



**EKONOMI
HÖGSKOLAN**
Lunds universitet

Företagsekonomiska institutionen

Kandidatuppsats

Juni 2005

En jämförelse mellan
Affärsvärldens och Veckans Affärers
köprekommendationer

Handledare

Maria Gårdängen
Göran Andersson

Författare

Petra Dismorr
Dan Ingvarson
Per Hammarbäck

SAMMANFATTNING

- Titel:** En jämförelse mellan Affärsvärldens och Veckans Affärers köprekommendationer
- Seminariedatum:** 050603
- Författare:** Dan Ingvarson, Per Hammarbäck och Petra Dismorr
- Handledare:** Maria Gårdängen
Göran Andersson
- Sökord:** Avvikelseavkastning, eventstudie, köprekommendation, effektiva marknader.
- Syfte:** Syftet med denna uppsats är att undersöka om det går att påvisa att aktierekommendationerna från Veckans Affärer och Affärsvärlden ger någon effekt på de rekommenderade företagens aktiekurser. Om det skulle visa sig att påverkan sker, har vi för avsikt att närmare undersöka vilken av tidningarna som ger störst inverkan på aktiekursen. Vidare kommer vi att undersöka utfallet på tidningarnas aktierekommendationer på längre sikt genom att jämföra med Affärsvärldens generalindex på 6 respektive 12 månaders sikt.
- Metod:** Undersökningen genomförs i en eventstudie med hjälp av marknadsmodellen. De tidningar, vars köprekommendationer studeras, är Affärsvärlden och Veckans Affärer. Det totala antalet rekommendationer under 2002 och 2003 uppgår till 232 stycken fördelade på 147 stycken för Affärsvärlden och resterande 85 på Veckans Affärer. Undersökningen av aktiens utfall genomförs på kort respektive lång sikt.
- Slutsats:** Under händelsefönstret visar båda tidningarna en överavkastning för sina rekommendationer. På publiceringsdagen kan man statistiskt konstatera en överavkastning på de aktier som rekommenderats av Affärsvärlden och Veckans Affärer. Den förstnämnda ger även en överavkastning för de rekommenderade aktierna dagen efter publiceringsdagen. Således har Affärsvärlden större påverkan på kort sikt. Vidare åskådliggör våra resultat, att Stockholmsbörsen inte uppnår halvstark effektivitet. På lång sikt faller Veckans Affärers rekommendationer bättre ut än Affärsvärldens. Veckans Affärer ger för det totala antalet rekommendationer en statistisk säkerställd överavkastning för aktierna både på 6 och 12 månaders sikt. Affärsvärldens rekommendationer medför däremot inte någon överavkastning för denna tidsperiod.

ABSTRACT

- Title:** A comparison of Affärsvärldens and Veckans Affärers stock recommendations.
- Seminar date:** June 3rd, 2005
- Course:** Bachelor thesis in Business administration, 10 Swedish Credits (15 ECTS)
- Authors:** Dan Ingvarson, Per Hammarbäck and Petra Dismorr
- Advisors:** Maria Gårdängen
Göran Andersson
- Key words:** Abnormal return, event studies, stock recommendations, efficient markets
- Purpose:** The purpose of this thesis paper is to investigate whether Veckans Affärer and Affärsvärlden stock recommendations have any effect on the recommended firms' stock index. If an effect is noted, we will further investigate which of the two magazines has the most effect. Furthermore, we are going to compare the magazines recommendations outturn with Affärsvärldens generalindex on a 6 and 12-month basis.
- Methodology:** The inquiry is done in form of an event study with help of the market model. The recommendations that are being looked into are those of the magazines Affärsvärlden and Veckans Affärer. The total number of recommendations for 2002 and 2003 are 232, 147 from Affärsvärlden and 85 for Veckans Affärer. The examination of the stocks outturn is done both on a short and long term basis.
- Conclusions:** In the event window it turned out that both magazines had abnormal return for their recommendations. On the publishing day one can statistically assert an abnormal return on the stocks recommended by Affärsvärlden and Veckans Affärer. Affärsvärlden gave furthermore abnormal return even a day after the publishing day. Therefore Affärsvärlden has a larger effect on a short-term basis. Furthermore our results prove that Stockholms stock-exchange is not semi-efficient.
On a long-term basis Veckans Affärer recommendations have a better outturn than Affärsvärldens. Veckans Affärer has for its total amount of recommendations a statistically secured abnormal return for the stocks on both 6 and 12 months. Affärsvärlden recommendations do not however achieve abnormal return for this period.

Definition av centrala begrepp

AFGX: Affärsvärldens generalindex

AR: Abnormal Return, dvs. avvikelseavkastning

Avvikelseavkastning: Skillnaden mellan verklig och förväntad avkastning

Betavärde: En enskild akties relevanta risk

CAR: Cumulative Abnormal Return dvs. Sammanlagd avvikelseavkastning i händelsefönstret

Händelsefönster: Sträcker sig från 1 dag innan till 3 dagar efter köprekommendation

Kort sikt: Händelsefönstret

Lång sikt: 6 till 12 månader

SSVX: Statsskuldväxel dvs. den riskfria räntan

Innehållsförteckning

1	Inledning	7
1.1	Bakgrund	7
1.2	Problematisering	8
1.3	Syfte	9
1.4	Avgränsningar	9
1.5	Målgrupp	9
1.6	Disposition	10
1.6.1	Inledning	10
1.6.2	Metod	10
1.6.3	Teori	10
1.6.4	Modellbeskrivning	10
1.6.5	Resultat	10
1.6.6	Analys	10
1.6.7	Slutsatser	10
2	Metod	11
2.1	Arbetskrivning	11
2.2	Övergripande metod	13
2.2.1	Föreställningsram	13
2.2.2	Perspektiv	13
2.2.3	Undersökningsmetod	14
2.3	Handgriplig metod	15
2.3.1	Urval	15
2.3.2	Urvalskritik	15
2.3.3	Bortfallsanalys	15
2.3.4	Insamling av sekundärdata	16
2.4	Källkritik	16
2.4.1	Validitet	16
2.4.2	Reliabilitet	17
2.4.3	Källkritiska kriterier	18
3	Teori	19
3.1	Effektiva marknader	19
3.1.1	Svag effektivitet	20
3.1.2	Halvstark effektivitet	20
3.1.3	Stark effektivitet	20
3.2	Omformulering av de tre effektivitetskategorierna	20
3.3	Marknadseffektivitet i praktiken	21
3.4	Anomalier	21
3.4.1	Småbolagseffekten	21
3.4.2	Veckodagseffekten	22
3.4.3	Månadseffekten	22
3.4.4	Januarieffekten	22
3.4.5	P/E tals effekten	22
3.5	Betavärde	23
3.6	Eventstudier	23
3.7	Tidigare forskning inom området	24

3.7.1	Utländsk forskning	24
3.7.2	Svensk forskning	25
4	Modellbeskrivning	27
4.1	Eventstudier	27
4.2	Händelsefönstret	28
4.3	Modeller för uppskattning av avvikelseavkastning	28
4.3.1	Marknadsmodellen	29
4.3.2	Justerade marknadsmodellen	31
4.3.3	Genomsnittsjusterade avkastningsmodellen	31
4.4	Affärsvärldens generalindex	31
4.5	CAR	31
4.6	Långsiktig undersökning	32
4.7	Hypotesprövning	32
4.8	Teckentest	33
4.9	Wilcoxon's teckenrangtest	33
4.10	χ^2 – metoden	34
4.11	Skattning av beta	34
4.12	Skattning av alfa	35
4.13	Antaganden för kurser i händelsefönstret	36
5	Resultat	37
5.1	Resultat av eventstudien	37
5.2	Resultat för Affärsvärlden	38
5.3	Resultat för Veckans Affärer	39
5.4	Resultat av Cumulative Abnormal Return (CAR)	40
5.5	Köprekommendationernas utfall efter 6 respektive 12 månader	43
5.5.1	Resultat för Affärsvärlden	44
5.5.2	Resultat för Veckans Affärer	45
6	Analys	50
6.1	Affärsvärldens resultat i händelsefönstret	50
6.2	Veckans Affärers resultat i händelsefönstret	51
6.3	Frekvens på börslistorna	51
6.4	Jämförelse av CAR mellan tidningarna	52
6.5	Analys av effektiviteten	52
6.6	Resultat på lång sikt	52
6.7	Jämförelse med tidigare forskning	54
6.8	Resultatkritik	55
7	Slutsatser	56
7.1	Förslag till vidare forskning	57
8	Källförteckning	58
9	Bilagor	62-82

1 INLEDNING

I detta inledande kapitel tar vi upp bakgrunden till val av ämne. Denna följs upp av en problematisering, som leder till syftet. Därefter presenteras de avgränsningar och målgrupper uppsatsen har. Vi avslutar med att redovisa dispositionen av uppsatsen

1.1 Bakgrund

Människor placerar i värdepapper som aldrig förr och intresset för tips, råd och idéer är stort. Intresset har kommit som en följd av att det blivit mycket enklare att handla aktier, då man idag kan handla över Internet. Informationstillgängligheten och framför allt möjligheten att få fram data har förändrats drastiskt tack vare Internet. Idag kan man få fram årsredovisningar, historiska aktiekurser, utdelningar etc. på bara några sekunder. Många har ett gediget intresse för börsen, men har ofta inte den tid och kunskap som krävs för att analysera de bolag de eventuellt vill investera i. Därför investerar många efter de aktietips, som ges i en mängd olika affärstidningar. Aktierekommendationerna har blivit ett konkurrensmedel tidningarna emellan, vilket är bra då kvalitén på aktierekommendationerna därigenom förhoppningsvis höjs. Men går det verkligen att lita på dessa rekommendationer?

Alla tidningar vill framstå som den tidning, där de bästa råden ges. Vissa affärstidningar anses vara mer seriösa än andra. Det talas en hel del om tidningars kvalitet och kompetens vad gäller aktieanalys. Affärsvärlden anses av många vara en allmänt accepterad tidning i Näringslivet. Den bedöms vara en tidning, där tips och idéer lämnas av personer med stor insikt i ämnet. Veckans affärer å andra sidan får ofta kommentarer som ”Finansvärldens Hänt i Veckan” eller ”Finanstidningarnas skvallertidning”. Det är just sådana uttalanden, som gör en nyfiken på hur stor påverkan respektive tidning har på den individuella placeraren, samt vad som sker med ens pengar på lång sikt om man lyder deras rekommendationer. Hur är det egentligen? Har verkligen ”Finanstidningarnas skvallertidning” mycket sämre rekommendationer än den mer inflytelserika Affärsvärlden?

Det som driver flertalet av placerarna är att dra nytta av den ineffektivitet, som vissa anser existerar på marknaden och därmed erhålla överavkastning. Däremot finns det folk som hävdar att marknaden är semi starkt effektiv dvs. att all tillgänglig information redan är inbakad i priset. Detta innebär att överavkastning ej kan uppnås genom fundamental analys och att det i princip bara är personer med insiderinformation, som kan uppnå överavkastning. Det råder även här en stor mängd olika teorier huruvida marknaden är effektiv eller inte. Det är tydligt att

ineffektiviteter finns på marknaden, då både privatpersoner och stora institutioner placerar med hjälp av fundamental och teknisk analys.

Vi har valt, att endast se till köprekommendationer, då det är betydligt fler till antalet samt att de ger uppmaning till att investera på börsen. En möjlig anledning till att det förekommer fler köprekommendationer kan höra ihop med den intressekonflikt¹ som råder mellan aktieanalytiker och företagsledning.

Flertalet studier inom vårt ämnesområde, som vi tagit del av, har väckt ett intresse hos oss. De flesta studierna har dock avsett en tidsperiod mellan åren 1996-1998, en period under vilken t.o.m. en apa, som baserat sina inköp av aktier på pilkastning, kunnat skapa lönsamhet. Vi ansåg därför att det kunde vara intressant att studera ett tidsintervall, där börsen präglats av såväl upp- som nedgångar, för att skapa en mer rättvisande bild. Vidare menar vi att en längre tidsperiod, där fler rekommendationer beaktas, kan göra studien statistiskt sett mer pålitlig. Slutsatserna från tidigare forskning visar att man kan se en kurspåverkan på kort sikt, men att det på lång sikt inte går att påvisa någon överavkastning genom att följa köprekommendationerna.

1.2 Problematisering

Kan en kontinuerligt återkommande överavkastning fås genom att följa Affärsvärldens och Veckans Affärers köprekommendationer? Eller är det möjligtvis tvärtom, att det är en dålig affär, att följa tidningarnas rekommendationer. I tidningar går det ibland att läsa, att en tidigare rekommenderad aktie gått upp med 5 % på ett år. Detta i sig behöver inte betyda något positivt då en jämförelse måste göras med aktiens risk, dvs. beta samt hur de andra aktierna på börsen gått. I själva verket kan index ha gått upp mer än aktien detta trots att aktien hade ett betavärde betydligt högre än marknadsrisken. För aktieinnehavaren är det en nedgång relativt index trots att många tror att alla aktieuppgångar är något positivt.

Hur tungt väger dessa rekommendationer på marknaden? Får de någon påverkan på kurserna? Sett till teorin och den effektiva marknadshypotesen skall denna publika information redan vara reflekterad i priset. Man ställer sig frågan om det verkligen är så. Har Veckans Affärer större påverkan för att den ges ut i större upplagor och därmed eventuellt når fler investerare?

Intressant är även att se hur utfallet av rekommendationerna blir på lång sikt. Lång sikt i denna uppsats innebär 6 respektive 12 månader. Ger de aktier, som blivit rekommenderade, högre avkastning än index? Vilken tidning ger bäst rekommendationer Affärsvärlden eller Veckans Affärer?

¹ Vickers M, France M (May 13 2002) "How Corrupt Is Wall Street" *Business Week* s. 37-42

1.3 Syfte

Syftet med denna uppsats är att undersöka om det går att påvisa att aktierekommendationerna från Veckans Affärer och Affärsvärlden ger någon effekt på de rekommenderade företagens aktiekurser. Om det skulle visa sig att påverkan sker, har vi för avsikt att närmare undersöka vilken av tidningarna, som ger störst inverkan på aktiekursen. Vidare kommer vi att undersöka utfallet på tidningarnas aktierekommendationer på längre sikt genom att jämföra med Affärsvärldens generalindex på 6 respektive 12 månaders sikt.

1.4 Avgränsningar

Vi väljer att endast studera köprekommendationer publicerade av Affärsvärlden och Veckans Affärer under åren 2002 och 2003. Då vi utvärderar aktien ett år efter publicerad rekommendation är 2003 det sista helåret vi kan använda för att få fullständig information. Vi bortser från andra eventuella händelser som kan påverka börskurserna under händelsefönstret. Inga transaktionskostnader beaktas vid våra beräkningar. Vi har för avsikt att endast studera företag som befinner sig på Stockholms fondbörs. Vid våra beräkningar används endast senast betalt aktiekurs.

Vårt händelsefönster löper mellan en dag innan publiceringsdagen till tre dagar efteråt.

1.5 Målgrupp

Uppsatsen riktar sig i första hand till människor som är intresserade av finansiella frågor samt ekonomistuderande vid Lunds Universitet. De som torde finna våra resultat mest intressanta är dels finansanalytikerna på de respektive tidningarna, ”day traders” samt tidningsprenumeranterna. För att tillgodogöra sig all information krävs grundläggande kunskaper inom finansiering och statistik.

1.6 Disposition

1.6.1 Inledning

I det första kapitlet börjar vi med att redovisa bakgrunden till valet av ämne och en problematisering som leder till ett syfte. Vidare tar vi upp de avgränsningar som har gjorts samt vilka målgrupper vi vänder oss till. Avslutningsvis tar vi upp dispositionen av uppsatsen

1.6.2 Metod

Kapitlet förklarar hur vi gått tillväga för att finna lösningar på olika problem samt hur man erhåller ny insikt i ämnet. Kapitlet inleds med en arbetsbeskrivning där vi i stora drag beskriver vårt tillvägagångssätt. Vidare beskrivs den övergripande metoden som senare lämnar plats för den handgripliga metoden. Kapitlet avslutas med diverse källkritiska kriterier

1.6.3 Teorier

I detta kapitel hanteras teorier som hjälper till att förklara de resultat vi kommit fram till. Teoridelen är av en deskriptiv karaktär, då funktionen är att förklara och skapa förståelse för de grundläggande teorierna. Uppsatsen utgår således från befintliga teorier främst vad gäller effektiva marknader, som prövas på material som ej undersökts tidigare.

1.6.4 Modellbeskrivning

Följande kapitel beskriver de modeller vi använt oss utav för att kunna genomföra eventstudien. Då statistiska metoder utgör en stor del av arbetets gång beskrivs de olika statistiska testen mer ingående.

1.6.5 Resultat

I detta kapitel lägger vi fram de resultat vi fått fram på ett lättförståeligt sätt med diagram och tabeller.

1.6.6 Analys

I kapitel 6 analyserar vi de resultat vi lagt fram i kapitel 5. Vi undersöker om vi kan finna samband och mönster av det vi kommit fram till. Vi utforskar också om man kan se likheter med tidigare forskning inom samma område.

1.6.7 Slutsatser

Detta kapitel sammanfattar det vi kommit fram till med hjälp av tidigare kapitel. Till sist ger vi förslag till vidare forskning inom ämnet.

