4.2 IT/telekom	28
4.3 Verkstadsindustri	29
4.4 Skogsindustri	30
4.5 Hälsovård/läkemedel	31
4.6 Bank/försäkring	32
4.7 Övriga bolag	33

5 Analys	34 – 40
5.1 Hela undersökningen	34 – 36
5.1.1 Betydelse av rörelse veckan innan rapporten	35 – 36
5.2 Analys av skillnader mellan olika branscher	36 – 40
5.2.1 IT/telekom	36 – 37
5.2.2 Verkstad	37
5.2.3 Skog	37 – 38
5.2.4 Häsovård/läkemedel	38
5.2.5 Bank/försäkring	38 – 39
5.2.6 Övriga bolag	39
5.2.7 Analys av skillnader	39 – 40
6 Slutsatser	41 – 43
6.1 Resultatets betydelse för kursutvecklingen på rapportdagen	41 – 42
6.2 Förslag till vidare forskning inom området	42 – 43

Källförteckning

Bilaga 1 Statistksammanställning

Bilaga 2 Chisquare-test

Bilaga 3 Medeltalsberäkning

- 1 Inledning -

Inledningsvis kommer vi att ge en inblick i vad vår uppsats handlar om. Syftet med uppsatsen, vem vi riktar oss mot och andra grundläggande punkter kommer att beskrivas. I detta kapitel kommer också finnas en disposition kring hur arbetet är upplagt.

1.1 Bakgrund

Idag röner börsbolagens kvartalsrapporteringar stor uppmärksamhet. Spekulationerna före en rapport är många, paralleller till andra bolag diskuteras och kursrörelserna är ofta stora, både före och efter offentliggörandet av rapporten. Av denna anledning finns det naturligtvis ett stort intresse bland marknadens aktörer att studera dessa händelser ingående.

I samband med en rapport finns en lång rad faktorer som rimligen bidrar till kursrörelser i antingen ena eller andra riktningen. Själva resultatet för den gångna perioden bör spela roll för kursutvecklingen, men det finns även en lång rad andra faktorer som har betydelse.

Förändringar av tidigare tillväxtprognoser, försvagningar/förbättringar inom specifika delar av verksamheten, förändrade marginaler och andra uttalanden från ledningen är bara några exempel på faktorer, som bör ha kurspåverkande effekt när rapporten släpps.

Värderingen av ett företag bygger på framtida intjäningsmöjligheter. Aktiemarknaden är alltså främst framåtblickande. Tidigare resultat är till största delen intressanta eftersom de ger en vägledning om hur framtiden kommer att se ut. Men att tidigare resultat utgör god vägledning för framtida resultat är inte helt självklart. Prognoser kring omsättning, marginaler och företagets viktigare marknader kan i många fall vara bättre värdemätare och ofta är det förändringar av sådana prognoser som får investerarna att agera.

Ändå ligger fokuseringen i media vid rapporttillfällena främst på själva resultatet för den gångna perioden. Nyhetssändningar i både radio och tv och även tidningar lägger vanligtvis störst vikt vid resultatet. Något förenklat är det därför resultatet som till stor del bestämmer mediebilderna av rapporten. Men med tanke på de många faktorer som styr kursrörelsen efter rapporten blir denna bild många gånger skev.

1.2 Problemformulering

Ofta skiljer sig resultatet från det resultat som analytikerna förutspått. Ett lägre resultat än väntat bör rimligen leda till en kursnedgång och ett högre resultat än väntat bör rimligen leda till en kursuppgång. Det finns dock, som redan nämnts, en lång rad faktorer som kan påverka aktien direkt efter rapporten. Men hur avgörande är egentligen den gångna periodens resultat för kursutvecklingen i samband med rapporten? Är det resultatet som styr om aktien går upp eller ner efter rapporten?

När resultatet inte är som förväntat kan det tänkas att aktiemarknaden fokuserar på andra faktorer. Men finns det någon skillnad i marknadens beteende gällande detta när resultatet är över respektive under förväntningarna. D.v.s. är det vanligare att ett resultat under förväntningarna leder till ett kursfall än att ett resultat över förväntningarna leder till en kursuppgång?

Finns det skillnader mellan olika branscher kring hur känslig marknaden är för avvikelser i resultatet? Aktiemarknaden bör ha olika krav på tillväxt mellan olika branscher och på samma sätt bör kraven på lönsamhet vara lägre i det inledande skedet av verksamhetscykeln. Följdfrågan blir då om det finns skillnader i hur känslig marknaden är för avvikelser från resultatprognoserna.

1.3 Syfte

Syftet med uppsatsen är att belysa vilken roll det resultat bolaget presenterar för det gångna kvartalet spelar för kursutvecklingen den dag rapporten offentliggörs.

Vi ska i uppsatsen också undersöka om det finns skillnader mellan olika branscher beträffande sambanden mellan resultat och kursutveckling på rapportdagen.

1.4 Avgränsningar

Vi kommer i vår undersökning inte att analysera vilken roll andra faktorer spelar för kursutvecklingen var för sig. Anledningen till detta är att en sådan undersökning skulle bli

alltför omfattande. Sambandet mellan resultat och kursrörelse är därför det enda vi undersöker.

För att ge en bild av vad marknaden förväntar sig för resultat i samband med en rapport kommer vi i undersökningen använda oss av en sammanställning av olika analytikers prognoser. Vi har valt att använda oss av den sammanställning som SME Direkt lämnar inför rapporterna. Denna prognossammanställning kommer i uppsatsen likställas med marknads förväntningar. Dessutom kan nämnas att vi har valt att bortse från att prognossammanställningarna inte alltid avser samma resultatnivå för olika bolag.

Antalet bolag, som kommer att studeras i undersökningen, kommer att begränsas till de bolag som finns med i SME Direkts sammanställningar. Denna begränsning har vi valt att göra av tidsskäl. Av tidsskäl kommer också bolagen endast att studeras under två år, dvs under åtta kvartal.

Uppsatsen bör läsas med bakgrund av dessa begränsningar.

1.5 Målgrupp

Denna uppsats riktar sig till dem som följer börsbolagens kvartalsrapporteringar. Uppsatsen vill skapa förståelse för varför kursreaktionerna på Börsen inte alltid speglar den information som först publiceras av media.

Uppsatsen riktar sig även mot den kandidatuppsatsgrupp som studerar vid Lunds universitet våren 2002. Vi vill med uppsatsen öka gruppens kunskapsmängd inom området finansiell ekonomi.

1.6 Disposition

Metod	Tillvägagångssätt Motiveringar metodval Källkritik Reliabilitet, validitet
Teori	Effektiva marknader, betydelse för uppsatsen Arenabeskrivning Resultatvision
Resultat	Genomgång av resultaten
Analys	Diskussion kring resultaten
Slutsatser	Viktigaste slutsatser av undersökningen

- 2 Metod -

Här kommer vi att göra en genomgång av hur vi har gått tillväga med undersökningen. Vi kommer att beskriva vilken typ av metod vi använt, hur vi samlat in material, hur vi har beräknat förväntad avkastning m.m. Källkritik, motiveringar kring val av tidsperiod och resultatprognoser kommer också att finnas med.

2.1 Litteraturorientering

Inledningsvis kommer vi att genomföra litteratur- och uppsatsstudier för att kunna belysa vad som redan är skrivet i ämnet och på så vis undvika onödiga överlappningar.

2.2 Val av metod

Att analysera effekter av en kvartalsrapport, med all den information som lämnas ut, är i många avseenden svårt. Nästan alltid finns både positiva och negativa faktorer som drar aktiekursen åt olika håll. Att bedöma i vilken utsträckning enskilda faktorer påverkar är därför långt ifrån en lätt uppgift. Att få exakta svar är i praktiken omöjligt.

För att skapa en bild av vilken roll resultatet spelar för kursutvecklingen på rapportdagen är flera angreppssätt tänkbara. *Enkätstudier*, där aktiemäklare och analytiker delger vad i rapporterna som de främst tittar på, eller *intervjuer* är bara två alternativ av många. Vi har dock valt att göra en *statistisk undersökning* där vi undersöker sambanden mellan avvikelse från resultatförväntningar och kursrörelsen. Vår motivering till vårt val bygger på att vi anser att en sådan undersökning bör ligga till grund för eventuellt utökade studier inom ämnet. En statistisk studie menar vi är en bättre utgångspunkt för att kunna skapa en teori kring resultatets betydelse än till exempel ovan nämnda metoder. Vi hävdar dock samtidigt att vidare studier, med andra angreppssätt, är nödvändiga för att i slutändan kunna skapa en trovärdig teori kring resultatets betydelse för kursutvecklingen.

2.3 Val av tidsperiod

Ju längre tidsperiod man observerar desto mindre känsligt blir utfallet för det rådande marknadsklimatet. Om man studerar en väldigt kort tidsperiod är risken stor att resultatet blir starkt präglad av tillfälliga svängningar i marknaden. Om den rådande börstrenden är negativ får troligtvis rapporterna ett svalare mottagande än vad de hade fått om marknaden varit i uppåtgående. Vi har valt att studera en tvåårsperiod, dels för att vi anser att det är en tillräckligt lång period för att utfallet ska bli någorlunda trovärdigt och dels för att tidsramen för denna uppsats förhindrar oss från att göra en mer omfattande undersökning.