2 METOD

Detta kapitel förklarar hur vi gått tillväga för att finna lösningar på olika problem samt hur man erhåller ny insikt i ämnet. Kapitlet inleds med en arbetsbeskrivning där vi i stora drag beskriver vårt tillvägagångssätt. Vidare beskrivs den övergripande metoden som senare lämnar plats för den handgripliga metoden. Kapitlet avslutas med diverse källkritiska kriterier.

En metod är ett sätt att finna lösningar på olika problem samt att få ny insikt i ämnet. Arbete som medverkar till att dessa mål uppfylls är en metod. Detta i sin tur innebär inte att alla metoder är välgrundade. Det existerar vissa grundkrav, som blir en förutsättning för att en metod skall kunna användas i ett samhällsvetenskapligt forsknings- och utvecklingsarbete. Dessa grundkrav är att²:

- En överensstämmelse måste finnas med den verklighet som undersöks
- Ett systematiskt urval av information måste göras
- Information skall kunna utnyttjas på bästa sätt
- Resultaten måste presenteras på ett sätt så att andra kan kontrollera och granska hållbarheten.
- Resultaten ska möjliggöra ny kunskap och medvetenhet om de samhälleliga förhållanden man står inför, för att detta ska kunna leda till ett fortsatt forsknings- och utvecklingsarbete och till ökad förståelse.

Vidare är det viktigt i teoriavsnittet att definiera de väsentliga begreppen på ett tidigt stadium, då detta eliminerar risken för oklarheter³.

2.1 Arbetsbeskrivning

Efter att ha studerat en mängd olika forskningsartiklar av bl. a. Erik Lidén fick vi ett stort intresse för ämnet. Erik Lidéns forskning är mycket djupgående och avancerad. Med tiden som en knapp resurs insåg vi att en replikatstudie av hans avhandling inte skulle gå att utföra. Intresset för ämnet svalnade dock inte.

Vidare studerades tidigare forskning allt närmare, men även relevant litteratur och artiklar fick ligga till grund för vår problemformulering och vårt syfte. Vid sidan av

² Holme & Solvang (1991), Forskningsmetodik – Om kvalitativa och kvantitativa metoder, s. 13

³ Svenning (2000), Metodboken – Samhällsvetenskaplig metod och metodutveckling s 49

vår djupdykning inom ämnet påbörjades en repetition av våra statistiska kunskaper, då vi kommer bearbeta en stor mängd data med hjälp av en mängd olika statistiska metoder.

Samtliga genomförda studier inom ämnet, som vi tagit del av, har genomfört en så kallad eventstudie med ett definierat händelsefönster för att möjliggöra en granskning och bearbetning av all den data som samlats in. Efter överläggning med vår handledare bestämdes att eventstudie är det optimala angreppssättet vid sådana problemställningar. Efter att tagit del av hur eventstudier genomförs inleddes datainsamlandet av Affärsvärldens och Veckans Affärers köprekommendationer mellan åren 2001 och 2003. När samtliga köprekommendationer dokumenterats delades materialet upp för varje år och tidning. Detta för att underlätta den tidskrävande datainsamlingen av relevant aktiekursinformation från SIXTRUST. Då all data samlats in från SIXTRUST och fått plats i diverse excelblad påbörjades nödvändiga beräkningar i kalkylprogrammet Excel bland annat justering för utdelningar.

Valet av Excel motiveras med våra goda förkunskaper samt med att vi själva ville genomföra varje steg i beräkningen för att skapa största möjliga förståelse. Vi använder Minitab för att kontrollera våra beräkningar. Minitab har även använts för mer komplicerade beräkningar såsom vid t-test, Wilcoxon's teckenrangtest samt tji – tvåtest etc.

För genomförande av eventstudien har marknadsmodellen använts. Vårt händelsefönster sträcker sig från en dag innan publiceringsdagen ($t = -1$) till 3 dagar efter publiceringen dvs. ($t = 3$). För detta intervall krävs fullständigt justerade aktiekurser samt index. Modellen kräver att samma information som för händelsefönstret inhämtas från två dagar innan publicering ($t = -2$) till 60 dagar bak i tiden samt 6 respektive 12 månader framåt i tiden räknat från publiceringsdagen. Denna information är nödvändig för att till fullo tillgodose syftet med uppsatsen. Information bearbetades med hjälp av marknadsmodellen för att få fram avvikelseavkastning. För att statistiskt säkerställa våra resultat ställdes nollhypoteser och mothypoteser upp. Dessa accepterades eller förkastades beroende på utfall.

För att förtydliga våra resultat redovisas de i ett separat kapitel. Detta är gjort för att förenkla återkopplingen mellan analys och resultatdel. En stor del av vår tid har ägnats åt analysdelen, då vi anser det mycket viktigt att inta en kritisk roll i granskningen av våra resultat. Jämförelse med tidigare resultat inom ämnet kommer att genomföras. Slutligen har vi dragit slutsatser utifrån den information, som vi analyserat. Många intressanta infallsvinklar skulle kunna analyseras, dock måste en del avgränsningar genomföras, då det råder en viss tidsbegränsning. Följaktligen finns ingen svårighet att finna förslag till vidare forskning, vilka presenteras sist i uppsatsen.

Vår uppsats blir således en kvantitativ studie, då statistiska mätmetoder och en omfattande mängd data utgör en central del av uppsatsen⁴. Tidigare forskning inom ämnet är uteslutande av kvantitativ karaktär, vilket ytterligare motiverar valet av metod. Teoridelen är av en deskriptiv karaktär, då funktionen är att förklara och

⁴ Holme & Solvang (1991), Forskningsmetodik – Om kvalitativa och kvantitativa metoder, s. 14

skapa förståelse för de grundläggande teorierna. Uppsatsen utgår således från befintliga teorier främst vad gäller effektiva marknader, som prövas på material som ej undersökts tidigare. Detta innebär att vi genomgående använder oss av en deduktiv ansats⁵.

2.2 Övergripande metod

2.2.1 Föreställningsram

Människors föreställningsramar formas genom de upplevelser de varit med om samt av ett antal medvetna eller omedvetna antaganden om hur verkligheten fungerar. De olika kombinationer av antaganden, som omfattar människans föreställningsram, avgör vad personen i fråga betraktar som relevant respektive irrelevant. Vidare bestämmer föreställningsramen en persons agerande, tankesätt samt syn på saker och ting⁶.

Vi läser alla på Ekonomprogrammet vid Lunds Universitet. Förutom ett stort intresse för aktiemarknaden har vi alla tre precis genomgått en kandidatkurs i finansiering, vilket gör att vi besitter god kunskap om aktiemarknaden. Vi vill inte sticka under stolen med att tidigare forskning inom ämnet har format vårt tillvägagångssätt främst vad avser modell- och metodval. Anledning till att ett ämne innehållande en eventstudie valdes, kan bero på att det inom gruppen i liten grad fanns erfarenhet från eventstudier.

2.2.2 Perspektiv

En människas perspektiv innebär hur och på vilket sätt en människa ser på verkligheten. Perspektivet fungerar som en lins genom vilken undersökaren skådar verkligheten och utifrån den väljer synvinklar, som anses betydelsefulla för att tolka verkligheten⁷. Vid föreställningsramen sker ofta ett omedvetet val hur man tar sig an diverse problem. Vid val av perspektiv är undersökaren fri att själv välja ur vilken aspekt en problemformulering skall studeras⁸

Genom vår kvantitativa studie bearbetar vi en mängd historisk information. I och med att informationen, såsom aktiekurser och köprekommendationer, är historiska har vi ej kunnat påverka de data vi jobbat med. En objektiv roll intas givetvis i detta uppsatsskrivande och vi har ingen avsikt att vinkla information åt något håll.

⁵ Rienecker och Stray Jorgensen, (2004), ”Att skriva en bra uppsats”, Liber, s 165-171

⁶ Lundahl och Skärvad (1992), Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer, s. 60

⁷ Lundahl och Skärvad (1992), Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer, s 62

⁸ Ibid s 63

2.2.3 Undersökningsmetod

Vi kommer att utföra denna undersökning likt en eventstudie. Eventstudier är vanligt förekommande då man mäter effekten på priset av en specifik händelse. Med hjälp av händelsefönstret mäts aktiekursen innan och efter händelsen dvs. publiceringsdagen för att senare påvisa om påverkan skett på aktiepriset. Vidare undersöks om avvikelseavkastning skapats i förhållande till Affärsvärldens generalindex, då detta index är allmänt accepterat⁹. För att ytterligare fullfölja syftet med uppsatsen har vi för avsikt att följa upp aktiekursen 6 respektive 12 månader efter publicering. Detta för att kunna konstatera om köprekommendationerna gått bättre än index.

Det förekommer en mängd olika modeller för att kunna bedriva en eventstudie. Vi har valt att använda oss utav marknadsmodellen, en modell som anses respektabel vid eventstudier¹⁰

Vid beräkning av överavkastning för enskild dag i händelsefönstret har vi jämfört verklig avkastning med förväntad avkastning. Differensen som uppstår används i ett "one sample t-test" för att statistiskt kunna säkerställa om det föreligger någon skillnad mellan tidningarna. För att konstatera om det finns någon signifikant skillnad mellan överavkastningen för de båda tidningarna under händelsefönstret dvs. CAR, genomfördes ett "two sample t-test", detta då två olika kolumner studeras.

För att statistiskt kunna bevisa om de existerar någon skillnad mellan tidningarnas rekommendationers utfall på lång sikt använder vi oss utav Wilcoxon's teckenrangtest. Anledningen till att Wilcoxon är att föredra framför t-test i detta sammanhang är att den undersökta perioden sträcker sig under en längre tid. Till skillnad från ett intervall på 5 dagar, händelsefönstret, då vi använt t-test mäter vi i den långsiktiga undersökning ett intervall på upptill ett år. Wilcoxon's teckenrangtest är ett icke parametriskt test som anser att urvalspopulationen inte är normalfördelad. Detta då nedgången på aktien begränsas till noll medan möjligheten för aktiens uppgång teoretiskt sett är oändlig.¹¹

Efter vi fått fram våra resultat ansåg vi det viktigt att undersöka om någon utav tidningarna i större omfattning favoriserar rekommendationer på någon börslista. Vi använder ett "tji – tvåtest" då undersökningen grundar sig i en jämförelse mellan observerad fördelning och teoretisk fördelning¹².

⁹ Maria Gårdängen, forskare inom International corporate finance

¹⁰ Armitage S (1995), *Event study and methods and evidence on performance*, s 46

¹¹ Lars Wahlgren, Universitetsadjunkt, Statistiska Institutionen

¹² Svenning (2000), *Metodboken – Samhällsvetenskaplig metod och metodutveckling* s 225

2.3 Handgriplig metod

2.3.1 Urval

Det inledande urvalet som genomfördes berörde hur många och vilka tidningar vi skulle jämföra. Genom samtal med människor med stor insikt i ämnet visade det sig att tidningarna skiljer sig åt beträffande anseende, då Veckans Affärer inte uppnår samma legitimitet som Affärsvärlden. Människors åsikter om tidningarna skiljde sig åt och detta blev startskottet för vår uppsats. För att få någorlunda lika många observationer att studera var det ett krav från vår sida, att tidningarna gavs ut med samma frekvens. Veckans Affärer och Affärsvärlden ges båda ut veckovis, vilket ytterligare stärkte valet av tidningar. Vidare ger båda tidningarna tydliga köprekommendationer, som inte går att misstolka och har dessutom en stor mängd läsare¹³. Tidigare uppsatser har behandlat liknande problem men med mindre antal rekommendationer och under en tid då börsen gick spikrakt uppåt. Vi valde därför att beakta fler köprekommendationer under en tid då börsen präglades av såväl upp- som nedgång.

2.3.2 Urvalskritik

Mellan åren 2002 och 2003 har börsen präglats av både upp- och nedgångar. Detta passar bra med vårt syfte. Däremot kan vårt delsyfte, långsiktig uppföljning av aktier, kritiseras då rekommendationer gjorda under den senare halvan av 2002 präglas till större del av 2003 års börs klimat. Eftersom vi har för avsikt att mäta köprekommendationers påverkan på aktiekurserna under ett börs klimat, som präglas av såväl upp- som nedgång, kunde det varit av intresse att se på 2001 års köprekommendationer, då dessa på ett bättre sätt skulle spegla 2002 års börs klimat. Det som istället sker på långsiktig uppföljningen är att de utsatta tidpunkterna inte nödvändigtvis sker mellan 2002 och 2003 utan förskjuts en tid framåt. Kritik skulle därför kunna riktas mot att vi inte haft med 2001 års köprekommendationer i våra beräkningar.

2.3.3 Bortfallsanalys

När samtliga köprekommendationer, gjorda av Affärsvärlden och Veckans Affärer under 2002 och 2003, var insamlade hade vi 178 respektive 116 stycken. För båda tidningarna föll ett antal rekommendationer bort. Huvudsakliga orsakerna var brister i den aktiedata vi behövde samt att en del av aktierna var noterade på utländska listor. För undersökningen av påverkan på händelsefönstret användes 147 rekommendationer för Affärsvärlden samt 85 för Veckans Affärer. Vid beräkningarna av långsiktigt utfall föll ytterligare fyra stycken bort, varav tre tillhörde Affärsvärlden. Dessa föll bort pga. otillräcklig aktiedata.

¹³ Veckans Affärers upplaga är 30 000 – 35 000 ex, Affärsvärlden upplaga är 18 900 ex.

2.3.4 Insamling av sekundärdata

Med tanke på den kvantitativa metod vi använder är förekomsten av primärdata närmast obefintlig. Det som skulle kunna liknas vid primärdata i denna uppsats är de telefonsamtal vi genomfört med ansvarig för respektive tidning gällande frågor kring tidsperspektiven för deras köprekommendationer. Även våra givande samtal med ledande personer på statistiska institutionen får anses som primärdata.

Vår sekundärdata består till större del av alla köprekommendationer från respektive tidning samt aktiekurser och index för respektive rekommenderat bolag. Köprekommendationerna inhämtades på Ekonomiska biblioteket på Ekonomisentrum vid Lunds Universitet där varje nummer av respektive tidning under 2002 och 2003 på ett smidigt sätt kunde studeras. De aktiekurser och generalindex, som var nödvändiga för utredningen, införskaffades från databasen SIX TRUST via Lunds Universitet finansförening LINC.

Vi har genomfört en liknande studie som uppsatsen: ”Affärsvärldens & Veckans Affärers köprekommendationer – en studie av påverkan och utfall”¹⁴ gjorde. Vi skiljer oss dock genom att fler observationer beaktas och att börserna under vår något längre undersökta tidsperiod drabbas av såväl upp- som nedgång

Övriga sekundärdata utgörs av relevant litteratur och diverse publicerade artiklar. Källhänvisningar hos tidigare uppsatser har influerat vårt val av litteratur.

2.4 Källkritik

För oss uppsatsskrivande anses källkritik som en urvalsmetod¹⁵. Den information som inhämtas granskas. Vidare tas den information som inte är lämplig bort för att sedan behålla det som är användbart. Själva syftet med källkritik är att uppnå validitet, reliabilitet och relevans i det man undersöker¹⁶. Vi är ständigt medvetna om vad som sker och vad vi gör. Vidare har vi en kritisk inställning till de tolkningar som vi utfört¹⁷. Detta är en förutsättning för att en god analys skall kunna bli av.

2.4.1 Validitet

Det förekommer två viktiga begrepp, validitet och reliabilitet, som i största möjliga mån måste uppfyllas för att en uppsats ska anses trovärdig. Med validitet menas att ”ett mätinstruments förmåga att mäta det som man avser att det ska mäta”¹⁸. Det optimala i dessa sammanhang är att uppnå högsta möjliga validitet, vilket innebär

¹⁴ Arvidsson J, Karlsson P, Mårtenson S & Nimlin M (1999) ”Affärsvärldens & Veckans Affärers köprekommendationer” – en studie av påverkan och utfall

¹⁵ Wiederheim-Paul och Eriksson (1991), Att utreda, forska och rapportera, s. 153

¹⁶ Ibid

¹⁷ Holme & Solvang (1991), Forskningsmetodik – Om kvalitativa och kvantitativa metoder, s. 291

¹⁸ Wiederheim-Paul och Eriksson (1991), Att utreda, forska och rapportera, s. 38

att inga systematiska mätfel förekommer¹⁹. Det fungerar normalt bara i teorin och är i princip omöjligt att uppnå i praktiken.

I vår undersökning innebär validiteten hur väl vårt metod- och modellval överensstämmer med vårt syfte. Då vår studie till stor del påminner om en tidigare studie²⁰ anser vi våra modeller väldigt passande för att kunna påvisa hög validitet. Då vi endast valt att studera tydliga köprekommendationer elimineras risken för subjektivitet.

2.4.2 Reliabilitet

Reliabilitet innebär att slumpmässiga mätfel inte förekommer²¹. Resultaten vid forskning skall således vara tillförlitliga²². I en undersökning med hög reliabilitet skall oberoende undersökningar av samma företeelse resultera i någorlunda liknande resultat. Hög reliabilitet och att informationen är pålitlig skall således fungera som ett mål för varje utredning²³.

Eventstudier är vanligt förekommande och är relativt normaliserad i sin undersökningsmetod²⁴. Vi anser därför att en eventstudie inte påverkar vår reliabilitet negativt. Däremot finns det en risk för slarvfel vid insamlandet av våra data. Detta är något vi reflekterat mycket över och har förutom en enorm precision vid insamlandet gått igenom materialet samt genomfört stickprov av materialet för att skapa en högre reliabilitet. Med hjälp av Minitab får vi fram box-plot diagram där man tydligt kan urskilja extremvärden, ”uteliggare” som givetvis kontrollerats. I vissa fall har vi genomfört beräkningar utan extremvärden för att kunna påvisa hur stort inflytande ett värde kan ha på resultatet. Skulle det nu mot förmodan fortfarande finnas kvar några slarvfel anser vi att de inte i nämnvärd omfattning påverkar reliabiliteten av utfallet. Eftersom samtliga köprekommendationer studerats under två år kommer en oberoende undersökare med största sannolikhet att komma fram till samma resultat som vi.

¹⁹ Lundahl och Skärvad (1992), *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, s. 150

²⁰ Arvidsson J, Karlsson P, Mårtenson S & Nimlin M (1999) ”Affärsvärldens & Veckans Affärers köprekommendationer – en studie av påverkan och utfall”

²¹ Lundahl och Skärvad (1992), *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, s. 152

²² Svenning (2000), *Metodboken – Samhällsvetenskaplig metod och metodutveckling*, s. 63

²³ Holme & Solvang (1991), *Forskningsmetodik – Om kvalitativa och kvantitativa metoder*, s. 163

²⁴ Wells (2004), *Journal of Insurance Regulations*, s.61-70

2.4.3 Källkritiska kriterier

För att skaffa sig en uppfattning om de källor man använder sig utav används ofta olika källkritiska kriterier. De tre mest centrala är²⁵:

- Samtidskrav
- Tendenskritik
- Beroendekritik

Vid uppsatsskrivande är det av stor relevans, att den som undersöker ställer sig kritisk och objektiv till den information som bearbetas²⁶. Den information som har haft störst relevans under uppsatsens gång är de rådata i form av aktiekurser och dylikt som inhämtats från SIXTRUST. SIXTRUST är ett stort och internationellt känt företag som tillhandahåller finansinformation världen över. Det är inte troligt att denna information på något sätt skulle vara vinklad. Därför bör inte informationens tillförlitlighet betvivlas.

Samtidskravet innebär hur aktuell den insamlade informationen är²⁷. Vår undersökningsperiod ligger relativt nära i tiden, men vi anser, att detta spelar mindre roll i en sådan undersökning. I detta specifika fall är det mer intressant att titta på hur börsen sett ut under den undersökta perioden. Tidigare studier inom ämnet har undersökt en tidsperiod då börsen gått spikrakt uppåt. Vi värdesätter därför börsklimatet mer än tidsperiodens aktualitet. Däremot är det av stor betydelse att övriga sekundärdata, inom sitt område, uppnår hög aktualitet och är väsentliga inom ämnet.

Tendenskritik används för att svara på frågor som: Vilka egna intressen har uppgiftslämnaren i den här frågan²⁸. Då våra data till största del utgörs av aktiekurser innehållande utdelningsinformation, som är inhämtad från SIXTRUST, finns inga skäl att uppgiftskällan skulle försöka lyfta fram egna intressen. Övriga sekundärdata såsom affärstidningar och relevant litteratur som vi använt oss av har granskats med kritisk inställning, men vi ser ingen anledning till varför subjektivitet skulle förekomma.

Då tendenskritiken anses minimal finns det ingen anledning för oss att misstänka att någon beroendekritik förekommer. Beroendekritik innebär att man kontrollerar att källorna är oberoende²⁹. Av aktieinformation från SIXTRUST bör inte något beroende förekomma till någon annan källa. En kritisk inställning har dock riktats mot de publicerade artiklarna, då de i många fall härstammar från andra artiklar, där hänvisningar sinsemellan förekommer. Detta är inte på något sett optimalt, men bör inte påverka vårt resultat märkbart.

²⁵ Wiederheim-Paul och Eriksson (1991), Att utreda, forska och rapportera, s. 154,155

²⁶ Ibid s. 153

²⁷ Ibid s. 154

²⁸ Ibid s. 154

²⁹ Ibid s. 154

3 TEORI

I detta kapitel redogörs för teorier och undersökningar, som har betydelse för den fortsatta analysen. Teorierna som tas upp behandlar marknadseffektivitet, överavkastning för aktier samt anomalier. Avslutningsvis presenteras tidigare utländsk och svensk forskning inom ämnet.

3.1 Effektiva marknader³⁰

Hypotesen om effektiva marknader är en grundpelare i finansteorier och spelar en central roll i forskningen om avvikelseavkastning. Den effektiva marknadshypotesen behandlar hur ny information påverkar en aktiekurs dvs. hur snabbt priskorrigeringar sker vid nytillkommen information.

En marknad bedöms vara effektiv om aktiepriserna direkt reflekterar all tillgänglig information. Relevant information är t ex finansiella data, framtida vinstprognoser och förväntningar på aktiekursernas utveckling. Tillkommer ingen ny information förblir priset konstant.

Det finns tre antaganden som måste göras vid användning av denna teori:

- inga transaktionskostnader
- alla har tillgång till samma ränta och information
- alla har homogena förväntningar

Om ovannämnda antaganden uppfylls så innebär det att varken köpare eller säljare kan uppnå överavkastning, då alla har tillgång till samma information och agerar efter rationella förväntningar.

1970 så gjorde Fama den ursprungliga indelning av marknadseffektiviteten i tre kategorier:

- svag informationseffektivitet
- halvstark informationseffektivitet
- stark informationseffektivitet

³⁰ Fama (1970), *The Journal of Finance*, s383- 417.

3.1.1 Svag effektivitet

En marknad är svagt effektiv om marknadspriset fullt reflekterar all historisk information. Prisförändringar är oberoende av tidigare prisvariation. 1953 gjordes en undersökning, som kom fram till att inga systematiskt återkommande priscykelmönster förekom.³¹ Aktiepriserna följer en så kallad "random walk", och ändras enbart när ny information når marknaden. Flera forskare, Chan, Gup och Pan³² har testat "random walk" teorin men har ej lyckats förkasta den. Teknisk analys är överflödigt vid denna form av effektivitet.

3.1.2 Halvstark effektivitet

En marknad är halvstarkt effektiv om marknadspriset reflekterar all tillgänglig information t. ex. pressmeddelande, resultatrapporter och årsredovisningar. Fundamental aktieanalys grundad på bl. a P/E tal, substansvärde och redovisat resultat går ej att använda för att uppnå överavkastning.

3.1.3 Stark effektivitet

En marknad är starkt effektiv om all historisk, offentlig samt privat information reflekteras i marknadspriset. Då all information är inbakat i aktiepriset innebär det att inte ens investerare med tillgång till insiderinformation kan uppnå överavkastning.

3.2 Omformulering av de tre effektivitetskategorierna

Fama har sedan sitt initiella arbete 1970 bearbetat sin teori om marknadseffektivitet, närmare bestämt de tre definitionerna³³. Den första kategorin, svag effektivitet innefattade från början enbart prognoser baserade på historiska data men täcker idag ett mer omfattande område « tests for return predictability », såsom P/E tal och direktavkastning. Halvstark samt stark effektivitet har omtitulerats men innebörden har ej ändrats. Halvstark effektivitet har döpts om till « event studies » och stark effektivitet till « tests for private information ».

³¹ Kendall (1953), *Journal of the Royal Statistic Society*, s.11-25.

³² Chan, Gup och Pan (1997), *The Journal of Finance and Accounting*, s.803-813.

³³ Fama (1991), *The Journal of Finance*, s.1575-1610

3.3 Marknadseffektivitet i praktiken

Nobelpristagaren Robert Merton och Zvi Bodie publicerade ett arbete, som understryker hur marknadseffektivitet fungerar i dagens investeringsmiljö. Argument som används mot effektiva marknadsteorin är att den inte tar hänsyn till transaktionskostnader, skatt eller människors tendens att ta irrationella investeringsbeslut.

Ett exempel på hur teorin fungerar i dagens investeringsmiljö är aktiefonden. Aktiefonder ger investeraren möjlighet att ”exponeras” i flera olika värdepapper och därigenom undvika höga transaktionskostnader. Större institut har format investeringskommittéer som på så vis motverkar irrationellt investeringsbeteende.³⁴

Marknaden fastställer alltså korrekta priser trots kortvariga anomalier och irrationellt investeringsbeteende.

Onyeaso och Rogers kom fram till att det amerikanska ”Small Cap 600 index” är starkt effektivt³⁵. Ett investeringsbeslut baserat på historisk information visar sig vara värdelöst. Detta är ett exempel av en klassisk form av ett marknadseffektivitetstest, där den inbakade informationen i de historiska aktiepriserna är oduglig för att förutsäga aktuella samt framtida priser för att uppnå överavkastning³⁶.

3.4 Anomalier³⁷

Anomalier avser de effekter på marknaden som gör det möjligt att få högre avkastning än vad som egentligen borde vara möjligt med hänsyn till den risknivå, som tas genom att studera historiska prissättningar. Det finns en mängd olika typer av anomalier, de mest uppmärksammande är småbolagseffekten, veckodagseffekten, månadseffekten och januarieffekten.

3.4.1 Småbolagseffekten³⁸

I jämförelse med de större bolagen ger småföretagen bättre avkastning än genomsnittet. Högre avkastning uppnås även efter att ha justerat för den högre risken som normalt associeras med små bolag. Småföretagens aktier är mindre likvida så tillförsel av ny information leder till kraftiga rörelser, vilket är en förklaring till överavkastningen.

³⁴ Merton (2005), *Investment Management*, s.32-36

³⁵ Onyeaso och Rogers (2004), *Quarterly Journal of Business and Economics*, s.139-154

³⁶ Fama (1965), *Journal of Business*, s.34-105.

³⁷ Loughran (1997), *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, s.249-268

³⁸ Reinganum (1981), *Journal of Financial Economics*, s.19-46

3.4.2 Veckodagseffekten³⁹

Den genomsnittliga avkastningen varierar i storlek med olika veckodagar. Om den finansiella marknaden är instabil vill man inte behålla osäkra tillgångar över helgen. De säljs av innan helgen, för att sedan köpas tillbaka på måndagen.

3.4.3 Månadseffekten⁴⁰

Vid slutet av månaden går aktier, som gått bra under månadens gång, upp ytterligare. Orsakerna till detta är främst löneutbetalningar, ränteutbetalningar, skattefördelar och pensionsfondsinsbetalningar. Ännu en orsak är att fondbörvaltare vill inför månadsskiftet presentera starka portföljer och det ser då bra ut att ha den senaste tidens vinnaraktier i sin portfölj. Aktiepriset stiger då efterfrågan ökar.

3.4.4 Januarieseffekten⁴¹

Generellt genererar januari en högre avkastning än övriga månader. En förklaring till denna effekt är att investerare säljer av de aktier som gått med förlust i december för att på så vis kvitta dessa förluster mot realisationsvinster och därigenom minska skatten. Om de sålda aktierna uppfattas som intressanta placeringsalternativ i januari köps de tillbaka. Då aktierna köps tillbaka stiger marknaden med anledning av att efterfrågan på aktierna ökar.

3.4.5 P/E tals effekten⁴²

En aktie med ett högt P/E tal visar sig ge en högre avkastning än en aktie med ett lågt P/E tal. Detta orsakas av att investerare generellt har en väldigt optimistisk inställning till aktier med högt P/E värde och vice versa.

³⁹ Pettingill (2003), *Quarterly Journal of Business and Economics*, s.3-22

⁴⁰ Al-Saad and Moosa (2005), *Applied Financial Economics*, s.63-71

⁴¹ Chen and Singal (2004), *The Journal of Financial Research*, s.351-372

⁴² Ball (1978), *Journal of Financial Economics*, s.103-126.

3.5 Betavärde⁴³

Betavärdet är en enskild akties relevanta risk, d.v.s. den totala riskandel en aktie tillför en aktieportfölj. Det mäter i vilken grad en akties avkastning rör sig i relation till index. En aktie med högt betavärde är mer rörlig än en genomsnittlig aktie. En genomsnittlig aktie har ett betavärde på ett. En aktie vars betavärde har ett värde på ett är korrelerat med index och rör sig exakt som index.

Det förekommer även negativa betavärden. Avkastningen på aktier med ett negativt betavärde stiger då andra aktiers avkastning sjunker.

Beta uträknas på en mängd olika sätt men vanligast genom en regressionsanalys för att estimerar en enskild dags avkastning i jämförelse med marknadens avkastning under samma tidsperiod. Beta är ett mått av marknadsrisken och används främst för att bättre kunna uppskatta avkastningen av företag med högre eller lägre risk än genomsnittet.

3.6 Eventstudier⁴⁴

För 30 år sedan utvecklades undersökningsmetoden eventstudien, som används frekvent inom finansiella studier, för att mäta regelbundna händelsers effekt. De försöker mäta onormala ändringar i aktiepriset av börsnoterade företag som sker i samband med en ”event” som t ex en publicering av en köprekommendation.

Målet av en eventstudie är att då undersöka om aktiepriset reagerar negativt eller positivt vid en viss händelse. Metoden utgår från antagandet att enskilda aktiers avkastning över tiden kan förutsägas till en viss grad.

En viss händelse studeras i ett så kallat händelsefönster. För varje aktie i och tidpunkt u fås:

$$E(R_u) = \beta_i * R_{mt}$$

$E(R_u)$ = aktiens förväntade avkastning vid tidpunkt t

β_i = aktiens betavärde

R_{mt} = marknadens avkastning vid tidpunkt t

Målet med en eventstudie är att fastställa om en specifik händelse påverkar investeringsbeteende och då ytterligare avkastningen på relaterade aktier.

⁴³ Brigham och Daves (2004), *Intermediate Financial Management*, s. 50-55

⁴⁴ Wells (2004), *Journal of Insurance Regulations*, s.61-70

3.7 Tidigare Forskning inom området

3.7.1 Utländsk forskning

Amerikanska finansstidningen *Fortuna* gjorde en undersökning av utfallet av sina egna aktierekommendationer under året 2004. 69% av deras köprekommendationer slog eller blev likadana som index. Utav totalt 72 köprekommendationer slog 31 index och 19 motsvarade index.⁴⁵

Ytterligare en amerikansk finansstidning, *Forbes* utvärderade själv de rekommendationer som publicerades 2003. Om man hade följt deras 67 rekommendationer hade man tjänat 20%, medan man enbart tjänat 17% om man hade följt S&P 500 index. Det var det femte löpande året som deras rekommendationer slog index.⁴⁶

Porter undersökte det långsiktiga värdet av tidningen *The Wall Street Journals* spalt "The Investment Dartboard" aktierekommendationer under tidsperioden 1990-2002. Spalten presenterade framstående analytikers rekommendationer i jämförelse med slumpvisa aktier, som spaltens journalister fick fram genom att kasta pil. Investerare, som byggde om sina portföljer efter analytikerna råd, fick en högre slutlig förmögenhet men en lägre riskjusterad avkastning än om man hade följt S&P 500 index. Portföljen, som blev utvald genom pilkastning, slog analytikernas urval både på nominell och riskjusterad basis.⁴⁷

Yazici och Muradoglu undersökte 206 publicerade rekommendationer i *Moneymatik* under tidsperioden 1993-1998 för att se om det gick att uppnå överavkastning genom att följa dessa rekommendationer. Den genomsnittliga överavkastningen för händelsedagen var 2.35% och den sammanlagda överavkastningen under veckoperioden från fem dagar innan publikation till själva publikationsdagen var 5.39%. De fann att publicerade rekommendationer inte var av någon större hjälp för vanliga småsparare men däremot förmånliga för "preferred investors", d.v.s. personer med tillgång till insiderinformation. När "preferred investors" utnyttjar insiderinformation uppnås överavkastning medan småsparare endast får en mindre överavkastning, som understeg den avkastning de kunde ha fått genom att följa index.

Desai, Liang och Singh utvärderade 1247 rekommendationer gjorda av *Wall Street Journals* utvalda stjärnanalytiker under tidsperioden 1993-1996. Stjärnanalytikerna visade sig vara överlägsna i att välja ut aktier. Analytiker, som är specialiserade på en specifik bransch, gör bättre analyser än analytiker, som täcker flera branscher. Vidare framgick att analytiker har ett visst flockbeteende. 27 procent av alla aktier var rekommenderade av mer än bara en analytiker.⁴⁸

⁴⁵ Metha (2004), *Fortune*, vol. 150, issue 12, s12-15

⁴⁶ Coffey and Yen, (2004), *Forbes*, vol. 173, issue 2, s.128-130.

⁴⁷ Porter(2004), *Journal of Applied Finance*, s.52-65

⁴⁸ Desai, Liang och Singh (2000), *Financial Analysts Journal*, s-20-29

3.7.2 Svensk forskning

Erik Lidén analyserade prestationen på köp- och säljrekommendationer publicerade i svenska tidningar under tidsperioden 1995 till 2000. Lidén studerade resultaten på ett till två års sikt efter publicerandet.

Inget värde fanns i att följa köprekommendationerna, oavsett vilken tidsperiod som observerades efter publiceringen. Endast säljrekommendationer för mindre företag resulterade i vinst. Publicerade rekommendationer, som skrevs av analytiker, var mer framgångsrika än de som var skrivna av journalister⁴⁹.

En magisteruppsats⁵⁰ vid Lunds Universitet undersökte om Finanstidningens köprekommendationer under tidsperioden 1996 till 1998 hade någon påverkan på aktiekursen samt om det går att få överavkastning för enskilda aktier genom att följa dessa rekommendationer.