2.4 Marknadens förväntningar, resultatprognos

För att bedöma om ett resultat är över eller under förväntningarna behöver vi en resultatprognos som i så stor utsträckning som möjligt stämmer överens med marknadens förväntningar. Att hitta en prognos som innefattar samtliga marknadsaktörers förväntningar på ett resultat är av förklarliga skäl omöjligt. För att kunna göra en bedömning om resultatet är bättre eller sämre än väntat måste vi därför göra en begränsning kring marknadens förväntningar.

Av praktiska skäl har vi valt att jämföra marknadens förväntningar med en sammanställning av olika analytikers resultatprognoser. Flera nyhetsbyråer sammanställer analytikerprognoser i samband med rapporter, men av tidsskäl och med hänsyn till uppsatsens omfattning har vi valt att bara utgå från sammanställningar från en nyhetsbyrå. Vi har valt SME Direkt, som presenteras av Nyhetsbyrån Direkt, eftersom dessa tillfrågar analytiker hos flera större banker och fondkommissionärer och att Direkt bevakar samtliga större bolag på Stockholmsbörsen, samt har gjort detta under en längre tid.

I vår undersökning är ett resultat över denna snittprognos från SME Direkt det samma som ett resultat över förväntningarna. Omvänt gäller att ett resultat under snittprognosen räknas som ett resultat under förväntningarna. Undersökningen bör ses mot bakgrund av att snittprognosen inte till fullo kan jämföras med marknadens verkliga förväntningar.

2.5 Datainsamling

Undersökningen kommer att omfatta de företag som ingår i SME Direkts bevakning. Hur många, och vilka, dessa bolag är varierar från kvartal till kvartal. Dessa bolag kommer att kategoriseras för att vi i slutändan ska kunna konstatera om det finns branschrelaterade skillnader. För att få ett mer pålitligt utfall borde man studera samtliga bolag på Stockholmsbörsen i samband med rapporterna. Av tidsskäl har vi dock tvingats begränsa uppsatsen till att endast omfatta de större bolagen på Börsen.

I vår sammanställning kommer vi att göra en genomgång av dessa bolags samtliga kvartalsrapporter under perioden 2000-01-01 till 2001-12-31. Detta innebär i slutändan att undersökningen kommer att omfatta totalt 337 rapporter.

För varje rapporttillfälle kommer vi att samla in data om *förväntat resultat* (analytikernas prognossammanställning från SME Direkt) och det *faktiska resultatet*. Att olika bolag väljer att redovisa sitt resultat på olika resultatnivåer har vi valt att bortse ifrån. Anledningen är att prognossammanställningarna inte alltid avser samma resultatnivå och att korrigeringar är svåra att göra för att kunna använda samma nivå för varje bolag. Vi kommer också att samla in *kursnivå för aktien när resultatprognosen släpps*, *kursnivå vid stängning dagen innan rapporten* och *kursnivå vid stängning den dag rapporten släpps*. I de fall rapporten släpps efter Börsens stängning kommer kursrörelsen mätas under nästkommande dag.

2.6 Kursutveckling

När SME Direkt har släppt resultatprognosen kommer vi att titta på hur aktien rör sig fram till den dag rapporten släpps (normalt en vecka). Med antagandet att marknaden är åtminstone halvstarkt effektiv (läs mer om effektiva marknader i kapitel 3) ska kurserna vara anpassade till redan känd publik information. Hur kursen har rört sig innan resultatprognosen släpptes är därför inte relevant, eftersom aktiepriset anpassas till den information som släpps. Däremot kan marknadens förväntningar på rapporten naturligtvis ändras ända fram till rapportdagen och denna justering vill vi ta hänsyn till. Därför kommer även bolagen att delas in i ytterligare två grupper: *stigande aktiekurs* respektive *sjunkande aktiekurs* mellan prognosdag (den dag prognossammanställningen offentliggörs) och rapportdag. Anledningen till detta är att vi måste ta hänsyn till rörelsen den sista veckan för att kunna dra vettiga slutsatser. Om en aktie

exempelvis sjunker kraftigt veckan innan rapporten innebär detta att förväntningarna har skruvats ned och kursreaktionen behöver därför inte bli så kraftig vid avvikelser från prognosen.

Efter rapporten kommer vi endast att titta på hur aktien har utvecklats under själva rapportdagen. Anledningen till att vi valt att inte titta på kursrörelsen under exempelvis en vecka efter rapporten är att det då blir ännu svårare att kunna konstatera hur stor roll själva resultatet har spelat för kursrörelsen. När en rapport har presenterats följer nästan alltid ett stort flöde av information; analyser i tidningar, uttalanden från analytiker, ändrade riktkurser och prognoser från banker och fondkommissionärer med mera. Dessa faktorer har normalt påverkan på kursen och gör bilden ännu mer komplicerad. Faktorena som kan påverka kursen har alltså blivit ännu fler än under rapportdagen och risken är därmed att den analys vi vill göra blir missvisande.

Uppsatsen bör alltså läsas med bakgrund av att vi bara har mätt rörelsen under en enskild dag och att den allmänna stämningen just under rapportdagen i vissa fall kan få betydande genomslag.

2.7 Förväntad avkastning

För att kunna förstå vilken påverkan rapporten i sig har på aktiens utveckling på rapportdagen kommer vi att genom en händelsestudie räkna fram en förväntad avkastning. Det som är relevant för undersökningen är om aktien går bättre eller sämre än den förväntade rörelsen.

Den förväntade avkastningen kommer att räknas fram som ett snitt av dagsavkastningen under en ettårsperiod. Den procentuella förändringen under det gångna året före den aktuella rapporten kommer att upphöjas till $1/\text{antalet börsdagar per år}$ för att få fram den förväntade dagsavkastningen. Anledningen till att vi valt att räkna ut förväntad avkastning på detta sätt beror till stor del på att det underlättar arbetet betydligt, eftersom den här uträkningen endast kräver två kursnoteringar. Vi är dock samtidigt medvetna om att uträkningen inte ger en exakt bild av vilken rörelse som kan förväntas och att avvikelser därför kan förekomma. En förväntad avkastning baserad på tidigare kursrörelser innehåller dock så stora osäkerhetsfaktorer i övrigt att avvikelserna kan anses försumbara.

På samma sätt kommer vi att använda oss av den förväntade avkastningen veckan innan och se hur aktien har rört sig i förhållande till den förväntade avkastningen. Anledningen till att vi studerar rörelsen veckan innan rapporten är att vi vill se hur förväntningarna på rapporten har förändrats efter det att analytikernas prognossammanställning släpps. Denna förändring anser vi att man bäst får fram genom att korrigera för den rörelse som kan förväntas under veckan.

- När vi framöver i uppsatsen talar om *uppgång respektive nedgång för aktien under rapportdagen eller veckan innan rapporten* innebär detta en upp- respektive nedgång i förhållande till den förväntade avkastningen.

Anledningen till att vi hävdar att en ettårsperiod är lämplig för att uppskatta den förväntade avkastningen är att vi dels vill ha en tillräckligt lång period för att inte tillfälliga svängningar ska påverka för mycket, men samtidigt en så kort period att det rådande klimatet spelar in. Den trend som råder på Børsen för närvarande spelar naturligtvis in för vilken avkastning som förväntas. Väljer man en väldigt lång tidsperiod försvinner denna aspekt och dessutom kan bolagen ha ändrat struktur helt, vilket påverkar den förväntade avkastningen.

I vårt arbete finns det bolag som under vår undersökningsperiod har genomfört split av antalet aktier. Vi har tagit hänsyn till detta och korrigerat kurserna utifrån den information som finns på www.ad.se.

2.8 Undersökningsmetod

Efter att undersökningen genomförts sammanställs resultaten för att kunna dra slutsatser. Dels ska vi dra slutsatser kring marknaden i sin helhet och i en matris visa upp de resultat vi fått fram. Matrisen kommer att granskas och diskuteras utifrån många olika aspekter.