Av 70 rekommendationer gav 56 överavkastning under publiceringsdagen. Överavkastningen avtog dock över tiden. Vidare framgick det att aktiekursen påverkades under publiceringsdagen.

En annan magisteruppsats⁵¹ undersökte om aktierekommendationer från Aktiespararen, Börsinsikt, Dagens Industri och Veckans Affärer under 1998 hade någon direkt kurspåverkan samt hur avkastningen utvecklades på lång sikt för de rekommenderade aktierna.

Aktierna utvecklades enligt rekommendationerna, fast enbart på kort sikt. Veckans Affärer hade störst initial kurspåverkan, en överavkastning på nästan 3 % under publiceringsdagen. Av deras studie framgick att ingen överavkastning gick att uppnå genom att följa rekommendationerna på längre sikt.

En kandidatuppsats⁵² vid Lunds Universitet undersökte om Affärsvärldens och Veckans Affärers köprekommendationer ledde till någon avvikelseavkastning i händelsefönstret samt utfallet på en respektive tolv månaders sikt. Vidare jämfördes de rekommenderade aktiernas avkastning med Stockholms Fondbörs generalindex samt riskfri ränta (SSVX) på en respektive tolv månaders sikt.

Veckans Affärers rekommendationer hade en signifikant påverkan på aktiekurserna under händelsefönstret. Däremot påvisades inte någon överavkastning, vare sig på en respektive tolv månaders sikt för Veckans Affärer i jämförelse med index. På en månads sikt presterade den rekommenderade aktien bättre än SSVX men däremot inte på tolv månades sikt.

⁴⁹ Lidén (2003), "Are stock recommendations in Swedish newspapers/magazines adequate?" vid Göteborgs Handelshögskola.

⁵⁰ Carnebring, Ekstrand och Pettersson (1999), "Köprekommendationers påverkan på aktiekursen. En studie av Finanstidningen", magisteruppsats vid Lunds Universitet.

⁵¹ Berglund, Kullenberg och Stenberg (1999), "Affärstidningens rekommendationer". Magisteruppsats vid Lunds Universitet.

⁵² Arvidsson, Karlsson, Mårtensson och Nimlin (1999), "Affärsvärldens och Veckans Affärers köprekommendationer – en studie av påverkan och utfall". Kandidatuppsats vid Lunds Univesitet

Affärsvärldens rekommendationer visade ingen statistiskt garanterad överavkastning under händelsefönstret. På en månads sikt kunde rekommendationen påvisa överavkastning i paritet med SSVX. Däremot gick det inte att statistiskt säkerställa någon överavkastning jämfört med SSVX på tolv månaders sikt.

4 MODELLBESKRIVNING

I detta avsnitt presenteras de modeller som har använts i denna undersökning. Detta för att ge läsaren en tydlig genomgång av hur vi har gått tillväga. De modeller som genomgås är: eventstudie modellen, CAR, hypotesprövning innehållande t-test, Wilcoxon's teckenrangtest och chi två test samt skattning av beta och alfa.

4.1 Eventstudier

Syftet med undersökningen är att se huruvida de två finanstidningarna, Veckans Affärer och Affärsvärldens köprekommendationer har någon påverkan på aktiekursen. En eventstudie används för att genomföra denna studie.

Inom finansiell forskning är eventstudien ett av de mest använda analytiska verktygen.⁵³ Eventstudier utvecklades 1933 av James Dolley⁵⁴ och har sedan fram till 1960 utvecklats och blivit allt mer sofistikerad. Metodologin som används idag är mer eller mindre identisk med den som introducerades sent 1960-tal av Bay et al⁵⁵ och Fama et al⁵⁶

Målet av en eventstudie är att fastställa om en viss händelse har någon påverkan på aktiepriset. Fusioner, företagsförvärv, utdelningar, analytiker rekommendationer, privatisering samt nyemissioner är exempel på "marknadshändelser"⁵⁷.

Vid utformandet av eventstudier utgår man ifrån följande steg⁵⁸

- Definiera den utvalda händelsen och fastställa händelsefönstret dvs. den tidsperiod under vilken observationen sker.
- Mäta förväntad -, verklig - och avvikelseavkastning.
- Definiera nollhypotesen, sammanställa slutresultaten och de statistiska testerna.
- Genomföra analys och slutsats utifrån resultatet.

⁵³ Peterson (1989), *Quarterly Journal of Business and Economics*, s.36-66

⁵⁴ Dolley (1933), *Harvard Business Review*, s. 316-326

⁵⁵ Ball and Brown (1968), *Journal of Accounting Research*, s.159-178

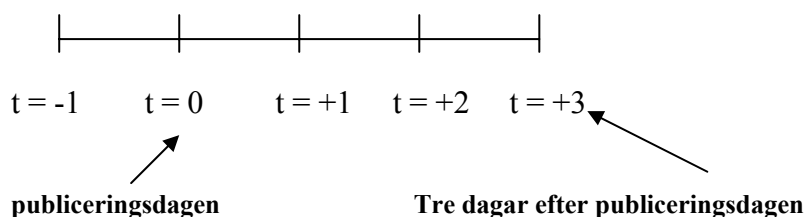
⁵⁶ Fama and al (1969), *International Economic Review*, s.1-21.

⁵⁷ Frankfurter and McGoen (1993), *International Review of Financial Analysis*, s.121-141

⁵⁸ Wells (2004), *Journal of Insurance Regulation*, s.61-70

4.2 Händelsefönstret

Den utvalda händelsen som beaktas i denna eventstudie är publikationen av Affärsvärldens respektive Veckans Affärers köprekommendationer. Den valda tidsperioden, händelsefönstret, illustreras med följande bild:



Den utvalda tidsperioden för händelsefönstret är en dag före händelsen, publiceringsdagen, samt de tre efterföljande dagarna. Händelsefönstret begränsas till denna tidsperiod, då vi anser att sannolikheten är liten, att någon skulle handla på denna information dagarna innan publicering. Ett tidsperspektiv längre än tre dagar skulle öka risken för utomstående faktorer att påverka och ge ett missvisande resultat.

Efter överläggning med handledare bekräftades vårt val av händelsefönster.

4.3 Modeller för uppskattning av avvikelseavkastning

Vid en eventstudie finns tre olika modeller för att beräkna avvikelseavkastning⁵⁹.

- Marknadsmodellen
- Justerade marknadsmodellen
- Genomsnittsjusterade marknadsmodellen.

⁵⁹ Brown and Warner (1980), *Journal of Financial Economics*, s.205-258

4.3.1 Marknadsmodellen⁶⁰

Marknadsmodellen är en statistisk modell som jämför en given akties avkastning med marknadsportföljens avkastning vid en viss tidpunkt. Hänsyn tas till både den systematiska och den osystematiska risken. Marknadsportföljens avkastning utgörs i denna undersökning av AFGX. Följande formel används för att beräkna avvikelseavkastning.

$$Ar_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

Ar_{it} = avvikelseavkastning för aktie i, dag t, dvs. skillnaden mellan aktiens verkliga och förväntade avkastning.

R_{it} = aktie i:s verkliga avkastning, dvs. procentuell kursskillnad mellan dag t och dag t-1.

R_{mt} = marknadsportföljens avkastning, dvs. procentuell kursskillnad för AFGX mellan dag t och dag t-1.

α_i, β_i = skattade aktiespecifika parametrar.

För att utföra denna jämförelse inleder man med att räkna ut marknadsmodellens förväntade avkastning. Denna definieras av följande formel:⁶¹

$$E(R_{it}) = (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

$E(R_{it})$ = aktiens förväntade avkastning vid tidpunkt t

α_i = skattad aktiespecifik parameter

β_i = aktiens betavärde

R_{mt} = marknadsportföljens avkastning, dvs. procentuell kursskillnad för AFGX mellan dag t och dag t-1.

⁶⁰ Ibid

⁶¹ Arnold (2002), *Corporate Financial Management*, s.303-304

Nedan följer ett typexempel vid beräkning av avvikelseavkastning:

Företag	Aktiekurs	Index		T=0	T=1	Beta
H&M	238	3582	Aktiekurs	231	252	1,2
			Index	3583,1	3610,2	
			AR		8,19%	

Första steget är att beräkna den verkliga avkastningen på marknaden. Uträkningen görs på följande sätt:

$$R_{mt} = \frac{(\text{Index}_{t+1} - \text{Index}_{t=0})}{\text{Index}_{t=0}} * 100$$

$$R_{mt} = \frac{(3610,2 - 3583,1)}{3583,1} * 100$$

$$R_{mt} = 0,76\%$$

Sedan måste betavärdet vägas in för att få fram aktiens förväntade avkastning:

$$E(R_{it}) = R_{mt} * \beta$$

$$E(R_{it}) = 0,76\% * 1,2$$

$$E(R_{it}) = 0,91\%$$

Nästa steg blir att räkna ut aktiens verkliga avkastning. Den verkliga avkastningen vid $t + 1$ blir:

$$R_{it} = \frac{\text{Aktiekurs}_{t=1} - \text{Aktiekurs}_{t=0}}{\text{Aktiekurs}_{t=0}} * 100$$

$$R_{it} = \frac{252 - 231}{231} * 100$$

$$R_{it} = 9,1\%$$

Sista steget i undersökningen blir att jämföra aktiens verkliga avkastning med den förväntade avkastningen för att kunna påvisa om det finns någon avvikelseavkastning.

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

AR_{it} = avvikelseavkastning för aktien vid tidpunkt t

R_{it} = aktiens verkliga avkastning vid tidpunkt t

$E(R_{it})$ = aktiens förväntade avkastning vid tidpunkt t

$$AR_{it} = 9,1\% - 0,91\%$$

$$AR_{it} = 8,19\%$$

I det här exemplet visade aktien en överavkastning gentemot index på 8.19%.

4.3.2 Justerade marknadsmodellen⁶²

Den justerade marknadsmodellen är en förenklad version av marknadsmodellen där alfa estimeras till noll och beta estimeras till ett. Då modellens koefficienter är konstanta behövs ingen estimeringsperiod för att fastställa estimat för parametrarna.

$$Ar_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

4.3.3 Genomsnittsjusterade avkastningsmodellen⁶³

Den genomsnittsjusterade avkastningsmodellen är en relativt enkel modell, där den förväntade avkastningen för en given aktie antas vara lika med konstanten (K_i), aktien ger samma avkastning som den gjorde under en tidigare period.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - K_i$$

4.4 Affärsvärldens generalindex

Affärsvärldens Generalindex används som jämförelseindex i denna undersökning eftersom företagen i undersökningen finns i olika branscher. Därmed skulle en jämförelse mot enskilda branschindex vara irrelevant. Valet av jämförelseindex förstärks av vår handledare Maria Gårdängen.

4.5 Cumulative Abnormal Return (CAR)⁶⁴

Cumulative abnormal return är en populär metod vid undersökningar av avvikelseavkastning där tidigare historisk information är ofullständig.

⁶² Brown and Warner (1980), *Journal of Financial Economics*, s.205-258

⁶³ Ibid

⁶⁴ Ibid

Den kumulativa avkastningen för ett visst händelsefönster t definieras av den sammanlagda avkastningen i händelsefönstret.

4.6 Långsiktig undersökning

Vårt delsyfte i uppsatsen är att utvärdera aktiernas köprekommendationer på lång sikt dvs. om aktierna gått bättre än index. Jämförelsen sker mot AFGX vid två tidpunkter, 6 och 12 månaders sikt. Inledningsvis räknas avkastningen för aktien ut för den givna tidsperioden. Nedan beskrivs de matematiska beräkningar för att kunna jämföra de båda utfallen. Exemplet nedan visar en undersökning på 6 månader sikt.

(Aktiekurs $t = 180$) – (Aktiekurs $t = 0$) = Procentuell utveckling för aktien

(Aktiekurs $t = 0$)

Sedan beräknas avkastningen för index.

(AFGX $t = 180$) – (AFGX $t = 0$) = Procentuell utveckling för AFGX

(AFGX $t = 0$)

Vi får således denna ekvation som visar huruvida rekommendationerna gått bättre eller sämre än index.

**(Aktiekurs $t = 180$) – (Aktiekurs $t = 0$) – (AFGX $t = 180$) – (AFGX $t = 0$)
(Aktiekurs $t = 0$) (AFGX $t = 0$)**

4.7 Hypotesprövning⁶⁵

Genom slumpmässiga urval avgörs trovärdigheten med hjälp av statistisk hypotesprövning.

Man utgår från en nollhypotes samt en alternativ hypotes, kallad mothypotes. Slutligen accepteras eller förkastas nollhypotesen beroende på utfall. Om den accepteras innebär det dock inte att påståendet är riktigt, enbart att det är ett rimligt antagande.

⁶⁵ Körner och Wahlgren (2000), Statistisk Dataanalys, Studentlitteratur. s. 180-219

Arbetsgången kan schematiseras på följande sätt:

- Frågeställning
- Frågeställning översätts till hypoteser
- Slumpmässigt urval och numeriska beräkningar
- Nollhypotesen accepteras eller förkastas.

I denna uppsats används till stor del en tvåsidig mothypotes. Hypotesen är tvåsidig i och med att det finns två alternativ, två mothypoteser till nollhypotesen. Nollhypotesen innebär att den undersökta avvikelseavkastningen är lika med noll och mothypotesen innebär att den undersökta avvikelseavkastningen är större eller mindre än noll dvs. skild från noll.

Signifikansnivån fastställer gränsen vid vilken nollhypotesen bör förkastas. Det är risken att förkasta nollhypotesen när den är sann. Vi har använt oss av en signifikansnivå på fem procent. Den femprocentiga signifikansnivån är den mest frekvent använda då det inte finns speciella orsaker att välja någon annan nivå.

4.8 Teckentest⁶⁶

Teckentest är en metod att föredra när undersökningen har för avsikt att undersöka parvisa observationer. För detta test krävs att värdena på respektive par kan rangordnas samt att det går att utläsa vilket värde som är störst. Således behövs inga numeriska värden. Rent praktiskt anges om differensen mellan de olika värdena är positiv eller negativ. Differensen kan uppskattas på två olika sätt. Antingen används antalet differenser med plustecken eller antalet differenser med minustecken.

4.9 Wilcoxons teckenrangtest⁶⁷

I detta test beaktas differensen i förhållande till observationerna för varje par, precis som vid teckentestet. Skillnaden är dock att inte bara differensens tecken uppmärksammas utan även differensens storlek. Teckenrangtestet ponerar att differensernas numeriska värden är ekvivalenta vilket innebär att de har en gemensam skala. Uppfylls denna förutsättning innebär det att ett teckenrangtest på ett bättre sätt utnyttjar informationen i det undersökta materialet. Förutom det grundläggande tillvägagångssättet vid ett teckentest byggs denna metod vidare genom att differenserna rangordnas efter belopp i absoluta termer. I likhet med teckentestet elimineras de par där differensen är lika med noll. Den minsta differensen sett ur reella termer rangordnas som talet 1, den näst största får talet 2 osv. Om det förekommer att flera differenser erhåller samma reella värde, "ties", ges samma rangtal.

⁶⁶ Ibid s. 304-305

⁶⁷ Ibid s. 316-317

4.10 χ^2 -metoden⁶⁸

Denna metod kallas på svenska "tji-tvåmetoden" och är lämpad för analys av frekvenstabeller. Denna metod innefattar att de reella frekvenserna jämförs i en frekvenstabell med de förväntade frekvenserna enligt nollhypotesen. Frågeställningarna kan skifta men testfunktionerna är relativt standardiserade i dess konstruktion. Både enkla frekvenstabeller med en variabel och korstabeller kan analyseras. Den sistnämnda används ofta för att fastställa om det föreligger någon förbindelse mellan variablerna.

Vidare finns det ett viktigt samband mellan z-värdet och det observerade χ^2 -värdet. Roten ur z-värdet är alltid samma som χ^2 -värdet.

4.11 Skattning av beta⁶⁹

Betavärde beräknas på historiskt data som ej ingår i den undersökta tidsperioden. I vårt fall har betavärdet uträknats på 60 observationstillfällen, "trading days" bakåt från två dagar innan händelsefönstrets början. Anledningen till valet av två dagar innan publiceringsdagen motiveras med att ingen påverkan på händelsefönstret sker. Den korta perioden för beräkning av beta förklaras till stor del av vår korta tidsperiod på händelsefönstret.

Formeln vi använt för beräkning av Beta (β) är:

$$\beta_j = \frac{\text{Cov}(R_j, R_M)}{\sigma_M^2}$$

Cov = Kovarians

R_j = aktiens avkastning vid tidpunkten t

R_m = marknadens avkastning vid tidpunkten t

σ_M^2 = Variansen på marknaden

⁶⁸ Ibid. s. 225

⁶⁹ Arnold (2002), *Corporate Financial Management*, s.299

4.12 Skattning av alfa⁷⁰

Genom att räkna ut alfa, α , mäts nivån på en akties över- eller underavkastning.

Beräkningen görs med hjälp av följande formel:

$$\alpha = \beta_i(R_{mt}) - R_{it}$$

β_i = aktiens betavärde

R_{mt} = marknadsportföljens avkastning, dvs. procentuell kursskillnad för AFGX mellan dag t och dag t-1.

R_{it} = riskfyllda aktiens konstanta avkastning

⁷⁰ Buckland & Fraser (2002), *Global Finance Journal*, s.39-62 (volume 13, “ The scales and patterns of abnormal returns to equity investment in UK electricity distribution)

4.13 Antaganden för kurser i händelsefönstret

För att på tydligaste sätt kunna genomföra denna undersökning krävs ett antagande om att stängningskursen dag t är densamma som öppningskursen dag $t + 1$, således:

Tidpunkt	Affärsvärlden	Veckans Affärer
$t = -1$	Slutkurs fredag	Slutkurs tisdag
	Öppningskurs måndag	Öppningskurs onsdag
$t = 0$	Slutkurs måndag	Slutkurs onsdag
	Öppningskurs tisdag	Öppningskurs torsdag
$t = 1$	Slutkurs tisdag	Slutkurs torsdag
	Öppningskurs onsdag	Öppningskurs fredag
$t = 2$	Slutkurs onsdag	Slutkurs fredag
	Öppningskurs torsdag	Öppningskurs måndag
$t = 3$	Slutkurs torsdag	Slutkurs måndag
	Öppningskurs fredag	Öppningskurs tisdag

5 RESULTAT

I detta kapitel presenterar vi de resultat vi kommit fram till. Vi gör det först och främst med hjälp av tabeller och grafer för att framföra resultatet på ett lättförståeligt sätt. Först presenterar vi påverkan på händelsefönstret, därefter redovisas utfallet för CAR. Avslutningsvis visas utfallet på köprekommendationerna på 6 och 12 månaders sikt samt de olika statistiska testerna.

5.1 Resultat av eventstudien

För att kunna påvisa huruvida Affärsvärldens och Veckans Affärers köprekommendationer påverkar börskursen måste vi statistiskt säkerställa de resultat vi fått fram. Vi har valt att göra det med 5 % signifikansnivå, då detta är praxis utom i vissa extremfall.⁷¹ Vår nollhypotes är att värdet skall vara lika med noll. Mothypotesen är således att värdet skall vara signifikant skiljt från noll.

I bilagan återfinns de kompletta statistiska testerna.

⁷¹ Körner, S. Wahlgren, L (2000): Statistisk Data Analys. s. 200

5.2 Resultat för Affärsvärlden

I tabellen nedan ser vi att överavkastningen är statistiskt säkerställd på både ($t = 0$) och ($t = 1$) dvs. både på publiceringsdagen och dagen efter. Detta då dessa dagars p-värde understiger 0,05 samt att t-värde är större än 1,96. På publiceringdagen ser vi att hela 78,2 % av de rekommenderade aktierna slår index och att den genomsnittliga överavkastningen är på ca 2,6 % med en standardavvikelse på 4,95 %.

Trots att överavkastningen uppnås på mer än 50 % av alla rekommendationer för alla dagar går det inte att statistiskt garantera för dagarna ($t = -1$), ($t = 2$) och ($t = 3$). Därmed accepteras nollhypotesen dessa dagar

Tabell 5.1 Sammanställning av "One sample t-test" för Affärsvärlden

	t = -1	t = 0	t = 1	t = 2	t = 3
Antal rekommendationer	147	147	147	147	147
Antal med överavk. i %	52,4%	78,2%	61,2%	55,1%	58,5%
Medelvärde	-0,000699	0,026084	0,009180	0,004367	0,003220
Standardavvikelse	0,031326	0,049470	0,033753	0,029433	0,035812
Medelfel	0,002584	0,004080	0,002784	0,002428	0,002954
t-värde	-0,27	6,39	3,3	1,8	1,09
P-värde	0,787	0,000	0,001	0,074	0,277
Kritiskt värde	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
Säkerställd med 95% tillförlitlighet	Nej	Ja	Ja	Nej	Nej

5.3 Resultat för Veckans Affärer

Publiceringsdagen är för denna tidning den enda dagen i händelsefönstret som ger överavkastningen med 95 % -ig konfidensgrad med ett p-värde som understiger 0,05 och ett t-värde som är större än det kritiska värdet på 1,99167. 54,1 % av observationerna ger denna dag överavkastning med ett medelvärde på 0,009844 och en standardavvikelse på 0,032534. Anledningen till att det kritiska värdet skiljer sig jämfört med Affärsvärlden är att antalet observationer skiljer sig åt mellan de båda tidningarna. För Veckans Affärer har vi 85 observationer, där kritiska värdet räknats ut genom interpolation, och för Affärsvärlden 147 observationer.

Tabell 5.2 Sammanställning ”One sample t-test” för Veckans Affärer

	t = -1	t = 0	t = 1	t = 2	t = 3
Antal rekommendationer	85	85	85	85	85
Antal med överavk. i %	54,1 %	57,6%	47,1%	47,1%	61,2%
Medelvärde	0,001227	0,009844	0,005874	0,001105	0,001447
Standardavvikelse	0,024446	0,032534	0,027747	0,025562	0,025803
Medelfel	0,002652	0,003529	0,003010	0,002773	0,002799
t-värde	0,46	2,79	1,95	0,4	0,52
Kritiskt värde⁷²	1,99167	1,99167	1,99167	1,99167	1,99167
Säkerställd med 95% tillförlitlighet	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej

⁷² Körner, S. (2000): Tabeller och formler för statistiska beräkningar. S. 16-17

5.4 Resultat av Cumulative Abnormal Return (CAR)

Över tiden för händelsefönstret ger Cumulative Abnormal Return (CAR) en statistisk säkerställd överavkastning för de båda tidningarna då deras p-värde är mindre än 0,05 och t-värdet överstiger det kritiska värdet.

Tabell 5.3 Sammanställning ”one sample t-test” för Affärsvärldens och Veckans Affärers CAR

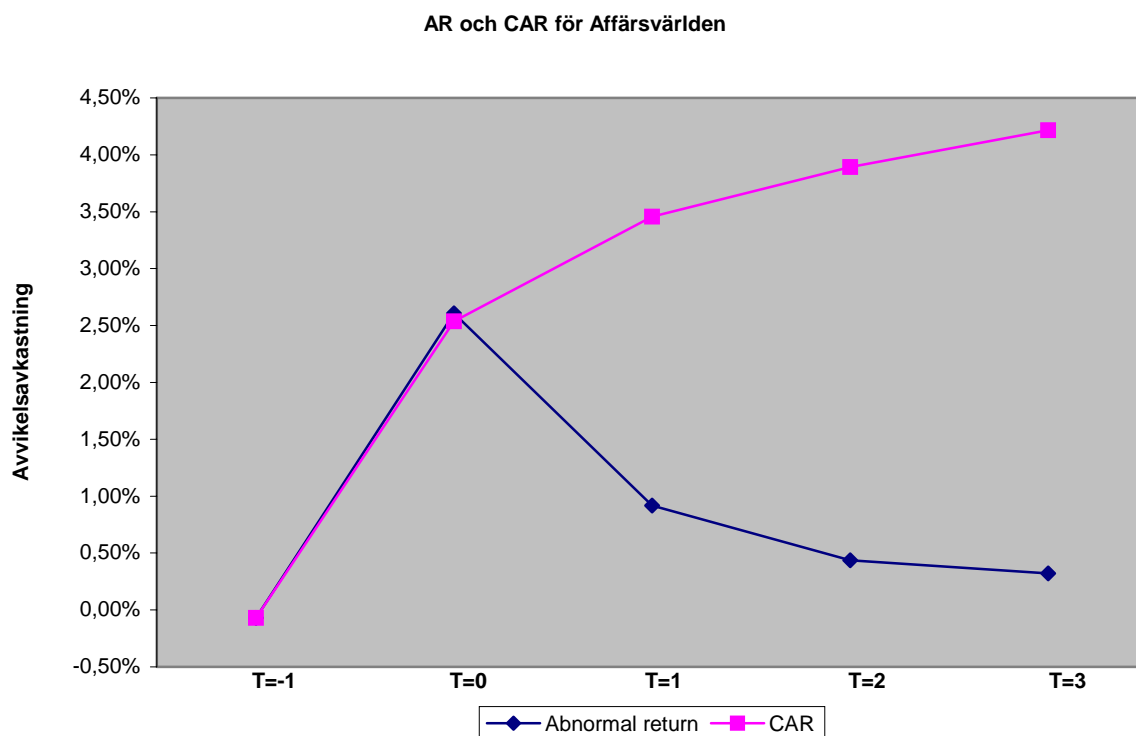
	CAR Affärsvärlden	CAR Veckans Affärer
Antal rekommendationer	147	85
Antal med överavk. i %	71,4%	64,7%
Medelvärde	0,042152	0,019497
Standardavvikelse	0,095020	0,058496
Medelfel	0,007837	0,006345
t-värde	5,38	3,07
P-värde	0,000	0,003
Kritiskt värde	1,96	1,99167
Säkerställd med 95% tillförlitlighet	Ja	Ja

För att tydliggöra att det sker en genomsnittlig överavkastning under händelsefönstret har vi nedan konstruerat tabeller och grafer för AR och CAR för Affärsvärlden och Veckans Affärer

Tabell 5.4 Sammanställning av AR och CAR för Affärsvärlden över händelsefönstret

t	-1	0	1	2	3
AR	-0,000699	0,026084	0,009180	0,004367	0,003220
CAR	-0,000699	0,025385	0,034565	0,038932	0,042152

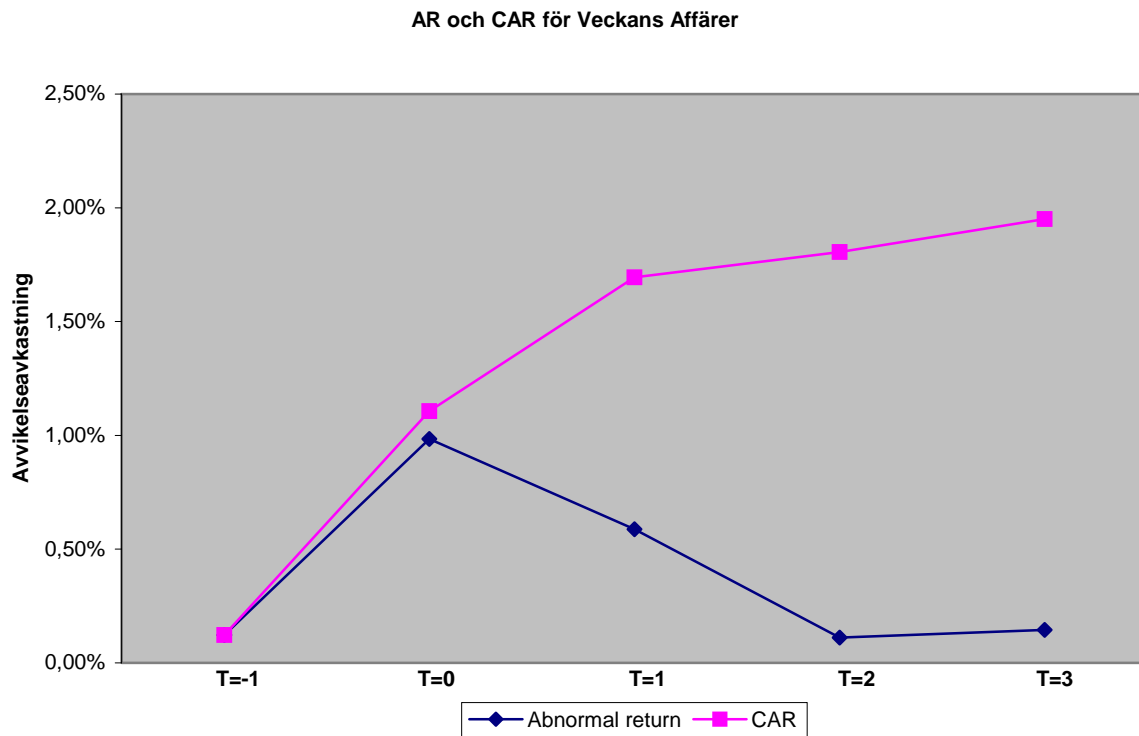
Figur 5.1



Tabell 5.5 Sammanställning av AR och CAR för Veckans Affärer över händelsefönstret

t	-1	0	1	2	3
AR	0,001227	0,009844	0,005874	0,001105	0,001447
CAR	0,001227	0,011071	0,016945	0,01805	0,019497

Figur 5.2



Tabell 5.6 "two sample t-test" av CAR för Affärsvärlden och Veckans Affärer

CAR Affärsvärlden vs CAR Veckans Affärer						
Antal	Medel värde	Standardavvikelse	Medelfel	t-värde	P-värde	Säkerställd med 95% tillförlitlighet
147	0,0422	0,0950	0,0078			
85	0,0195	0,0585	0,0063			
				1,99	0,048	JA

Resultatet ovan visar att Affärsvärlden statistiskt säkerställt har större påverkan på aktiekurserna under händelsefönstret.

5.5 Köprekommendationernas utfall efter 6 respektive 12 månader

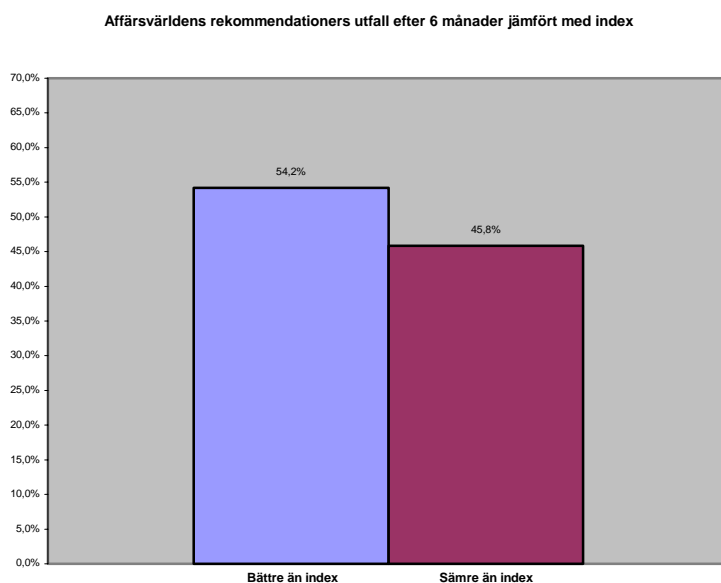
I detta avsnitt tittar vi på hur utfallet blivit, om man hade följt aktiernas köprekommendationer. Vi har delat upp resultaten på 6 respektive 12 månaders sikt och redovisar tidningarna var och en för sig. De redovisade resultaten är justerade mot index, d.v.s. om en aktie skall få ett positivt utfall måste den öka mer än index för motsvarande period. Aktiekurserna är hämtade från SIXTRUST. Dessa kurser är inte justerade mot utdelning. Aktiekurserna har vi själva justerat för utdelningar. Alla andra påverkande faktorer, som exempelvis split, är justerat av SIXTRUST.

För att statistiskt fastslå utfallen har vi använt oss utav Wilcoxons teckenrangtest⁷³. Dessa test redovisas i sin helhet i bilaga men sammanställda resultat finns sist i detta kapitel.

⁷³ Körner, S. Wahlgren, L (2000): Statistisk Data Analys. s. 309

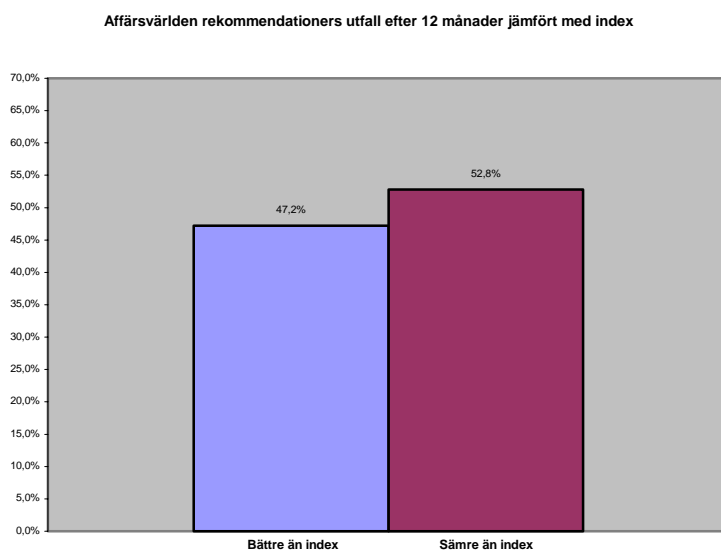
5.5.1 Resultat för Affärsvärlden

Figur 5.3



6 månader efter publiceringsdagen har 54,2 % gått bättre än index.

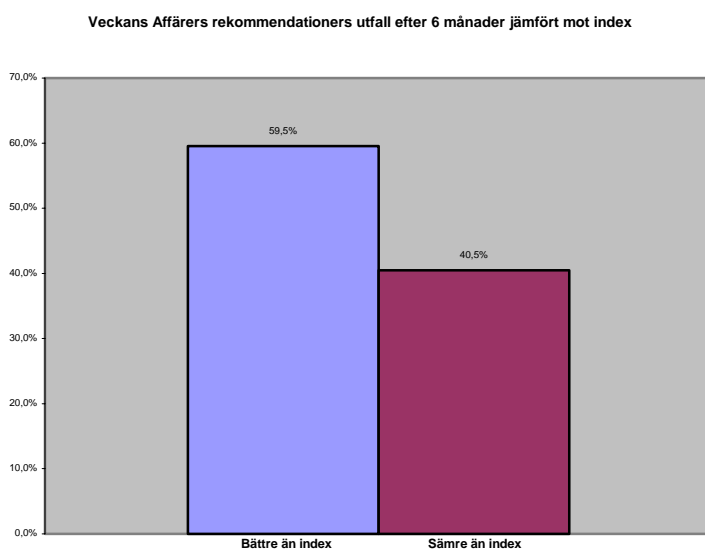
Figur 5.4



I figur 5.3 och 5.4 kan vi se en kraftig minskning på rekommenderade aktier som går bättre än index jämfört med efter 6 månader. Antalet rekommenderade aktier, som slår index, minskar från 54,2 % till 47,2 %. Om Affärsvärldens köprekommendationer följts och om aktierna hållits kvar i ett år är det 52,8 % risk, att de ger sämre avkastning än index.