	Kursen upp rapportdagen			Kursen ner rapportdagen		
Resultat över förväntan	Upp	antal	tot. antal	Upp	antal	tot. antal
	Oför.	antal		Oför.	antal	
	Ner	antal		Ner	antal	
Resultat under förväntan	Upp	antal	tot. antal	Upp	antal	tot. antal
	Oför.	antal		Oför.	antal	
	Ner	antal		Ner	antal	

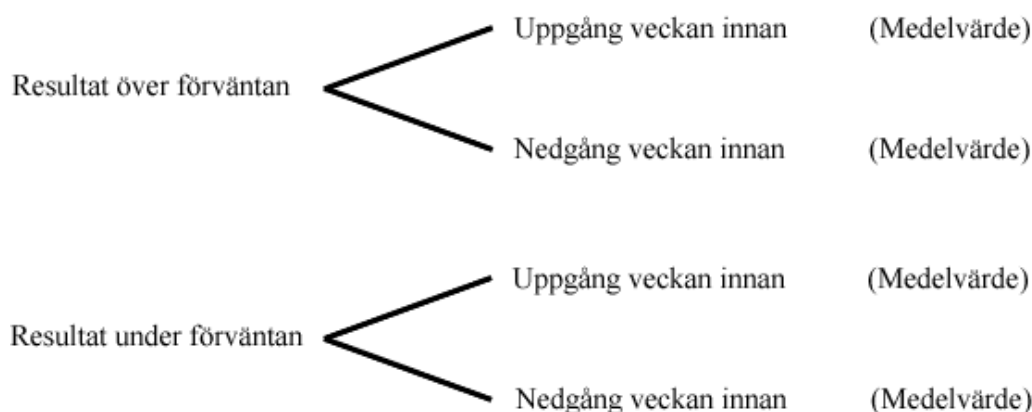
Figuren ska tolkas på följande vis: I utgångsläget finns fyra kategorier där rapporterna finns indelade efter om resultatet varit över eller under förväntningarna respektive hur aktien rört sig på rapportdagen. Antalet rapporter i varje grupp anges i den högra hörnan av varje kategori. Dessutom är varje kategori indelad i hur aktierna har rört sig veckan innan rapporten (upp, ner respektive oförändrad).

Utöver huvudmatrisen tänker vi använda den indelning av bolagen, som vi gjort inledningsvis, för att se om det finns branschskillnader vad gäller resultatets påverkan på aktiekursen. En tänkbar skillnad kan till exempel vara att bolag i mer mogna branscher i större utsträckning är beroende av att resultatet lever upp till förväntningar än bolag i mer tillväxtpräglade sektorer.

Slutligen kommer vi också att titta på vilken roll kursrörelsen dagarna före rapporten spelar och diskutera detta.

2.9 Medelvärdesmätning

För att kunna få en bild av hur mycket bolagen i de olika kategorierna rör sig under rapportdagen kommer vi att genomföra en medelvärdesmätning. Denna mätning kommer att göras i följande grupper:



Mätningen ska ge oss svar på hur mycket respektive grupp har stigit i snitt och också ge ytterligare indikationer om vilken betydelse rörelsen veckan innan har.

2.10 Chisquare-test

Vi kommer att genomföra ett chisquare-test för att se om det går att säkerställa att de olika kategorierna är signifikant skilda från varandra. Detta test kommer att utföras i Excel, enligt det sätt som Hogg and Tanis beskrivit¹. För att bestämma signifikansen kommer vi använda oss av ett 95-procentigt konfidensintervall.

Utöver testet på det totala undersökningsmaterialet kommer vi även att genomföra test på de separata branscherna för att belysa vilken tillförlitlighet undersökningen har. Chisquare-testet kommer dock inte att genomföras på kursrörelsen veckan innan utan endast på kategorierna som delar in bolagen efter *avvikelse från förväntan* och *kursrörelse på rapportdagen*.

Anledningen till detta är att antalet bolag som varit oförändrade veckan innan rapporten är så få att detta gör att testet i samtliga fall kommer att indikera att värdena signifikant avviker från varandra.

¹ Hogg, Tanis, *Probability and statistical inference*, (2001), sid 467-469

2.11 Bortfall av uppgifter

När vi studerat informationen från SME direkt har vi upptäckt att alla de uppgifter som behövs i vår studie inte finns att tillgå för samtliga bolag. Dessa bolag har därför plockats bort från vår undersökning. Dessutom ingår inte de bolag som har haft ett resultat som precis stämt överens med analytikernas prognos. Bortfallet är dock så litet att vi anser att det inte har någon avgörande effekt på utfallet av studien.

2.12 Källkritik

2.12.1 Kritik av statistiskt material

Beträffande vår datainsamling har vi gjort en del avgränsningar. Vi har till exempel valt att begränsa antalet bolag till att omfatta de företag vars delårsrapporter SME Direkt följer. Vi är väl medvetna om att ifall vi hade haft fler bolag med i undersökningen hade tillförlitligheten i utfallet blivit större.

Det skulle även vara önskvärt att studera statistik under en längre tidshorisont än vi gör, eftersom risken för att ett tillfälligt börsklimat styr utfallet då minskar. Även det faktum att en längre tidsperiod innebär flera observationer talar för att en längre period är att föredra. Risken att slumpen påverkar utfallet är nämligen då mindre. Av tidsskäl är dock undersökningen begränsad till två år. Vi valde 2000 och 2001 för att de data vi samlar in ska innehålla aktuell information.

Det finns massor av analytiker på aktiemarknaden, som försöker prognostisera resultatet för ett bolag innan en delårsrapport. SME Direkts sammanställning av resultatprognoser bygger på prognoser från analytiker hos de största bankerna och fondkommissionärerna. Detta innebär att den sammanställning SME Direkt redovisar normalt inte ger en helt korrekt bild av hela marknadens syn på bolagens kommande delårsrapporter. Analytiker, som enbart arbetar med att bedöma företagen, bör dock ses som mest lämplig aktörsgrupp att prognostisera resultaten även om analytikerna är långt ifrån ensamma om att ha förväntningar på en rapport. I media är det dessutom analytikernas förväntningar som presenteras.

Vad gäller SME Direkts sammanställning av resultatprognoser, har vi valt att förlita oss på riktigheten i den information som nyhetsbyrån ger ut. SME Direkt är väl etablerade och det finns ingen anledning att inte lita på dem.

De analytiker SME Direkt valt att ha med i sina sammanställningar kommer från banker och fondkommissionärer som i sin tur har kommersiella intressen på aktiemarknaden. Man bör ha detta i åtanke när man studerar det prognosmaterial som analytikerna offentliggör för marknaden.

Sammanställningen av prognoserna är ett medelvärde. Den tar inte hänsyn till olika riskfaktorer, exempelvis variation i prognoserna. Det finns i vårt arbete inte någon teori för om det existerar en skillnad mellan de bolag som har en stor skillnad mellan lägst prognostiserat resultat och högst prognostiserat resultat jämfört med de bolag som har en mycket liten skillnad mellan den högsta och lägsta prognosen.

2.12.2 Kritik av litteratur och teori

Man kan kritisera aktualiteten hos de källor, som vi använt i anslutning till teorin om effektiva marknader. Vissa källor är runt 15 år gamla. Vi anser ändå att teorin, som dessa böcker ger, har ett förklaringsvärde och en stor relevans för vår uppsats. Vidare så arbetade författarna under ungefär samma tid och det finns en risk att de har påverkat varandras arbete då de bör ha läst publikationer av varandra eller haft gemensamma källor.

När det gäller den förväntade avkastningen under rapportdagen kan man räkna ut denna på flera olika sätt. Olika metoder kan ge skillnader i resultat och med bakgrund av detta har vi valt en metod som vi anser är lämplig.

2.13 Reliabilitet och validitet

Vi har under arbetets gång hela tiden strävat att ha en mycket hög reliabilitet i vår undersökning. Hög reliabilitet i en undersökning har man om en ny undersökning, som utförs på samma sätt, ger samma resultat eller åtminstone ett resultat som ligger mycket nära.² Vi

² Holme, Solvang, *Forskningsmetodik*, sid 163

anser att reliabiliteten i vårt arbete är mycket hög. De uppgifter vi samlat in är inte särskilt svåra att sammanställa och felmarginalen bör vara mycket liten.

För att en undersökning ska ha hög validitet ska resultatet i undersökningen överensstämma med den frågeställning man har.³ Att även ha en hög validitet i vår undersökning är något som vi strävat efter hela tiden. Vi har kontinuerligt under arbetes gång frågat oss själva om det vi gör verkligen är relevant för vår uppsats.

³ Holme, Solvang, *Forskningsmetodik*, sid 167

- 3 Teori -

I detta avsnitt behandlas teorin kring effektiva marknader. Vi tar upp hur aktiemarknaden kan tänkas reagera på ny information. Vi redogör också för kopplingar till vår uppsats och vilka konsekvenser marknadens effektivitet har för resultaten. I kapitlet finns dessutom en arenabeskrivning, som syftar till att ge en bild av trenderna på Stockholmsbörsen under undersökningsperioden, samt vår resultatvision.

3.1 Effektiva marknader

För att förstå kursrörelser och andra samband i anslutning till en kvartalsrapport bör man ha en uppfattning om hur marknaden normalt reagerar på ny information. Det är självklart mycket svårt att på förhand säga hur marknadens aktörer i enskilda fall kommer att agera efter ny information (i vårt fall resultatet för kvartalet). Men grundläggande teorier om hur aktiemarknaden fungerar kan ändå ge viss vägledning. *Teorin om effektiva marknader* handlar om hur marknadspriserna reflekterar underliggande information och hur marknaden reagerar på ny information⁴. Teorin kan appliceras på olika finansiella marknader, men aktiemarknaden är den som kanske är mest lämplig.

Eftersom vi i vår uppsats kommer hantera information som bör påverka kurserna på aktiemarknaden kommer vi här nedan att göra en grundläggande genomgång av begreppen kring effektiva marknader.

Utgångspunkten för teorin är att aktiepriserna återspeglar all tillgänglig information⁵. I förlängningen innebär detta att kurserna endast kommer att reagera på ny information och att det inte är möjligt att utnyttja befintlig information för att prestera överavkastning⁶. Därmed finns det heller inget motiv till att hantera känd information för att kunna skapa avkastning,

⁴ Firth, Keane, *Issues in finance*, sid 1

⁵ Ross m.fl., *Corporate Finance*, sid 339

⁶ Holden m.fl., *Theory and evidence*, sid 98

eftersom marknaden redan har eliminerat dessa möjligheter. Detta visade Grossman och Stiglitz i en studie 1976⁷.

Enligt teorin om effektiva marknader reagerar dessutom aktiekurserna omedelbart på ny information⁸. När ny information når marknaden anpassas kursen direkt till informationen. I teorin innebär detta alltså i princip att det inte heller går att handla på ny information, eftersom aktiekursen justeras i samma ögonblick som den nya informationen når marknaden.

Om marknaden är effektiv går det alltså inte att använda någon som helst information för att skapa överavkastning. I praktiken vet vi dock att det kan se annorlunda ut och vi vet också att det kan vara möjligt att handla på viss typ av information. Under normala omständigheter kan olika information kategoriseras in i olika fack. Avgörande är vilken typ av information man besitter.

3.1.1 De olika formerna av marknadseffektivitet

All slags information kan delas in i tre kategorier⁹. De olika formerna av marknadseffektivitet bygger på dessa kategorier. Den första informationsnivån går ut på att marknadspriserna reflekterar *historik* på aktiemarknaden. Gamla kursnivåer finns med i prissättningen. Nästa nivå innebär att även den information som finns tillgänglig för alla (*publik information*) finns med i aktiepriset. Det kan vara tidningsartiklar, som vem som helst kan få tag på, kvartalsrapporter, andra pressmeddelanden m.m. Den sista informationsnivån är *all information* som finns. I denna kategori ingår även insiderinformation.

Vidare kan man också dela upp de effekter de olika kategorierna har på aktiemarknaden. Den svaga marknadseffektiviteten tar endast hänsyn till historiska fakta om aktiekurserna.¹⁰ Om en marknad är svagt effektiv är detta det enda sättet att skaffa sig information om aktiemarknaden. Det är med hjälp av denna information som man utför tekniska analyser på aktier.¹¹

⁷ Ibid

⁸ Ibid

⁹ Ross m.fl., *Corporate Finance*, sid 343

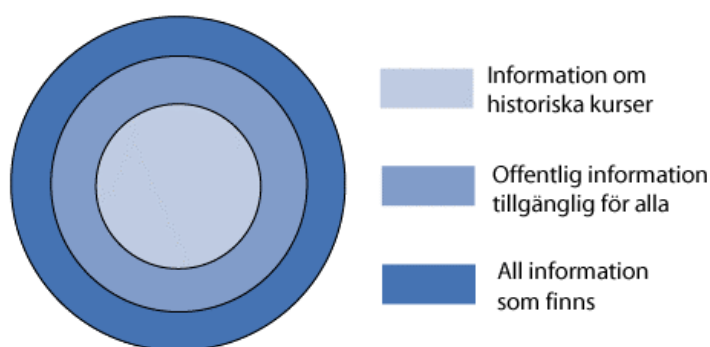
¹⁰ Holden m.fl., *Theory and evidence*, sid 99

¹¹ Ross m.fl., *Corporate Finance*, sid 345

Den halvstarka marknadseffektiviteten innebär att priset på aktier reflekteras i den andra informationsnivån, all så kallad offentligt publicerad information.¹² Teknisk analys är inte tillämpbar om marknaden är halvstark.

Den starka formen innebär att all information som finns är tillgänglig för alla aktörer på marknaden. Det har ingen betydelse om informationen är offentlig eller om det är information som en del privatpersoner har tillgång till på grund av sin position.¹³ All information återspeglas i aktiepriset mycket snabbt och ingen kan göra övervinster.¹⁴

Man skall inte glömma att de två högre formerna av marknadseffektivitet inte innebär att man kan bortse från de andra lägre formerna när priserna sätts på aktiemarknaden. De ingår nämligen också (se diagram).¹⁵



3.1.2 Kopplingar till vår uppsats

På en marknad som inte är effektiv tar det tid innan all information finns medräknat i aktiekurserna. Aktörerna analyserar informationen och handlar inte omedelbart. När priset inte anpassas direkt kan det uppstå överreaktioner eller fördröjningar som gör att priset inte omedelbart blir ”det rätta”. Det finns också en möjlighet att aktien stiger/sjunker innan informationen når marknaden eftersom s.k. insiderinformation inte finns med i priset.

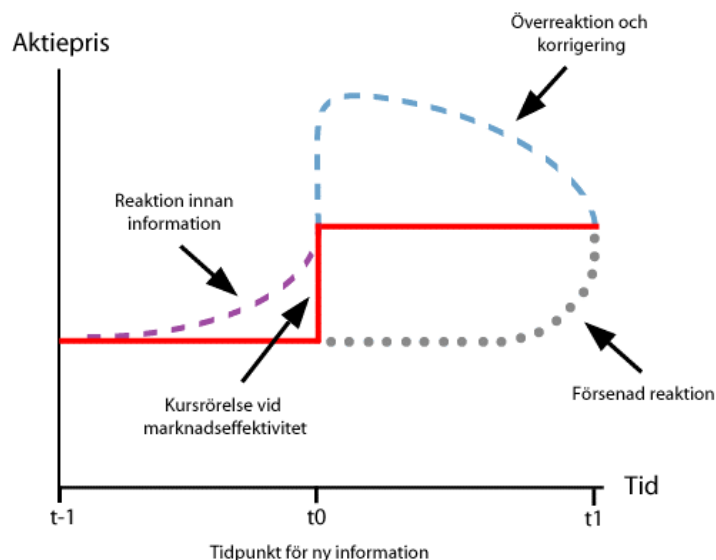
¹² Ibid sid 346

¹³ Holden m.fl, *Theory and evidence*, sid 99

¹⁴ Dyckman, *Efficient capital markets and accounting: a critical analysis*, (1986), sid 7

¹⁵ Ross m.fl., *Corporate Finance*, sid 347

På en starkt effektiv marknad återspeglar priset på aktierna all information omedelbart. Kursen stiger/sjunker direkt och reflekterar den nya informationen utan fördröjning. Kursen kommer sedan att ligga på denna nivå till annan information når marknaden (se diagram).



Kursrörelse vid marknadseffektivitet: Aktiekursen anpassas direkt till ny information. Inga tendenser finns till överreaktion.

Reaktion innan information: Aktiekursen stiger innan tidpunkten för den nya informationen.

Överreaktion och korrigering: Aktiekursen stiger för mycket vid ny information och anpassas efterhand.

Försenad reaktion: Aktiekursen anpassas långsamt och reflekterar den nya informationen först efter en tid.¹⁶

Vi undersöker hur aktiemarknaden reagerar den dagen en kvartalsrapport når allmänheten. Därför är det relevant för vår uppsats om marknaden anpassar sig till den nya informationen på ett effektivt sätt. Om inte marknaden har viss form av effektivitet innebär det att den information vi tar hänsyn till i vår uppsats inte bör studeras. Priset som sätts den dagen blir återspeglar i sådana fall inte den information som finns på marknaden.

Det har utförts en lång rad studier för att fastställa hur effektiva kapitalmarknaderna egentligen är och något entydigt svar går inte att få. Flera test pekar på att marknaden är halvstark. Fama, Fisher, Jensen och Roll har samtliga gjort event studies som pekar på att ny information snabbt absorberas i priserna och att marknaden skulle vara halvstark¹⁷. Även

¹⁶ Ibid, sid 344

¹⁷ Johansson m.fl., *Marknadseffektivitet*, sid 17

Ross, Westerfield och Jaffe hävdar att de flesta studier tyder på att marknaden är halvstarkt effektiv¹⁸.

När man testat om marknaden är starkt effektiv gör man vanligtvis så att man studerar insiderhandel. Man undersöker då om aktörer som har tillgång till privat information kan handla på denna information och skapa avvikande vinster¹⁹. Resultatet har blivit att det är möjligt att handla på sådan information och att detta på så vis skulle tala mot att marknaden skulle vara starkt effektiv.

Adri de Ridder har genomfört en studie vars syfte var att undersöka marknadseffektiviteten på bland annat den svenska aktiemarknaden. Han konstaterar att marknaden inte är starkt effektiv.²⁰ Däremot tyder hans undersökning inte på att marknaden är genomgående ineffektiv.²¹

Eftersom det finns signaler om att Stockholmsbörsen skulle vara halvstarkt effektiv bör vår studie vara möjlig att genomföra. Kurserna anpassas snabbt till ny information och det är därför möjligt att studera rörelser redan samma dag. Att det ändå finns risk för överreaktioner och korrigeringar långt efter rapportdagen går inte att komma ifrån. Vi anser dock inte att detta gör att studien inte går att genomföra.