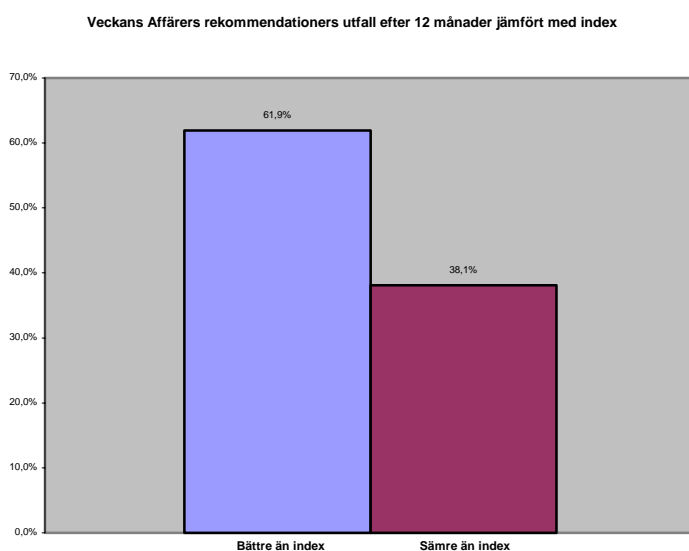
5.5.2 Resultat av Veckans Affärer

Figur 5.5



Om man följde de aktierekommendationer, som tidningarna gav ut, skulle 59,5 % av dem slå index efter ett aktieinnehav på 6 månader efter publiceringstillfället.

Figur 5.6



I figuren ovan är antalet aktierekommendationer, som har ett utfall bättre än index, fler än de som går sämre än index. Vi kan även se en ökning jämfört med utfallet för 6 månader. Efter 12 månader är 61,9 % av rekommendationerna bättre än index jämfört med 59,5 % efter 6 månader.

Tabell 5.7 Sammanställt resultat av ”Wilcoxon Signed Rank Test” för Affärsvärlden för 2002 och 2003

	6 månader	12 månader
Antal	144	144
P-värde	0,531	0,556
Estimerad Median	0,01395	0,01615
Säkerställd med 95% tillförlitlighet	Nej	Nej

För Affärsvärlden kan vi inte statistiskt säkerställa att det är skiljt från noll. Därmed kan vi inte förkasta vår nollhypotes. P-värdena ovan är mycket större än 0,05 vilket tyder på att det är långt ifrån statistiskt fastställda.

Tabell 5.8 Sammanställning resultat av ”Wilcoxon Signed Rank Test” för Affärsvärlden år 2002

	6 månader	12 månader
Antal	54	53
P-värde	0,993	0,750
Estimerad Median	-0,001230	-0,01429
Säkerställd med 95% tillförlitlighet	Nej	Nej

P-värdena ovan är högre än för hela perioden 2002 och 2003. Medianen är lägre än 0 på både 6 och 12 månaders sikt.

Tabell 5.9 Sammanställning resultat av ”Wilcoxon Signed Rank Test” för Affärsvärlden år 2003

	6 månader	12 månader
Antal	90	90
P-värde	0,449	0,351
Estimerad Median	0,02073	0,03732
Säkerställd med 95% tillförlitlighet	Nej	Nej

2003 är överensstämmer med 2002 dvs. inte signifikant skiljt från noll. Dock visar detta år lägst p –värden för Affärsvärlden. Medianen är högre än vid de två tidigare jämförelserna.

Tabell 5.10 Sammanställt resultat av "Wilcoxon Signed Rank Test" för Veckans Affärer för 2002 och 2003

	6 månader	12 månader
Antal	84	84
P-värde	0,013	0,004
Estimerad Median	0,06926	0,1129
Säkerställd med 95% tillförlitlighet	Ja	Ja

Vi ser en signifikans både på 6 och 12 månaders sikt. Vi kan urskilja höga medianvärden på 6,92 % och 11,29 %.

Tabell 5.11 Sammanställt resultat av "Wilcoxon Signed Rank Test" för Veckans Affärer 2002

	6 månader	12 månader
Antal	33	33
P-värde	0,224	0,056
Estimerad Median	0,05710	0,1228
Säkerställd med 95% tillförlitlighet	Nej	Nej

Under 2002 kan inte Veckans Affärers rekommendationer uppvisa signifikans dock är medianvärdena positiva. På 12 månaders sikt skådas ett lågt p-värde.

Tabell 5.12 Sammanställt resultat av "Wilcoxon Signed Rank Test" för Veckans Affärer 2003

	6 månader	12 månader
Antal	51	51
P-värde	0,042	0,040
Estimerad Median	0,07108	0,1067
Säkerställd med 95% tillförlitlighet	Ja	Ja

Ovan ser vi höga medianvärden och låga p-värden. Signifikans råder på både 6 och 12 månaders sikt.

Tabell 5.13 "Chi-test" angående rekommendationers frekvens på A-listan

	Antal på A- listan	Övriga listor	Totalt	Chi-Sq	P-value
Veckans Affärer	33	52	85		
Affärsvärlden	50	97	147		
Totalt	83	149	232	0,542	0,461

Tabell 5.14 "Chi-test" angående rekommendationers frekvens på O-listan

	Antal på O- listan	Övriga listor	Totalt	Chi-Sq	P-value
Veckans Affärer	52	33	85		
Affärsvärlden	96	51	147		
Totalt	148	84	232	0,398	0,528

Diagrammen ovan visar att ingen av tidningarna skiljer sig åt beträffande vilken börslista deras rekommenderade aktier befinner sig på

6 ANALYS

I detta kapitel kommenteras resultaten från föregående kapitel ur ett mer helhetsliknande perspektiv. Det vi kommer fram till jämförs med tidigare forskning. Avslutningsvis framförs resultatkritik

För att kunna påvisa om rekommendationerna har påverkat aktiekurserna studeras avvikelsetavkastning i händelsefönstret. Överavkastning uppkommer, då skillnaden mellan verklig respektive förväntad avkastning är positiv. Den verkliga avkastningen kan alltså vara negativ, men om den är bättre än den förväntade räknas det i alla fall som en överavkastning. Å andra sidan kan den verkliga avkastningen vara positiv men om den är lägre än den förväntade räknas det inte som en överavkastning.

6.1 Affärsvärldens resultat i händelsefönstret

För Affärsvärlden kan vi statistiskt säkerställa att en överavkastning existerar på publiceringsdagen och nästkommande dag. På publiceringsdagen ger 78,2 % av aktierna en överavkastning med ett medelvärde på 2,6 %. Efterföljande dag är medelvärdet något lägre närmare bestämt 0,9 %. Överavkastningen dagen efter rekommendationen kan bero på att folk läser tidningen först på kvällen vilket leder till att investeringen blir gjord först dagen efter. Vidare kan en första reaktion från allmänheten inväntas för att se om utfallet blir positivt. Om så är fallet väljer man att investera i aktien. Aktier som presterar bra kan ibland uppmärksammas i TV som dagens vinnare eller att de granskas i någon dagstidning. Denna uppmärksamhet kan öka handeln av aktien, vilket oftast resulterar i ett positivt utfall. Detta kan också vara en förklaring till överavkastningen dagen efter publiceringsdagen.

Övriga dagar i händelsefönstret finner vi inga statistiskt säkerställda avvikelsetavkastningar. Då vi kan se ett minskat medelvärde för överavkastningen varje dag i händelsefönstret efter publiceringsdagen är den bästa strategin att handla vid öppning på publiceringsdagen och sälja till stängning dagen efter. Det kan dock ibland vara svårt att följa denna strategi, då tidningen inte alltid kommer innan

börsen öppnar. CAR visar under händelsefönstret en statistiskt säkerställd överavkastning med ett medelvärde på ca 4,2 %. Vi kan med dessa belägg påvisa att Affärsvärldens rekommendationer har en säkerställd inverkan under händelsefönstret.

6.2 Veckans Affärers resultat i händelsefönstret

Beträffande Veckans Affärers rekommendationer kan vi endast statistiskt säkerställa att det råder en överavkastning under publiceringsdagen. Medelvärdet för överavkastningen är under denna dag 0,9 % med ett konfidensintervall mellan ca 0,3 % till 1,6 %. Under de två följande dagarna ger mindre än hälften av rekommendationerna överavkastning. Den mest effektiva strategin för att dra nytta av Veckans Affärers köprekommendationer är att köpa när börsen öppnar på publiceringsdagen och sälja vid stängningsdags samma dag. Av samma argument som tidigare angivits så kan det ibland vara problematiskt att följa denna strategi. Även Veckans Affärer påvisar, statistiskt fastställt, att de ger en överavkastning under eventfönstret, dvs. när vi tittar på CAR. Överavkastningens medelvärde är 1,9 % vilket understiger jämfört med Affärsvärldens på 4,2 %.

6.3 Frekvensen på börslistorna

Av vårt "tji-test" framgår, att det inte tidningarna emellan föreligger någon signifikant skillnad mellan vilken börslista de rekommenderade aktierna ligger på. Detta medverkar till att undersökningen blir mer rättvisande och således mer trovärdig. Om testet skulle ha påvisat en signifikant skillnad skulle exempelvis en överrepresentation av rekommendationer på mindre företag bli missvisande och försämma en jämförelse av överavkastningen i händelsefönstret. Anledningen till detta är att mindre företag generellt får en större kurspåverkan vid rekommendationer då omsättningen för dem är mindre. Om det förekom en skillnad i testet skulle man vara tvungen att undersöka om rekommenderade aktier på O-listan ger en högre överavkastning än rekommenderade aktier på A-listan. Detta för att bevisa devisen om att "mindre företag generellt får en större kurspåverkan vid rekommendationer då omsättningen för dem är mindre" (se småbolagseffekten 3.4.1).

6.4 Jämförelse av CAR mellan tidningarna

Vårt ”two sample t-test” visar att Affärsvärlden med säkerhet ger en högre avkastning jämfört med Veckans Affärer under händelsefönster. Hur kommer det sig att Affärsvärlden har större påverkan på aktierna än Veckans Affärer trots att den sistnämnda ges ut i fler upplagor och därmed eventuellt når ut till fler läsare? En anledning kan vara att Affärsvärldens ekonomijournalister har en gedigen ekonomisk bakgrund vilket förklarar dess bättre rykte. Med anledning av dess goda rykte får tidningen större trovärdighet, vilket resulterar i kraftfullare genomslag. Då vi inte kan påvisa någon överavkastning dagen innan publicering förekommer det troligtvis inte någon omfattande insiderhandel av anställda på de båda tidningarna.

6.5 Analys av effektiviteten

Av våra resultat att döma kan vi dra slutsatsen, att Stockholmsbörsen inte är halvstarkt effektiv. Detta då aktiekurserna ger en överavkastning dagen efter publiceringsdagen för en av tidningarna. I en halvstarkt effektiv marknad skall all offentlig information vara inbakad i priset⁷⁴, vilket inte påvisas i detta fall.

6.6 Resultat på lång sikt

När det gäller resultaten på lång sikt är det tydligt, att Veckans Affärer visar det sammanlagt bästa utfallet på ett halvår respektive ett års sikt. 59,5 % av Veckans Affärers rekommendationer visade överavkastning ett halvår efter att de publicerats. Affärsvärlden visade något sämre resultat med 54,2 %. Resultatet efter ett år skiljer sig dock betydligt mer. Samtidigt som Veckans Affärers rekommendationer slår index i 61,9 % av fallen är inte ens hälften av Affärsvärldens rekommendationer bättre än index. Vi kan statistiskt säkerställa att Veckans Affärer ger överavkastning på både 6 och 12 månaders sikt. Beträffande Affärsvärlden kan vi inte med säkerhet garantera detta på varken ett halvår eller ett års sikt. Alla resultat ovan är från samtliga rekommendationer år 2002 och år 2003. Vi har också undersökt hur utfallen blev uppdelade varje år för sig och per tidning. Detta har vi gjort för att se om någon av tidningarna är bra på att exempelvis ge rekommendationer i en nedåtgående marknad som 2002, men sämre på att ge rekommendationer i en uppåtgående marknad som 2003.

⁷⁴ Fama, E.F. (1970) Efficient capital markets: a review of theory and empirical work: journal of finance, may s. 383-417

För 2002 kan vi inte säkerställa, att tidningarna ger rekommendationer, som ger överavkastning.

Det påvisas en stor skillnad på utfallen för rekommendationerna gjorda under 2003. En överavkastning för Veckans Affärer kan säkerställas på både 6 och 12 månaders sikt. Däremot kan vi inte göra det för någon av tidsperioderna för Affärsvärlden.

Resultaten av Wilcoxon teckenrangtest visar att p-värdet sjunker från observationerna 2002 till observationerna 2003. Av detta kan man dra slutsatsen, att det är större sannolikhet, att tidningarna ger köprekommendationer, som faller väl ut i en uppåtgående marknad jämfört med en nedåtgående. Detta stärks med att p-värdet sjunker för mätningarna från 6 till 12 månader. Det vi vill påvisa är t.ex. att en rekommendation, som är gjord under senare delen av 2002 som skall mätas på ett års sikt får ta större del av 2003 års uppgång jämfört med när den mäts på ett halvårs sikt. Av diagrammet⁷⁵ utläser vi att 2004 är ett år med en allmän kursuppgång, i och med det stöds argumentet även för rekommendationerna utgivna 2003.



Börsutveckling från 2002 till 2005

⁷⁵ Baserat på data från SIXTRUST

6.7 Jämförelse med tidigare forskning

Det faktum att rekommendationerna generellt påverkar aktiekursen på kort sikt överensstämmer med resultat från tidigare svensk och utländsk forskning. Våra resultat visar, att Affärsvärldens rekommendationer hade större påverkan på börskurserna än Veckans Affärer. Detta innebär att vi kom fram till annorlunda resultat jämfört med en uppsats skriven inom ämnet vid Lunds Universitet⁷⁶. I den uppsatsen kom man fram till att Affärsvärldens rekommendationer inte gav upphov till överavkastning i händelsefönstret. Detta gjorde dock Veckans Affärer i nämnda undersökning.

På lång sikt visar våra resultat att Veckans Affärers rekommenderade aktier ger högre avkastning än index. Detta skiljer sig från resultat av vad tidigare forskning⁷⁷ kommit fram till beträffande Veckans Affärers utfall av rekommendationer. Där var det endast en signifikant skillnad mellan Veckans Affärer och SSVX på en månads sikt. Till skillnad från vår undersökning visar deras, att Affärsvärldens rekommendationers avkastning inte skiljer sig från index på kort sikt. Det faktum att Affärsvärldens rekommendationer på lång sikt inte överträffar index överensstämmer dock med tidigare forskning⁷⁸.

Tidigare forskning som generellt studerar rekommendationers inverkan på aktiekurser visar att överavkastning uppstår på publiceringsdagen, vilket till stor del överensstämmer med våra resultat. Angående Veckans Affärers resultat ser vi att de är något unika, då man på lång sikt kan erhålla överavkastning, då marknaden är i uppgång.

⁷⁶ Arvidsson, Karlsson, Mårtensson och Nimlin (1999). Affärsvärldens & Veckans Affärers köprekommendationer – en studie av påverkan och utfall.

⁷⁷ Ibid

⁷⁸ Ibid

6.8 Resultatkritik

Den kritik vi kan rikta mot vår undersökning är att vi inte tittat på andra faktorer, som kan ha påverkat varje enskild aktie under händelsefönstret. En sådan studie skulle dock bli alltför omfattande med tanke på den tidsbegränsning vi haft. Vidare kan man också argumentera att dessa påverkningar på de enskilda aktierna skulle ta ut varandra.

I uppsatsen antas att en större upplaga når ut till fler läsare än vad en tidning med mindre upplaga gör. Detta antagande är inte alltid försvarbart då faktorer som exempelvis tillgänglighet och pris på prenumeration spelar in.

Affärsvärldens rekommendationer är avsevärt fler till antalet jämfört med Veckans Affärer, vilket kan leda till att jämförelsen blir missvisande. Vi anser dock att antalet observationer för Veckans Affärer är tillräckligt stort. Det antal fler observationer Affärsvärlden har ser vi endast som positivt, då resultatet därigenom uppnår högre tillförlitlighet

En svaghet i vår uppsats är att vi inte har med 2001 års rekommendationer. Vår långsiktiga uppföljning hade givit en bättre bild av börsnedgången 2002 om vi valt att studera 2001 års aktierekommendationer.

Ingen hänsyn har tagits till extremvärdena i de statistiska testerna. Anledningen är att värdena både är positiva och negativa. Efter diverse tester likt en känslighetsanalys gjorde vi ett rimligt antagande, att de i slutändan tar ut varandra och därmed inte skall inverka på resultatet.

Ingen hänsyn har tagits till att tidningen ges ut olika veckodagar. Detta kan påverka utfallet då det existerar en veckodagseffekt på marknaden. (se veckodagseffekt 3.4.2)

Användandet av marknadsmodellen innebär ett strängt sätt att beräkna överavkastning. Vid användandet av annan modell är det troligt att fler observationer med överavkastning uppkommit. Marknadsmodellen beaktar både den systematiska och osystematiska risken hos aktierna⁷⁹, vilket är motivet till val av modell, då vi eftersträvar högsta möjliga tillförlitlighet.