3.2 Börs klimat

3.2.1 Börsscenario under undersökningsperioden

Den undersökningsperiod som vi har valt infinner sig direkt efter en av de mest framgångsrika perioderna i Stockholmsbörsens historia. Under 1999 och början av 2000 var tillgången till riskkapital stundtals närmast obegränsad, aktiehandel blev folkligt som aldrig förr²² och Stockholmsbörsen sköt i höjden med en kraft som vi sällan skådat tidigare. Alla ville vara med och ta del av den uppåtgående spiralen och många med mycket liten, eller i många fall

¹⁸ Ibid

¹⁹ Ibid

²⁰ Ridder, *Access to the stock market – an empirical study of the efficiency of the British and the Swedish primary markets* (1987), sid 301f

²¹ Ibid

²² Artikel i *Ekonomi* 24, *Naiva kunder blir dumpningsplats för mäklare*, 2001-06-07

ingen erfarenhet av aktiehandel alls, kastade sig in på marknaden och handlade aktier. Resultatet blev våldsamt uppskrivade aktiekurser där fundamental analys helt och hållet hamnade i skymundan.

Men IT- och telekomföretagens våldsamma framfart under senare delen av 1999 och de tre första månaderna av år 2000 gick inte att motivera. Från januari 1999 till toppen i slutet av mars 2000 steg affärsvärldens generalindex med 100 procent och många enskilda bolag med långt mycket mer än så²³. Analytiker vittnar i efterhand om trycket från investerarna och den som inte rekommenderade köp av för tillfället glödheta teknikrelaterade bolag togs inte på allvar²⁴.

Av förståliga skäl var dock inte utvecklingen hållbar. Resultatet blev en utdragen börskrasch, som nådde någon form av botten i slutet av september 2001, och följdes av en begränsad återhämtning under slutet av året. Bolagsvinsterna minskade kraftigt, varsel och andra neddragningar duggade tätt och rädslan för ytterligare kursras drev aktierna allt längre nedåt. Totalt under undersökningsperioden 2000-2001 tappade Stockholmsbörsen nästan en tredjedel av sitt värde och under vissa delar av perioden var nedgångarna mycket kraftfulla.

Den psykologiska aspekten har i efterhand ofta poängterats och bör ha spelat en viktig roll i samband med den kraftiga kurskorrigering som bolagen på Stockholmsbörsen genomgick efter de våldsamma uppgångarna²⁵.

3.2.2 Konsekvenser för uppsatsens resultat

Att vår undersökning genomförs under två år med envisa nedgångar kan naturligtvis ha betydelse för utfallet. Med en fallande börstrend är det tänkbart att osäkerheten bland investerarna delvis förhindrar uppgångar och förstärker nedgångar. Detta scenario bör gälla generellt när Börsen faller kraftigt och bör likaså påverka agerandet i samband med rapporter.

Omvänt kan man dock även tänka sig att goda nyheter, i vår uppsats resultat över förväntningarna, tas emot mer positivt och likaså att negativa nyheter inte får så kraftigt

²³ Kursstatistik www.stockholmsborsen.se

²⁴ Intervju med Lars Johanson, chef SEB aktiehandel södra Sverige, 2002-04-12

²⁵ Artikel i Dagens Industri, *Psykologin hjälper oss förstå - men inte spå*, 2001-03-28

genomslag när Börsen har gått ned betydligt tidigare. I och med nedgångarna bör nämligen lägre förväntningar vara inprisade i aktiekursen. Det skulle alltså kunna vara tänkbart att det är lättare att överraska positivt om kursen fallit fram till rapportdagen.

Exakt hur den fallande trenden under undersökningsperioden påverkar utfallet är omöjligt att säga. Som alltid spelar det allmänt rådande klimatet på marknaden roll för reaktionen bland investerarna och för att få en rättvis bild av resultaten bör man inte bortse från dessa effekter. Uppsatsen bör därför läsas med denna arenabeskrivning som bakgrund.

3.3 Tidigare undersökningar

Det har gjorts ett stort antal undersökningar kring kursrörelser i samband med rapporter. Rörelser både innan och efter rapporten har studerats, men vi har inte lyckats finna någon undersökning som direkt behandlar sambanden mellan avvikelser från resultatförväntningarna och kursreaktion efter rapporten.

3.3 Resultatvision

När vi startade vårt arbete hade vi en tanke om vilket resultat vi ville få fram. Gång på gång möter man i media uppgifter om överraskande positiva kvartalsresultat, som dock inte får något genomslag alls i aktiekursen. Likadant när det gäller resultatmässigt svaga rapporter, då aktien ändå skjuter i höjden. Dessa kursrörelser, som vid första anblicken kan verka ologiska, fick fart på vår nyfikenhet. Frågan om hur vanliga dessa händelser är dök då upp.

Vi tror att det går att påvisa att resultatet spelar en allt mindre roll för hur investerare ser på en kvartalsrapport. Resultatet ger långt ifrån alltid den bästa vägledningen om framtiden och många andra faktorer spelar in. Historiskt sett har det varit resultatet som varit den dominerande faktorn, men i takt med att informationsteknologin har utvecklats har bilden blivit alltmer komplicerad. Och därför är vi övertygade om att sambandet mellan resultat och kursreaktion inte är överdrivet tydligt. Vi tror att en betydande andel av rapporterna kommer att innebära att kursen inte går i den riktning som enbart resultatet indikerar.

Vi tror också att rörelserna veckan innan rapporten har betydelse och att vi utifrån dessa siffror kommer kunna se att förväntningarna på rapporten har förändrats i och med att aktien antingen har stigit eller sjunkit veckan innan.

Vi hoppas att den statistik vi samlar in, sammanställer och analyserar kommer att ge en relativt tydlig bild av hur den delen av aktiemarknaden vi valt att undersöka ser ut så att uppsatsen uppfyller vårt syfte och problemformuleringen. På detta sätt hoppas vi kunna genomföra en analys och dra slutsatser för resultatets betydelse för aktiekursen under rapportdagen.

- 4 Resultat -

I detta kapitel kommer vi att presentera de resultat vi fått fram av vår undersökning. Resultaten kommer att presenteras i matrisform.

4.1 Hela undersökningen

Totalt ingår 337 kvartalsrapporter i undersökningen. Fördelningen mellan antalet bolag som presenterat resultat över förväntningarna och antalet bolag som presenterat oväntat svaga kvartalsresultat har varit relativt jämn. Samtidigt kan konstateras att fler bolag gått ner under rapportdagen än upp.

Alla bolag (337 observationer)

	Kursen upp rapportdagen			Kursen ner rapportdagen		
Resultat över förväntan	Upp	54	101	Upp	38	65
	Oför.	3		Oför.	2	
	Ner	44		Ner	25	
Resultat under förväntan	Upp	17	54	Upp	61	117
	Oför.	0		Oför.	1	
	Ner	37		Ner	55	

- Kategorierna där aktiekursen rör sig i den riktning som resultatet indikerar är större än de kategorier där aktiekurs och resultat går åt olika håll.
- Det är vanligare att ett negativt resultat leder till en kursnedgång än att ett positivt resultat leder till en kursuppgång.
- På samma sätt blir det då vanligare att ett positivt resultat leder till en kursnedgång än att ett negativt resultat leder till en kursuppgång.

- När kursen inte går i samma riktning som resultatet indikerar blir kursrörelsen veckan innan intressant att studera. När kursen går upp på rapportdagen trots ett svagare resultat än väntat har en betydande andel gått ner veckan innan rapporten. På samma sätt när kursen sjunker trots att resultatet kommer in över förväntningarna har merparten av bolagen gått upp veckan innan rapporten.

Chisquare-testet för *hela undersökningen* visade att antalet bolag i de fyra kategorierna *var signifikant skilda från varandra* med ett 95-procentigt konfidensintervall (7,28E-07).

4.1.1 Medeltalsberäkning

Resultatet av vår medeltalsundersökning visar att om man får ett resultat under förväntan så reagerar kursen mycket olika beroende på hur aktien gått veckan innan. Man kan se att om aktien stigit veckan innan rapportdagen blir kursutvecklingen klart mycket sämre jämfört med de bolag där aktien gått ned veckan innan.

Resultat över förväntan	Uppgång veckan innan	+ 1,7%
	Nedgång veckan innan	+ 1,3%
Resultat under förväntan	Uppgång veckan innan	- 3,0%
	Nedgång veckan innan	- 0,2%

Har aktierna däremot haft ett resultat över förväntan så är skillnaden mellan de två kategorierna, uppgång veckan innan och nedgång veckan, inte alls lika tydlig. Man kan däremot konstatera att om aktierna gått upp veckan innan har aktierna noterat en något större uppgång under rapportdagen jämfört med gruppen som gick ner veckan innan istället. Men skillnaden dem emellan är definitivt inte dramatisk.

4.2 IT/telekom

Fler bolag inom sektorn har lämnat resultat under förväntningarna. De bolag som har gått ner under rapportdagen är också fler än de som gått upp.

IT/telekom (83 observationer)

	Kursen upp rapportdagen			Kursen ner rapportdagen		
Resultat över förväntan	Upp	14	20	Upp	14	19
	Oför.	0		Oför.	0	
	Ner	6		Ner	5	
Resultat under förväntan	Upp	4	17	Upp	13	27
	Oför.	0		Oför.	0	
	Ner	13		Ner	14	

- När bolagen presenterat resultat över förväntan har i princip lika många bolag gått upp som ned. När resultatet dock har varit under förväntan har nästan två tredjedelar av bolagen gått ned under rapportdagen.
- Det är vanligare att ett negativt resultat leder till en kursnedgång än att ett positivt resultat leder till en kursuppgång.
- I de fall där aktien går ner trots ett resultat över förväntan har två tredjedelar av bolagen stigit veckan innan rapporten. På samma sätt när kursen stiger trots ett lägre resultat än väntat har merparten av bolagen gått ner veckan innan.

Chisquare-testet visade för *IT/telekom* att antalet bolag i de fyra kategorierna *inte var signifikant skilda från varandra* med ett 95-procentigt konfidensintervall (0,395).

4.3 Verkstadsindustri

Inom verkstadsindustrin har ungefär lika många bolag lämnat resultat under förväntan som över. Fördelningen mellan bolag som gått upp respektive ned på rapportdagen är också i det närmaste jämn.

Verkstad (101 observationer)

	Kursen upp rapportdagen			Kursen ner rapportdagen		
Resultat över förväntan	Upp	17	33	Upp	8	16
	Oför.	0		Oför.	0	
	Ner	16		Ner	8	
Resultat under förväntan	Upp	7	16	Upp	22	36
	Oför.	0		Oför.	1	
	Ner	9		Ner	13	

- När bolagen lämnar resultat under förväntan går de allra flesta av dessa ner under rapportdagen. När resultatet är över förväntan går på samma sätt flertalet av bolagen upp.
- Det är i princip lika vanligt att ett negativt resultat leder till en kursuppgång som att ett positivt resultat leder till en kursnedgång.
- Något tydligt mönster i rörelserna veckan innan rapporttillfället är svårt att se.

Chisquare-testet visade för *verkstad* att antalet bolag i de fyra kategorierna var *signifikant skilda från varandra* med ett 95-procentigt konfidensintervall (0,003).

4.4 Skogsindustri

En betydande majoritet av bolagen inom skogsindustrin har lämnat positiva rapporter, men fördelningen mellan bolag som gått upp och bolag som gått ner på rapportdagen är jämn.

Skog (34 observationer)

		Kursen upp rapportdagen		Kursen ner rapportdagen	
Resultat över förväntan	Upp	7	14	Upp	5
	Oför.	2		Oför.	0
	Ner	5		Ner	4
Resultat under förväntan	Upp	1	3	Upp	4
	Oför.	0		Oför.	0
	Ner	2		Ner	4

- När resultatet är över förväntan går de flesta bolagen upp på rapportdagen. När resultatet är under förväntan är antalet bolag med fallande aktiekurs på rapportdagen fler än de som stiger.
- Av rörelserna veckan innan är det svårt att utläsa något tydligt mönster.

Chisquare-testet visade för *skog* att antalet bolag i de fyra kategorierna *inte var signifikant skilda från varandra* med ett 95-procentigt konfidensintervall. Testet låg dock väldigt nära gränsen för signifikans (0,066).

4.5 Hälsovård/läkemedel

Fler bolag inom sektorn har presenterat resultat under förväntningarna jämfört med dem som har presenterat resultat över förväntningarna. Merparten av bolagen har också sjunkit på rapportdagen.

Hälsovård/läkemedel (34 observationer)

	Kursen upp rapportdagen		Kursen ner rapportdagen	
Resultat över förväntan	Upp	2	Upp	1
	Oför.	0	Oför.	1
	Ner	6	Ner	4
		8		6
Resultat under förväntan	Upp	1	Upp	8
	Oför.	0	Oför.	0
	Ner	4	Ner	7
		5		15

- För sektorn är det något vanligare att ett resultat under förväntningar leder till en kursnedgång än att ett bättre resultat än väntat leder till en kursuppgång.
- Kategorierna där aktiekursen rör sig i den riktning som resultatet indikerar är större än de kategorier där aktiekurs och resultat går åt olika håll.
- Av rörelserna veckan innan är det svårt att utläsa tydliga mönster.

Chisquare-testet visade för *Hälsovård/läkemedel* att antalet bolag i de fyra kategorierna *inte var signifikant skilda från varandra* med ett 95-procentigt konfidensintervall. Testet låg dock väldigt nära gränsen för signifikans (0,066).

4.6 Bank och försäkring

Klart fler bolag inom denna sektor har visat upp resultat över förväntningarna. Fördelningen mellan upp- och nedgång på rapportdagen är trots detta nästan jämt fördelade.

Bank/försäkring (31 observationer)

	Kursen upp rapportdagen			Kursen ner rapportdagen		
Resultat över förväntan	Upp	5	11	Upp	5	10
	Oför.	1		Oför.	0	
	Ner	5		Ner	5	
Resultat under förväntan	Upp	0	4	Upp	1	6
	Oför.	0		Oför.	0	
	Ner	4		Ner	5	

- Sambandet mellan kursutveckling på rapportdagen och resultatet förefaller svagt. Ungefär lika många bolag har gått upp som ned både vad gäller resultat under och över förväntan.
- Från rörelserna veckan innan kan man iaktta att nästan samtliga bolag som lämnat resultat under förväntningarna har handlats ned veckan innan. För de bolag som lämnat ett sämre resultat än väntat men ändå fått en kursuppgång på rapportdagen har samtliga bolag gått ned veckan innan.

Chisquare-testet visade för Bank/försäkring att antalet bolag i de fyra kategorierna *inte var signifikant skilda från varandra* med ett 95-procentigt konfidensintervall (0,238).

4.7 Övriga bolag

Bland övriga bolag i undersökningen har merparten av bolagen lämnat resultat under förväntningarna. De bolag som gått ned är också fler än de som gått upp.

Övriga (55 observationer)

	Kursen upp rapportdagen			Kursen ner rapportdagen		
Resultat över förväntan	Upp	9	15	Upp	5	6
	Oför.	0		Oför.	0	
	Ner	6		Ner	1	
Resultat under förväntan	Upp	4	9	Upp	13	25
	Oför.	0		Oför.	0	
	Ner	5		Ner	12	

- Kategorierna där aktiekursen rör sig i den riktning som resultatet indikerar är klart större än de kategorier där aktiekurs och resultat går åt olika håll.
- I kategorin där resultat över förväntningarna leder till en kursnedgång har nästan samtliga stigit veckan innan rapporten.

Chisquare-testet visade för *övriga* att antalet bolag i de fyra kategorierna *var signifikant skilda från varandra* med ett 95-procentigt konfidensintervall (0,002).

- 5 Analys -

*Här presenterar vi vår analys av resultaten från undersökningen.
Vi för en diskussion kring vilka orsaker som kan ligga bakom olika
samband i undersökningen.*

5.1 Hela undersökningen

När företagen presenterar resultat över förväntningarna går 61 procent av dessa bolag upp på rapportdagen. 39 procent går ned, trots det bättre resultatet. När resultatet är sämre än väntat går 68 procent av bolagen ner, medan 32 procent går upp. Av detta bör man kunna konstatera att resultatet inte ensamt bestämmer kursutvecklingen den dag rapporten offentliggörs. Andra faktorer spelar in och styr aktien i den ena eller andra riktningen. Ett resultat över förväntningarna leder inte automatiskt till en kursuppgång och på samma sätt leder ett resultat under förväntningarna inte nödvändigtvis till en kursnedgång. I vår undersökning har vi inte sökt svar på vilka övriga faktorer som spelar roll för kursutvecklingen, och hur dessa påverkar, men det skulle kunna vara tänkbart att till exempel försäljning och framtidsutsikter påverkar aktien.

Även om resultatet inte ensamt styr kursrörelsen är det trots allt ändå så att de två kategorier där kursen går i samma riktning som resultatet indikerar (*bättre än väntat/kursuppgång* och *sämre än väntat/kursnedgång*) är störst. Detta bör tyda på att resultatet spelar roll för hur aktien utvecklas på rapportdagen. Att grupperna är klart större än de övriga två grupperna skulle till och med kunna tolkas som att resultatet spelar en betydande roll för hur aktien utvecklas när rapporten släppts.

De negativa resultaten förefaller ha tyngre genomslag i kursutvecklingen än vad de positiva har. När ett bolag presenterar ett resultat under förväntningarna är det vanligare att detta följs av en kursnedgång än att ett resultat över förväntningarna ger en kursuppgång. Därmed blir det alltså också vanligare att positiva resultat leder till en kursnedgång än att negativa resultat leder till en kursuppgång. Sambandet mellan negativa resultat och kursrörelsen på rapportdagen är alltså i undersökningen starkare än sambandet mellan positiva resultat och kursrörelsen.

Detta skulle, åtminstone till viss del, kunna bero på det allmänt negativa börsklimatet under undersökningsperioden. När osäkerheten kring framtiden är ovanligt stor och Börsen är i gungning är det tänkbart att negativa nyheter får större genomslag. Så skulle det kunna vara i det här fallet och vi bedömer det till och med som troligt.