⁷⁹ Brown and Warner (1980), *Journal of Financial Economics*, s.205-258

7 SLUTSATSER

I detta kapitel sammanfattar vi det vi kommit fram till med hjälp av tidigare kapitel. Till sist ger vi förslag till vidare forskning inom ämnet

I händelsefönstret påverkas aktiekurserna av de båda tidningarnas köprekommendationer. Affärsvärlden har större påverkan med säkerställd överavkastning både på publiceringsdagen och efterföljande dag. För Veckans Affärer ges överavkastning endast på publiceringsdagen. Då påverkan av händelsefönstret till stor del influeras av hur stort förtroende investeraren har för rekommendationerna finns det inget intresse för den klassiska aktiespararen. Däremot kan denna ineffektivitet utnyttjas av "day-traders".

Aktierekommendationerna för Affärsvärlden visar överavkastning även dagen efter publiceringsdagen. Således kan slutsatsen dras att Stockholmsbörsen inte är halvstarkt effektiv.

Ur ett längre perspektiv är det bevisat, att Veckans Affärer gjorde bättre rekommendationer än Affärsvärlden under 2002 och 2003. Ur ett placerarperspektiv är denna långsiktiga utvärdering av stor dignitet. För att få maximal avkastning bör Veckans Affärers rekommendationer följas om det är en stundande uppåtgående marknad.

Vidare kan vi konstatera att det är mer sannolikt att de rekommenderade aktierna får ett gynnsammare utfall om de rekommenderas under en stundande uppåtgående marknad. Egentligen borde det inte föreligga någon skillnad om rekommendationerna publiceras i en uppåt eller nedåt gående marknad då aktiernas utfall alltid jämförs mot index.

Vårt resultat angående påverkan på kort sikt stämmer väl överens med tidigare forskning. Flertalet tidigare studier visar att de långsiktigt rekommenderade aktierna inte överträffar index. Våra resultat angående Veckans Affärer är unika då de rekommenderade aktierna på lång sikt ger högre avkastning än index.

Om anseendet för tidningarna grundade sig på utfallen av deras köprekommendationer på lång sikt skulle Veckans Affärer inneha ett betydligt

bättre rykte än Affärsvärlden. Så är dock inte fallet och vi ställer oss frågande till människors förutfattade meningar.

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att Veckans Affärers ”skvallertidningsrykte” beträffande aktierekommendationernas utfall på lång sikt inte är befogad.

7.1 Förslag till vidare forskning

- Genomföra en liknande studie som vår fast med ett längre tidsperspektiv och studera ett fler antal tidningar
- Intressant vore att genomföra en studie likt vår med andra typer av rådgivare såsom t.ex. banker, fondkommissionärer eller privata aktierådgivare
- Bygga vidare på vår studie genom att även inkludera säljrekommendationer
- Vid större tidsutrymme kan en studie i paritet med vår där fler variabler beaktas, såsom t.ex. omsättning, vara av stort intresse.

8 KÄLLFÖRTECKNING

Publicerade källor

Al-Saad, Khalid & Moosa, Imad “Seasonality in stock returns: evidence from an emerging market”. *Applied Financial Economics*, Volume 15, 2005, s.249-268.

Armitage, Seth “Event study methods and evidence on their performance”. *Journal of Economics Surveys*, Volume 9, 1995, nr 1 march, s.46.

Arnold, Glen (2002) *Corporate Financial Management*. Prentice Hall.

Ball, Clifford & Brown, Philip “An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers”. *Journal of Accounting*, Volume 11, 1968, s.159-178.

Ball, Ray “Anomalies in Relationships between securities Yields and Yield Surrogates”. *Journal of Financial Economics*, Volume 6, 1978, s.103-126.

Brigham & Daves (2004) *The Intermediate Financial Management*. South- Western Thomson 8th Edition.

Brown, Stephen & Warner, Jerold “Measuring Security Price Performance”. *Journal of Financial Economics*, Volume 8, 1980, s.205-258.

Buckland & Fraser (2002), *Global Finance Journal*, (volume 13, “ The scales and patterns of abnormal returns to equity investment in UK electricity distribution)

Business Week 2002 = “ How corrupt is Wall street?”. *Business Week*, 13 may 2002, s.37-42.

Chan, Kam & Gup, E. Benton & Pan, Ming-Shuin “International stock market efficiency and integration: A study of 18 nations”, *The Journal of Finance*, Volume 24, 1997, s.803-813.

Chen, Honghui & Singal, Vijay “All things considered taxes drive the January effect”, *The Journal of Financial Research*, Volume 17, 2004, s.351-372.

Desai, Hemang & Liang, Bing & Singh, Ajai “Do all-stars shine? Evaluation of Analyst Recommendations”, *Financial Analyst Journal*, Volume 56, 2000, s.20-29.

Dolley, James “Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups”. *Harvard Business Review*, Volume 11, 1933, s.316-326.

Fama, Eugene “Efficient capital markets: a review of the theory and empirical work”. *Journal of Finance*, Volume 25, 1970, s.383-417.

Fama, Eugene “ Efficient capital markets II”. *Journal of Finance*, Volume 46, 1991, s.1575-1617.

Fama, Eugene "The Behavior of Stock Market prices". *Quarterly Journal of Business and Economics*, Volume 38, 1965, s.34-105.

Fama, Eugene & Fisher, Laurence & Jensen, Michael & Roll, Richard "The Adjustment of Stock Prices to new information". *International Economic Review*, Volume 10, 1969, s.1-21.

Forbes 2004 = "Our Scorecard". *Forbes*, Volume 173, Issue 2, s.128.

Fortune 2002 = "Grading our picks". *Fortune*, Volume 150, Issue 12, s.253-256.

Frankfurter, GM & McGoun, EG "The event study: an industrial strength method". *International Review of Financial Analysis*, Volume 2, 1993, s.121-141.

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

Körner, Svante & Wahlgren, Lars (2002) *Praktisk statistik*. Studentlitteratur, Tredje upplagan, Lund.

Körner, Svante & Wahlgren, Lars (2000) *Statistisk Data Analys*. Studentlitteratur, Tredje upplagan, Lund.

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

Lidén, Erik "Are stock recommendations in Swedish newspapers/magazines adequate?". Working paper in economics, No 99, 2003, School of Economics and Commercial Law, Gothenburg University.

Loughran, Tim "Book-to-market across firm size, exchange and seasonality: Is there an effect?". *Journal of Financial & Quantative Analysis*, Volume 32, 1997, s.249-268.

Lundahl, Ulf & Skärvad, Per Hugo (1992) *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*. Studentlitteratur, tredje upplagan, Lund.

Merton Robert & Bodie Zvi "Efficient market theory alive and well". *Pensions & Investments*, Volume 35, 2005, s.3-5.

Onyeaso, Godwin & Rogers, Michel "An Econometric Investigation of the Volatility & Market Efficiency of the US Small Cap 600 Stock Index". *Quarterly Journal of Business and Economics*, Volume 43, 2004, s.139-154.

Peterson, Pamela "Event studies: A Review of Issues and Methodology". *Quarterly Journal of Business and Economics*, Volume 28, 1989, s.36-66.

Pettengill, Glenn "A survey of the Monday Effect Literature". *Quarterly Journal of Business and Economics*, Volume 42, 2003, s.3-27.

Pettersson Gertrud (1997) "Att skriva rapporter Om formen och dess betydelse för innehållet", kompendie, Lund

Porter, Garter "The long-term value of analysts advice in the Wall Street Journals Investment Dartboard Contest". *Journal of Applied Finance*, Volume 14, 2004, s.52-65.

Reinganum, M.R "Misspecification of capital asset pricing. Empirical anomalies based on earnings, yields and market values". *Journal of Financial Economics*, Volume 24, 1981, s.19-46.

Rienecker, Lottie & Stray Jorgensen, Peter, (2002) *Att skriva en bra uppsats*. Liber, Malmö.

Svenning, Conny, (2000) *Metodboken – Samhällsvetenskaplig metod och metodutveckling*. Lorentz förlag, fjärde upplagan, Eslöv.

Wells, William "A Beginners Guide to Event Studies" *Journal of Insurance Regulation*, Volume 22, 2000, s.61-70.

Wiederheim-Paul, Finn & Torsten Eriksson, Lars (1991) *Att utreda, forska och rapportera*. Liber Ekonomi, femte upplagan, Malmö.

Yazici, Bilgehan & Muradoglu, Gülner "Dissemination of stock recommendations and small investors: who benefits?". *Multinational Finance Journal*, Volume 6, 2004, s.29-42.

Uppsatser

Arvidsson J, Karlsson P, Mårtensson S och Nimlin M (1999). *Affärsvärldens & Veckans Affärers köprekommendationer – en studie av påverkan och utfall*, Kandidatuppsats vid Ekonomihögskolan i Lund

Berglund A, Kullenberg S, Stenberg A, (1999) *Affärstidningars rekommendationer*, Magisteruppsats vid Ekonomihögskolan i Lund

Carnebring C, Ekstrand P, Pettersson H (1999) *Köprekommendationers påverkan på aktiekursen – en studie av Finanstidningen*, Magisteruppsats vid Ekonomihögskolan i Lund

Affärstidningar

Affärsvärlden 2002, samtliga nummer

Affärsvärlden 2003, samtliga nummer

Veckans Affärer 2002, samtliga nummer

Veckans Affärer 2003, samtliga nummer

Elektroniska källor

<http://www.affarsvarlden.se/om.jsp>

www.va.se

SIX TRUST

Muntliga källor

Blecher Simon, *Börsredaktör*, Affärsvärlden

Carbonnier Pierre, *Universitetsadjunkt*, Statistiska Institutionen

Gårdängen Maria, *Forskare inom International Corporate finance*, Företagsekonomiska Institutionen

Körner Svante, *Universitetslektor*, Statistiska Institutionen

Lindsten Per Olof, *Aktieredaktör*, Veckans Affärer

Wahlgren Lars, *Universitetsadjunkt*, Statistiska Institutionen

Bilaga 1

Samtliga köprekommendationer Affärsvärlden och Veckans Affärer 2002 & 2003

Affärsvärlden 2002

Datum	Företag	Lista
20020109	Pandox	O listan
20020116	Luxonen	O listan
20020116	H&M	O listan
20020123	Ticket	A listan
20020130	JM	A listan
20020130	Getinge	A listan
20020206	IBS	O listan
20020206	Syngenta	A listan
20020206	Esselte	O listan
20020220	Nolafo	O listan
20020220	Q-med	O listan
20020220	SHB	A listan
20020227	SKF	A listan
20020227	Precise Biometrics	O listan
20020306	Bong Ljungdahl	O listan
20020313	Holmen	A listan
20020320	Höganäs	A listan
20020424	Ericsson	A listan
20020424	Perbio Science	O listan
20020515	Haldex	A listan
20020523	SAS	A listan
20020523	SecoTools	A listan
20020605	Ledstiernan	O listan
20020814	Pergo	O listan
20020821	Neonet	O listan
20020828	NCC	O listan
20020904	Rottneros	O listan
20020918	Axis	O listan
20020925	Capio	O listan
20020911	SAS	A listan
20020911	ABB	A listan
20020925	Lundbergs	O listan
20021009	Cashguard	O listan
20021016	Q-med	O listan

20021023	Swedish Match	A listan
20021023	Höganäs	A listan
20021023	Getinge	A listan
20021030	Pandox	O listan
20021030	Karlshamn	O listan
20021106	SCA	A listan
20021106	LGP	O listan
20021106	Gunnebo	A listan
20021113	Teligent	O listan
20021120	SSAB	A listan
20021120	Lindex	A listan
20021127	Beijer Alma och Westergyllen	A listan
20021127	Mekonomen	O listan
20021204	Proact	O listan
20021204	OM	O listan
20021204	Xponcard	O listan
20021204	Gorthon (Rederie)	O listan
20021211	Expanda	O listan
20021211	Cardo	A listan
20021211	TV4	O listan
20021211	Castellum	O listan

Affärsvärlden 2003

Datum	Företag	Lista
20030122	Electrolux	O listan
20030122	Avanza	O listan
20030122	Skanska	A listan
20030129	Securitas	A listan
20030205	H&M	O listan
20030212	Assa Abloy	A listan
20030212	Holmen	A listan
20030212	Beijer Alma	O listan
20030212	Ifab	O listan
20030219	Q-Med	O listan
20030219	SSAB	A listan
20030219	Sandvik	A listan
20030219	Gorthon	O listan
20030226	Tele2	O listan
20030226	Pergo	O listan
20030226	Haldex	A listan
20030305	Elanders	O listan
20030305	NEA	O listan
20030312	Maxim	O listan
20030312	Active Biotech	O listan
20030312	Medivir	O listan
20030312	Semcon	O listan
20030312	Nolato	O listan
20030319	Wallenstam	O listan
20030326	Elektra	O listan
20030326	Ticket	A listan
20030326	Fagerhult	O listan
20030402	Addtech	O listan
20030402	Clas Ohlson	O listan
20030409	Munters	O listan
20030409	Seco Tools	A listan
20030409	Ortivus	O listan
20030409	Proact	O listan
20030409	Capio	O listan
20030416	Axfood	O listan
20030416	Sectra	O listan
20030424	Klippan	O listan
20030424	HL Display	O listan
20030430	SAAB	A listan
20030430	Skanditek	O listan

20030430	Nobia	O listan
20030507	SHB	A listan
20030507	Micronic	O listan
20030507	Sweco	A listan
20030521	Eniro	O listan
20030521	ACSC	O listan
20030528	Poolia	O listan
20030528	Mekonomen	O listan
20030528	SCA	A listan
20030604	Intrum Justitia	O listan
20030612	Heba	O listan
20030618	Gambro	A listan
20030618	Nibe	O listan
20030618	Fenix Outdoor	O listan
20030618	Trelleborg	A listan
20030813	SSAB	A listan
20030813	Ledstiernan	O listan
20030820	Peab	O listan
20030820	New Wave	O listan
20030820	SEB	O listan
20030820	Orc	O listan
20030820	Getinge	A listan
20030827	Axis	O listan
20030827	Profilgruppen	O listan
20030827	Thalamus	O listan
20030903	JC	O listan
20030903	Rörvik	O listan
20030903	Hufvudstaden	A listan
20030903	Svedbergs	O listan
20030910	Volvo	O listan
20030917	Nordea	A listan
20030924	Sardus	A listan
20031001	Holmen	A listan
20031001	Precise Biometrics	O listan
20031001	Fingerprint Cards	O listan
20031015	Trelleborg	A listan
20031015	Capio	O listan
20031015	Säki	OTC listan
20031022	Ratos	O listan
20031022	Studsvik	O listan
20031022	Munters	O listan
20031029	Axfood	O listan

20031029	Investor	A listan
20031112	Klövern	O listan
20031112	SHB	A listan
20031119	Maxim	O listan
20031119	Scribona	A listan
20031119	Protect Data	O listan
20031126	Gambro	A listan
20031126	Höganäs	A listan
20031203	Föreningssparbanken	O listan
20031210	Poolia	O listan

Veckans affärer 2002

Datum	Företag	Lista
20020114	Capio	O listan
20020114	BTS	O listan
20020121	Sandvik	A listan
20020128	Skistar	O listan
20020128	Expanda	O listan
20020204	Autoliv	O listan
20020218	Q-Med	O listan
20020218	Hexagon	A listan
20020225	Atlas Copco	A listan
20020225	Skanska	O listan
20020304	Wallenstam	O listan
20020304	Castellum	O listan
20020304	Pandox	O listan
20030318	WM data	A listan
20030318	Cash Guard	O listan
20020325	OM	O listan
20020402	Haldex	A listan
20020402	Proact	O listan
20020408	Cardo	A listan
20020422	Medivir	O listan
20020422	Scania	A listan
20020521	Opcon	O listan
20020523	Finnveden	A listan
20020819	Saab	O listan
20020902	Nordea	A listan
20020902	Bure Equity	A listan
20020910	Gunnebo	A listan
20020923	Electrolux	A listan
20020702	Holmen	A listan
20021014	Peab	O listan
20021104	Biacore	O listan
20021104	Perbio Science	O listan
20021125	Skanditek	O listan
20021202	SSAB	A listan
20021209	Boliden	O listan

Veckans Affärer 2003

Datum	Företag	Lista
20030113	OM	O listan
20030120	Investor	A listan
20030127	Billerud	O listan
20030201	Beijer Electronics	O listan
20030203	Nibe	O listan
20030210	Ericsson	A listan
20030210	SKF	A listan
20030217	Skanska	A listan
20030217	Nokia	A listan
20030303	SAS	A listan
20030303	Hexagon	A listan
20030310	ABB	A listan
20030310	Axfood	O listan
20030317	Tele2	O listan
20030317	Tietoerator	A listan
20030324	SEB	A listan
20030331	Securitas	A listan
20030331	Active Biotech	O listan
20030407	Sandvik	A listan
20030407	Lundbergs	O listan
20030414	Intrum Justitia	O listan
20030422	Wihlborgs	O listan
20030422	Avanza	O listan
20030428	Sardus	A listan
20030512	Trelleborg	A listan
20030512	Profilgruppen	O listan
20030519	Scania	A listan
20030526	ACSC	O listan
20030603	Atlas Copco	O listan
20030610	Getinge	A listan
20030610	Partnertech	O listan
20030623	Autoliv	O listan
20030623	Axis	O listan
20030825	Cardo	A listan
20030901	Biacore	O listan
20030908	Ledstiernan	O listan
20030916	Boliden	O listan
20030929	Capona	O listan
20030929	Skanditek	O listan
20031006	H&M	O listan
20031020	SAAB	O listan