Chisquare-testet för hela undersökningen visar att de olika kategorierna är signifikant skilda från varandra. Detta innebär att det är statistiskt säkerställt att inte slumpen har avgjort hur grupperna har fördelats.

5.1.1 Betydelse av rörelse veckan innan rapporten

Om man tittar på hur aktierna i den grupp som haft ett resultat under förväntan men som ändå gick upp under rapportdagen har en stor andel av dessa sjunkit veckan innan rapporten. Att de tappat i värde tyder på att förväntningarna på rapporterna har sjunkit, men att de eventuellt fallit för mycket och att de därför har gått upp på rapportdagen trots att resultatet är under analytikernas förväntningar.

Tittar man samtidigt på den grupp av aktier som haft ett resultat över förväntan och som gått ner på rapportdagen så är där en större betydligt större grupp aktier som har ökat i värde veckan innan rapporten lämnats än den grupp som minskade. På samma sätt som i stycket ovan kan man förklara detta genom att det har skett en överreaktion när förväntningarna på aktien förändrats den sista veckan innan rapporten levereras och att denna överreaktion har justerats ned under rapportdagen.

Detta skulle kunna bekräfta tanken om att rörelsen veckan innan har betydelse och att korrigeringen för tidsglappet mellan datumet för prognosen och rapportdagen är nödvändig för att göra en mer fullständig analys. Att dra direkta kopplingar mellan kursrörelsen veckan innan och hur förväntningarna på själva resultatet har förändrats är dock svårt. När aktiekursen exempelvis har sjunkit veckan innan behöver detta inte betyda att marknaden räknar med ett lägre kvartalsresultat, utan det kan vara förväntningar på andra faktorer som skruvats ned. Att sambandet finns i undersökningen är dock uppenbart och skulle eventuellt kunna förklara en del av de rapporter där aktiekurs och resultatet i förhållande till prognosen inte går i samma riktning.

Medeltalsberäkningen visar att det finns en betydande skillnad mellan de bolag som presenterat resultat under förväntan och de bolag som lämnat oväntat starka resultat beträffande rörelsen veckan innan rapporten. De bolag som presenterat resultat under förväntningarna, men där aktien gått upp veckan innan, faller mycket överlag (i snitt -3,0 %) på rapportdagen. Har dock aktien handlats ned veckan innan och resultatet hamnar under prognosen blir den genomsnittliga nedgången mycket marginell (-0,2 %). Detta samband är inte alls lika tydligt för de bolag som presenterat resultat över förväntningarna. Här stiger bolagen som gått upp veckan innan, med 1,7 %. Har däremot aktien gått ner veckan innan blir uppgången 1,3%

Någon logisk förklaring till denna skillnad mellan bättre än väntat och sämre än väntat har vi svårt att finna. Resonemangen går nämligen isär. Förklaringen till de bolag med resultat under förväntningarna bör bli att när bolagen har stigit veckan innan har förväntningarna skruvats upp och besvikelsen har blivit mer påtaglig när resultatet har kommit in sämre än väntat. Om aktien däremot har gått ned veckan innan har en viss besvikelse redan funnits diskonterad i aktiekursen och rörelsen på rapportdagen har därför inte blivit alls lika kraftig. När det gäller bolagen med bättre resultat än väntat skulle en rimlig förklaring kunna vara att marknaden har haft en negativ syn på de bolag som fallit veckan innan och att man därför inte har handlat upp dessa lika mycket på rapportdagen, trots resultatet. Istället har den positiva bilden kring de bolag man handlat upp veckan innan haft större genomslag. Varför det skiljer sig mellan bättre än väntat och sämre än väntat anser vi oss dock inte ha något svar på.

5.2 Analys av skillnader mellan olika branscher

5.2.1 IT/telekom

När man tittar på denna bransch finns det en hel del intressanta siffror att iaktta. Det verkar inte spela någon större roll att resultatet varit över förväntan, fördelningen mellan bolag som noterat kursnedgångar respektive kursuppgångar är väldigt jämn. Inte heller har det någon betydelse att de allra flesta bolagen i dessa grupper gått upp veckan innan. Att det endast skulle vara resultatet som har betydelse för utvecklingen under rapportdagen pekar inte dessa förhållanden på, utan att det även finns andra faktorer som är av stor vikt.

Att det i gruppen som haft ett resultat under förväntningarna finns en så stor andel som sjunkit under rapportdagen kan förklaras med den temperatur som funnits på Stockholmsbörsen i IT- och telekombranschen. Trenden för branschen under undersökningsperioden var klart negativ och ett svagt resultat gav bara tvivlarna fler anledningar till sin tveksamhet.

En sak som man inte ska glömma när man undersöker siffrorna för IT/telekom är att denna bransch inte visade upp speciellt bra siffror vid Chisquare-testet. Det betyder däremot inte att siffrorna är felaktiga, men att det eventuellt skulle kunna bli ett annorlunda utfall vid en större undersökning.

5.2.2 Verkstad

Verkstadsbranschen, som är den bransch som visade störst säkerhet vid Chisquare-testet, visar också upp karakteristika som stämmer väl överens med den stora gruppen där alla bolag är inräknade. I alla fall om man ser till hur fördelningen mellan resultatförväntningarna och kursförändringarna under rapportdagen ser ut.

I verkstadsbranschen är grupperna där resultatet hamnat över förväntan och kursen stegrat respektive gruppen där resultatet hamnat under förväntningarna och kursen gått ner på rapportdagen utan tvekan de största grupperna. Detta utfall ger indikationer om att det i verkstadsbranschen finns anledning att tro att resultatet absolut har betydelse för hur aktiekurserna utvecklas under den dag rapporten offentliggörs.

Det har inte någon större betydelse hur aktierna har rört sig veckan innan för hur aktierna rör sig när rapporten lämnas. I nästan alla de fyra grupperingarna är fördelningen mellan en uppgång och en nedgång veckan innan väldigt jämn med undantag för de bolag som visat ett resultat under förväntan och som sjunkit på rapportdagen.

5.2.3 Skog

I skogsbranschen är den största gruppen kategorin som har ett resultat över förväntan och som gått upp under rapportdagen. Bland dem som har ett resultat som hamnade under förväntan blev det också för de flesta bolagen en nedgång när rapporten kom. Detta förstärker

påståendet att resultatet har betydelse vid delårsrapporterna för hur aktiekurserna kommer röra sig.

Men man kan också utläsa att mer än dubbelt så många bolag har lämnat ett resultat som är över förväntan och trots detta är det inte någon skillnad på antalet som gick upp och antalet som gick ner på rapportdagen. Detta skulle kunna bero på att det finns anledningar, förutom resultatet, som påverkar kursutvecklingen. En sådan anledning skulle kunna vara en negativ konjunktur.

Signifikansen vid denna branschen är inte riktigt 95% men den är väldigt nära så resultatet är förhållandevis tillförlitligt.

5.2.4 Hälsovård/läkemedel

Gruppen som har ett resultat under förväntan och där aktien sjunkit efter rapporten är inom hälsovård/läkemedel i stor majoritet. Det indikerar att resultatet har betydelse. Samtidigt är siffrorna inte alls lika tydliga när bolagen redovisar ett resultat över förväntan. Detta skulle kunna bero på att det klimat som existerade i undersökningsperioden gjorde att marknaden tar emot ett negativt resultat under förväntan med förhållandevis större skepsis än den uppskattar ett resultat över förväntan.

För övrigt kan man bara konstatera att kategorierna där aktiekursen rör sig i den riktning som resultatet indikerar är större än de kategorier där aktiekurs och resultat går åt olika håll, men att skillnaden är ganska liten vad gäller resultat över förväntan. Detta talar för att resultatet har åtminstone viss betydelse för kursutvecklingen under rapportdagen.

Signifikansen vid denna bransch är inte riktigt 95 % men den är väldigt nära så resultatet är förhållandevis tillförlitligt.

5.2.5 Bank och försäkring

En lika stor andel av de bolag som lämnat ett resultat över förväntan har sjunkit på rapportdagen som de som gått upp. Det ger antydningar om att det finns andra orsaker än bara resultatet som styr. Samtidigt är den grupp med ett resultat över förväntan och en

kursuppgång under rapportdagen den största gruppen. Det är också den gruppen som indikerar att resultatet har betydelse.

Det är ganska otydliga siffror i branschen och det gör analysen svår att utföra. Man bör vara kritisk eftersom Chisquare-testet indikerar att det finns stor osäkerhet kring siffrorna.

5.2.6 Övriga

Branschkategorierna övriga bolag, där de bolag som inte passar in i någon annan grupp är placerade, visar upp stora likheter med verkstadskategorierna. Där finns också stora andelar av bolagen i grupperna *resultat över förväntan/uppång under rapportdagen* och *resultat under förväntan och nedgång under rapportdagen*. Men det faktum att denna grupp inte består av en enhetlig bransch gör den mindre intressant att analysera vidare.

5.2.7 Analys av skillnader

Vi kan konstatera att det finns skillnader mellan olika branscher i undersökningen. Två av branscherna, *verkstad* och *övriga bolag*, förefaller ha de starkaste sambanden mellan resultat och kursrörelse på rapportdagen. För dessa branscher är kategorierna där kursen går i samma riktning som resultatet klart störst. Andelen bolag som inte går i den riktning som resultatet indikerar är liten.

Inom verkstadsindustrin skulle detta kunna förklaras med att denna sektor till stor del består av bolag med måttlig tillväxt, dvs. bolag som tagit sig förbi de tidigare stadierna av verksamhetscykeln. Det är därför tänkbart att fokus inför rapporterna i större utsträckning ligger på resultatet. Vad gäller övriga bolag är det mer svåranalyserat eftersom denna grupp är väldigt heterogen.

Skogsindustrin visar också upp relativt starka samband mellan resultat och kursrörelse. Sambandet är dock något svagare än i fallet med verkstad och övriga bolag. Förklaringen bör bygga på samma resonemang som för verkstadsindustrin. Många av bolagen i sektorn befinner sig i en mogen fas och det kan då vara tänkbart att investerare är mer känsliga för avvikelser i resultatet.

IT/telekom är tillsammans med *bank/försäkring* de branscher som visar upp de svagaste sambanden mellan resultat och kursutveckling. Framförallt när resultatet har varit över förväntan har kurserna i lika stor utsträckning gått upp som ned. Detta skulle kunna bero på att beträffande IT- och telekombolag fokuserar marknaden väldigt mycket på en faktor som tillväxt. Vad gäller bank/försäkring är det svårare att förklara varför marknaden reagerar som den gör.

Hälsovård/läkemedel visar också upp ganska svaga samband, liksom de två branscherna ovan. Orsaken till detta skulle kunna vara ett betydande fokus på framtidsutsikterna för olika läkemedel och andra produkter.

- 6 Slutsatser -

I detta kapitel presenterar vi avslutningsvis våra viktigaste slutsatser, som vi kommit fram till under arbetets gång. Vi kommer också ge förslag på vidare forskning inom området.

6.1 Resultatets betydelse för kursutvecklingen på rapportdagen

Syftet med uppsatsen var att belysa vilken roll resultatet har för kursutvecklingen den dag rapporten offentliggörs och att studera om det finns skillnader mellan olika branscher vad gäller resultatets betydelse. Här presenterar vi våra slutsatser.

- Resultatet har betydelse för kursutvecklingen den dag rapporten offentliggörs.

Den slutsatsen vill vi dra efter att i undersökningen ha konstaterat att en betydande merpart av bolagen går i den riktning som resultatet indikerar (d.v.s. kursuppgång när resultatet är bättre än väntat och kursnedgång när resultatet är sämre än väntat).

- Resultatet är inte den enda faktorn som påverkar kursrörelsen på rapportdagen.

Långt ifrån samtliga bolag rör sig på ett sådant sätt som skulle bli fallet om investerarna *endast* tittade på resultatet för det gångna kvartalet. En betydande andel går upp trots att resultatet är under förväntningarna och en ännu något större andel går ner trots att resultatet är över förväntningarna. Slutsatsen blir därför att det finns andra faktorer som också har en viktig roll för hur aktien utvecklas när rapporten har presenterats.

- Marknaden fokuserar mer på resultatet när detta är sämre än väntat än när resultatet är bättre än väntat.

I undersökningen är sambandet mellan resultat och kursrörelse tydligare när resultatet är under förväntan jämfört med när resultatet är bättre än väntat. Vår bedömning är dock att det generellt sett negativa börsklimatet, som präglade undersökningsperioden, bör ha spelat in i detta hänseende. En tilltagande oro på marknaden har förstärkt de negativa reaktionerna och dämpat de positiva.

- Det finns skillnader mellan olika branscher vad gäller resultatets betydelse för kursutvecklingen på rapportdagen.

Verkstadssektorn och övriga bolag var de grupper i undersökningen som visade upp de tydligaste sambanden mellan resultat och kursrörelse (d.v.s. att ett resultat under förväntningarna i hög utsträckning leder till en kursnedgång och omvänt att ett resultat över förväntningarna leder till en kursuppgång). IT/telekom och bank/försäkring visade upp de svagaste sambanden.

- Kursrörelsen veckan innan rapporten förefaller ha betydelse för hur förväntningarna förändras. Denna förändring, som sker efter att analytikernas prognos presenteras, går inte att bortse ifrån.

Exakt hur mycket förväntningarna på själva resultatet förändras går dock inte att fastställa exakt.

6.2 Förslag till vidare forskning inom området

Vi har under vårt arbetes gång blivit medvetna om att det finns en hel del intressanta uppslag, som man skulle kunna titta närmare på i samband med vår uppsats, men som vi valt att inte undersöka.

För att förbättra reliabiliteten i ett arbete så kan man genomföra nya test, men under olika tidsperioder. Detta skulle minska risken för att tillfälliga trender på marknaden har fått genomslag i utfallet. En aspekt som man skulle kunna titta på extra är om den trend vi sett i vårt arbete, att det finns ett större samband mellan kursrörelsen och resultatet när detta kommer in under förväntningarna, gäller även under andra perioder.

En annan undersökning skulle kunna innebära att man förändrar den metod vi använt oss av för att beräkna den förväntade avkastningen veckan innan rapporten och på rapportdagen. Ett sätt är att beräkna ett branschindex för de aktuella mätperioderna. Den förväntade avkastningen för ett bolag sätter man då till den avkastning branschen visar under veckan innan och på rapportdagen.

När man mäter kursförändringar vid rapporter, som vi gjort i vårt arbete, är det nästan oundvikligt att fler orsaker än bara själva resultatrapporteringen påverkar kursen. Man skulle i ett arbete kunna försöka reda ut vilka andra faktorer det är som kan påverka kursen på rapportdagen.

Man skulle även kunna göra en likadan studie som vi genomfört, med den skillnaden att man tar med även andra faktorer och jämför dessa med förväntningarna på marknaden. Dessa skulle kunna vara orderingång och försäljning till exempel.

Det finns en hel del inom området som vi i vårt arbete inte undersöker. Man skulle kunna undersöka om det finns skillnader på utfallet om man kategoriserar bolagen efter storlek, tid på börsen eller efter hur ofta och hur nära bolaget tidigare uppfyllt de prognoser som man lämnat till marknaden.

Vi tar i vårt arbete ingen som helst hänsyn till en riskfaktor som den procentuella skillnaden mellan den lägsta prognosen och den högsta för ett bolag. Det kan mycket väl vara så att två bolag med likadana genomsnittliga prognoser har en enorm skillnad mellan den högsta och lägsta prognosen. Det borde vara så att det bolag vars prognos har störst skillnad mellan den bästa och sämsta prognosen innefattar en större osäkerhet om utfallet. Om man kunde få in detta i ett arbete som ännu en faktor skulle detta vara ytterligare en intressant aspekt att undersöka.

Källförteckning

Publicerade källor:

De Ridder, Adri (1986) *Access to the Stock Market – An empirical study of the efficiency of the British and the Swedish primary markets*, Caslon Press/Offset

Dyckman, Thomas R och Morse, Dale (1986) *Efficient capital markets and accounting: a critical analysis*, Prentice Hall New Jersey, andra upplagan

Firth, Michael och Keane, Simon M (1986) *Issues in finance*, Philip Allan Publishers, Oxford första upplagan

Hogg och Tanis (2001) *Probability and statistical inference*, Prentice Hall, New Jersey

Holden, K och Peel, D.A and Thompson J.L (1985) *Expectations: Theory and Evidence*, MacMillan Publishers, första upplagan

Holme, Idar Magne och Solvang, Bernt Krohn (1997) *Forskningsmetodik – Om kvalitativa och kvantitativa metoder*, Studentlitteratur Lund, andra upplagan

Jacobsson, Camilla och Möller, David och Thollin, Charlotta (1997) *Från järnhandel till hjärnhandel – Hur påverkar elektronisk handel mellanled i den traditionsbundna järnhandelsbranschen?*, Lunds universitet

Johansson, Maja och Kostic, Gabriella och Milton, Henrik och Wide, Fredrik (2001) *Marknadseffektivitet – En studie av aktiekursens rörelse efter ny information*, Lunds universitet

Oxelheim, Lars (1985) *International Financial Market Fluctuations – Corporate Forecasting and Reporting Problems*, The Bath Press, Avon

Ross, Stephan A och Westerfield, Randolph W och Jaffe, Jeffrey F (2002) *Corporate Finance – international edition*, McGraw-Hill New York, 6:e upplagan

Peterssohn, Thomas, ”Naiva kunder blir dumpningsplats för mäklare” *Ekonomi 24*, 2001-06-07

Fromlet, Hubert, ”Psykologin hjälper oss förstå – men inte spå” *Dagens industri*, 2001-03-28

Elektroniska källor:

www.ad.se

2002-04-25 – 2002-05-25

www.stockholmsborsen.se/slutkurser/kurshistorik.asp?lang=swe&x=1

2002-05-09 – 2002-05-15

Muntliga källor:

Intervju med Lars Johansson, chef SEB aktiehandel södra Sverige, 2002-04-12