20031103	Semcon	O listan
20031110	Clas Ohlson	O listan
20031110	Sectra	O listan
20031117	SSAB	A listan
20031117	HL Display	O listan
20031124	Kinnevik	A listan
20031124	Svedbergs	O listan
20031208	Pergo	O listan
20031215	Vostok Nafta	O listan

Bilaga 2

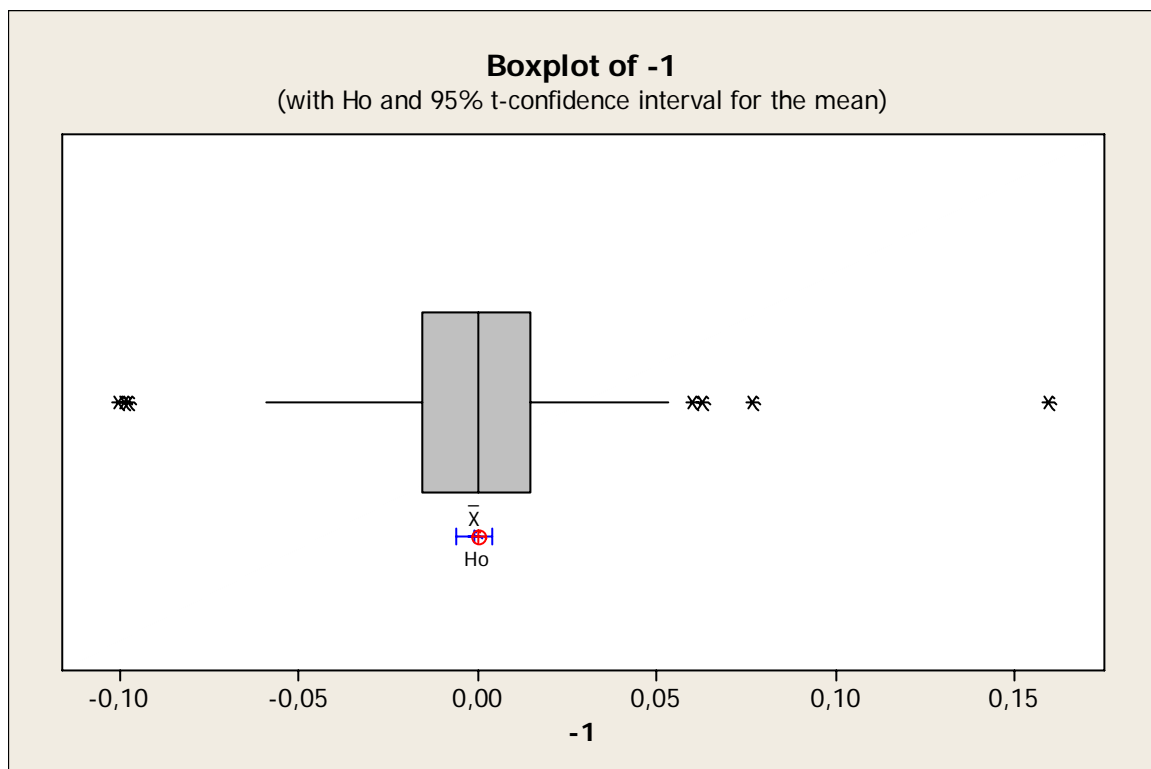
Affärsvärlden T = -1

H_0 : Affärsvärlden T -1 = 0

H_1 : Affärsvärlden T -1 \neq 0

T = -1	Affärsvärlden					95% konfidensintervall	
Antal	Medel värde	Standardavvikelse	Medelfel	t-värde	P-värde	Lägsta	Högsta
147	-0,0007	0,031326	0,002584	-0,27	0,787	-0,0058	0,0044

Boxplottdiagram över Affärsvärlden T = -1



Bilaga 3

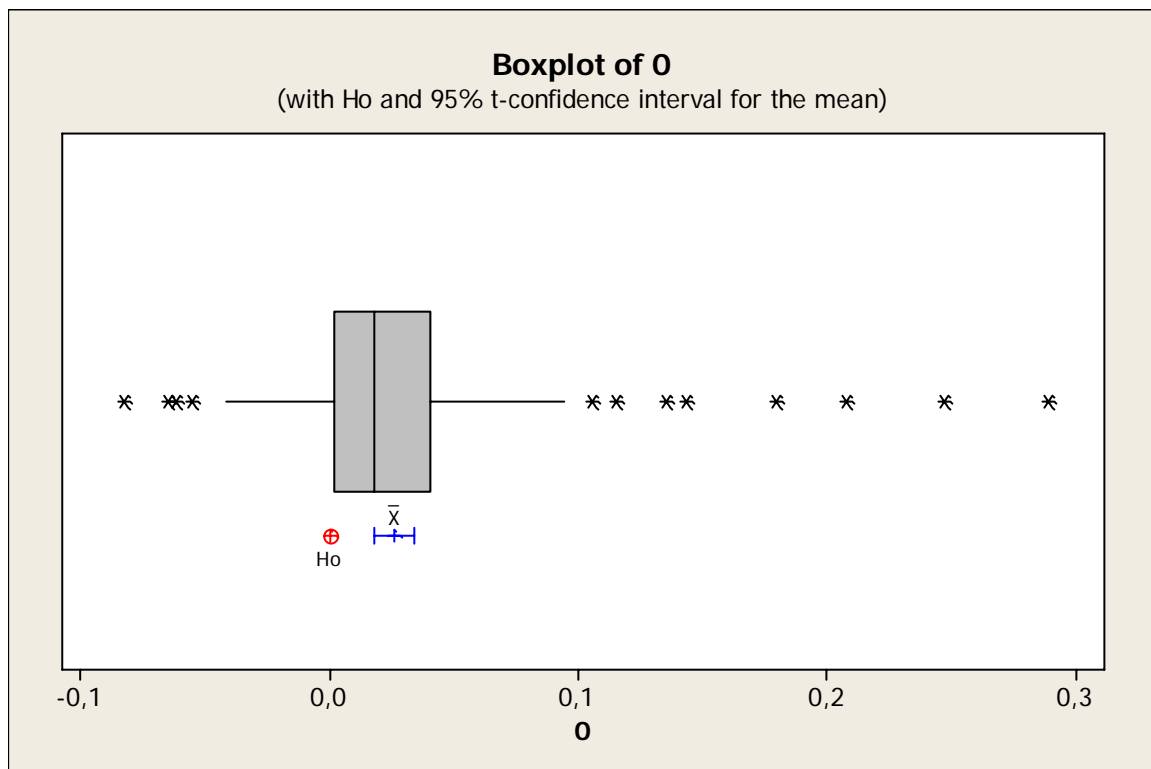
Affärsvärlden $T = 0$

H_0 : Affärsvärlden $T = 0$

H_1 : Affärsvärlden $T \neq 0$

$T = 0$	Affärsvärlden					95% konfidensintervall	
Antal	Medel värde	Standardavvikelse	Medelfel	t-värde	P-värde	Lägsta	Högsta
147	0,026084	0,049470	0,00408	6,39	0,000	0,01802	0,03415

Boxplottdiagram över Affärsvärlden $T = 0$



Bilaga 4

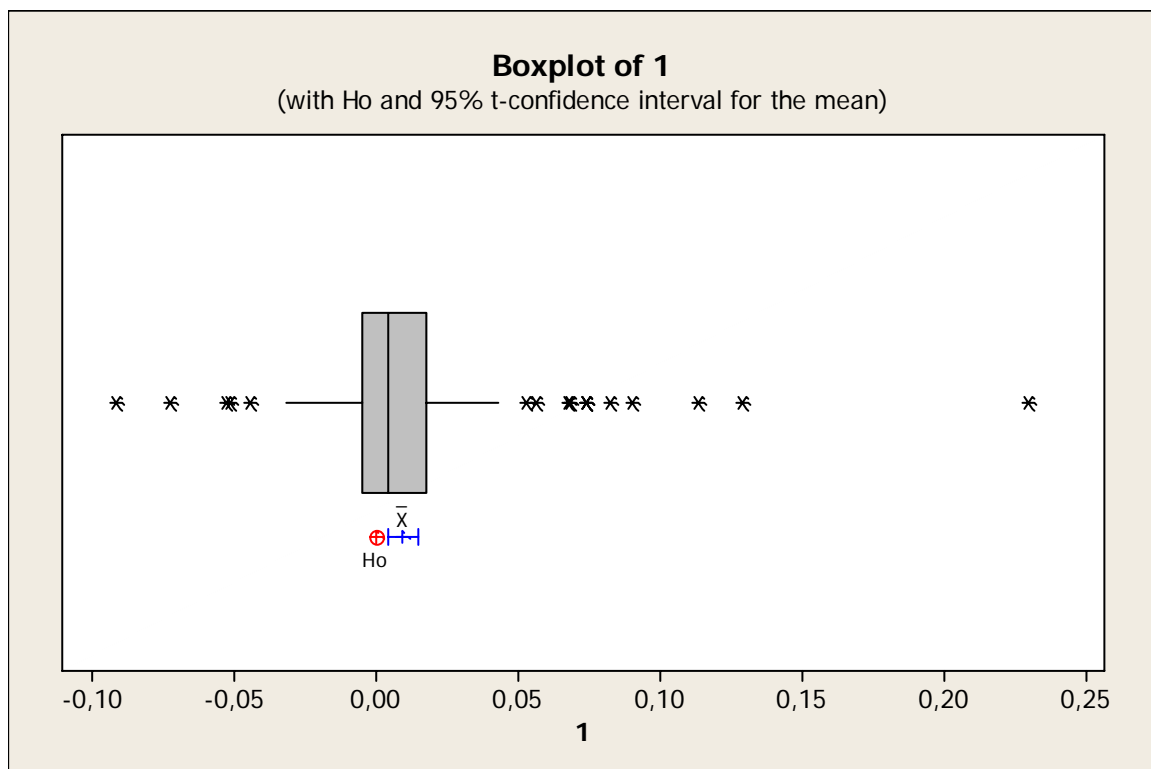
Affärsvärlden T = 1

H_0 : Affärsvärlden T 1 = 0

H_1 : Affärsvärlden T 1 \neq 0

T = 1	Affärsvärlden					95% konfidensintervall	
Antal	Medel värde	Standardavvikelse	Medelfel	t-värde	P-värde	Lägsta	Högsta
147	0,009180	0,033753	0,002784	3,30	0,001	0,003678	0,014682

Boxplottdiagram över Affärsvärlden T = 1



Bilaga 5

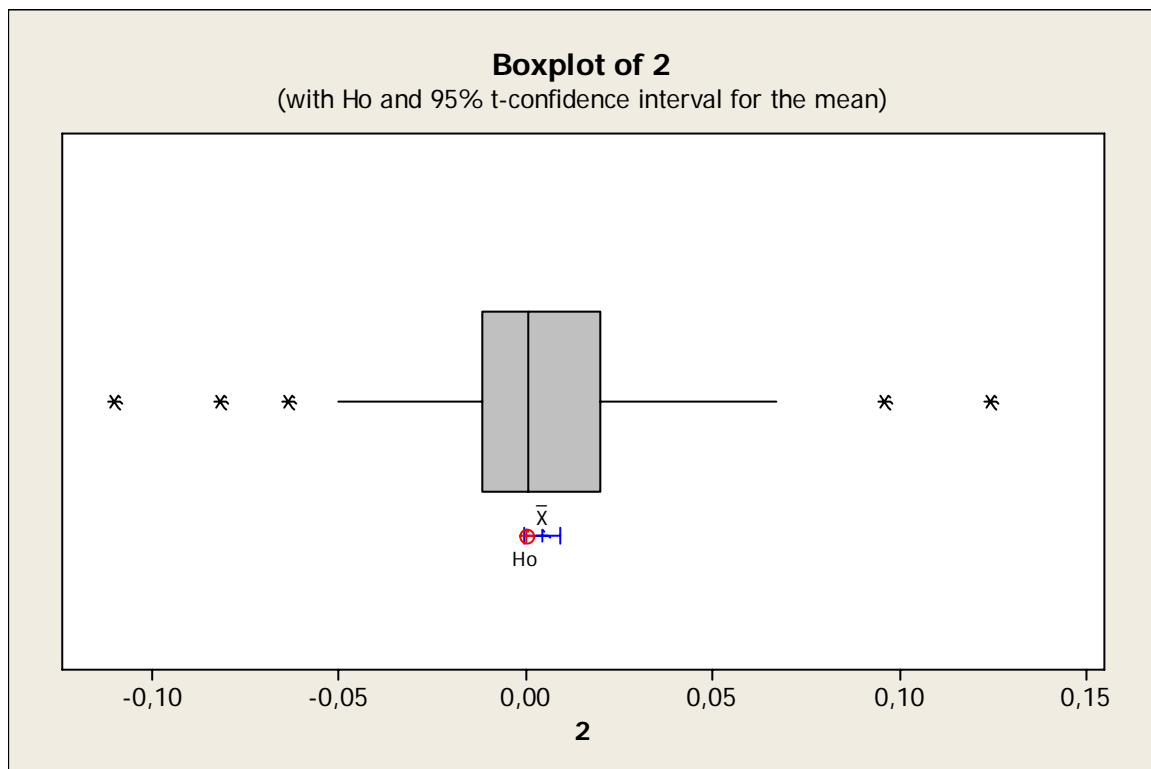
Affärsvärlden T = 2

H_0 : Affärsvärlden T 2 = 0

H_1 : Affärsvärlden T 2 \neq 0

T = 2	Affärsvärlden					95% konfidensintervall	
Antal	Medel värde	Standardavvikelse	Medelfel	t-värde	P-värde	Lägsta	Högsta
147	0,004367	0,029433	0,002428	1,80	0,074	-0,0004	0,0092

Boxplottdiagram över Affärsvärlden T = 2



Bilaga 6

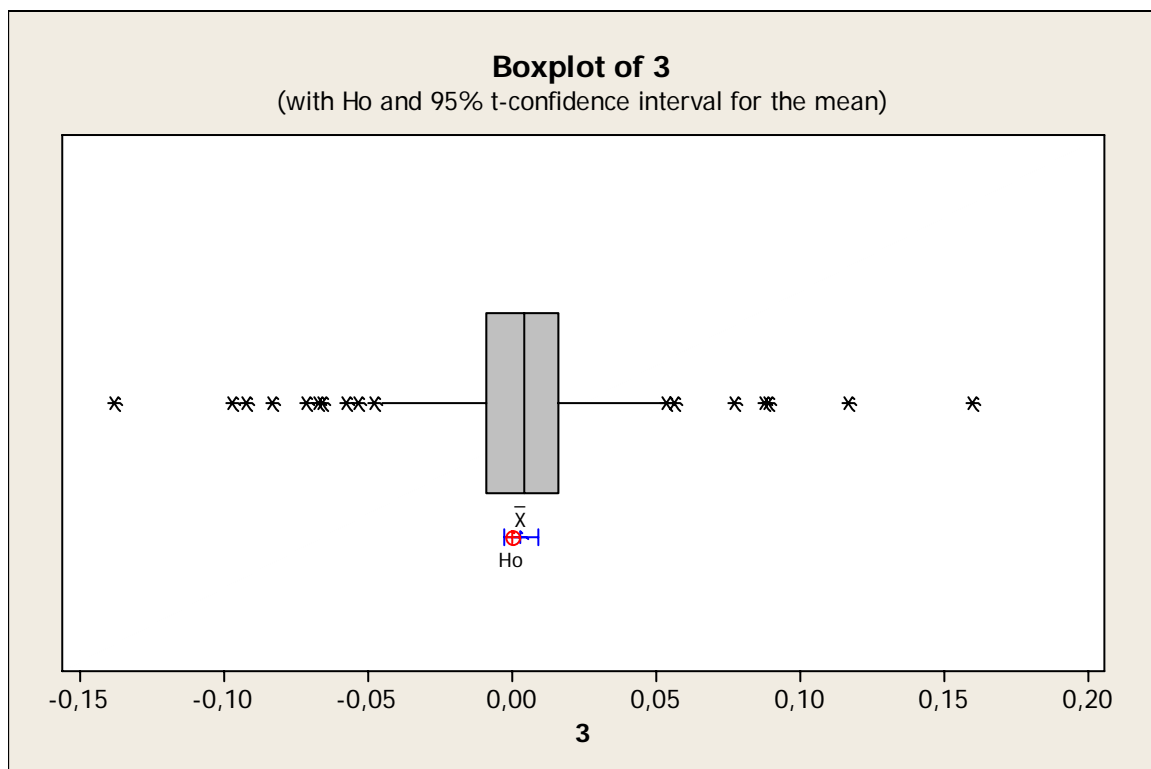
Affärsvärlden T = 3

H_0 : Affärsvärlden T 3 = 0

H_1 : Affärsvärlden T 3 \neq 0

T = 3	Affärsvärlden					95% konfidensintervall	
Antal	Medel värde	Standardavvikelse	Medelfel	t-värde	P-värde	Lägsta	Högsta
147	0,003220	0,035812	0,002954	1,09	0,277	-0,0026	0,0091

Boxplottdiagram över Affärsvärlden T = 3



Bilaga 7

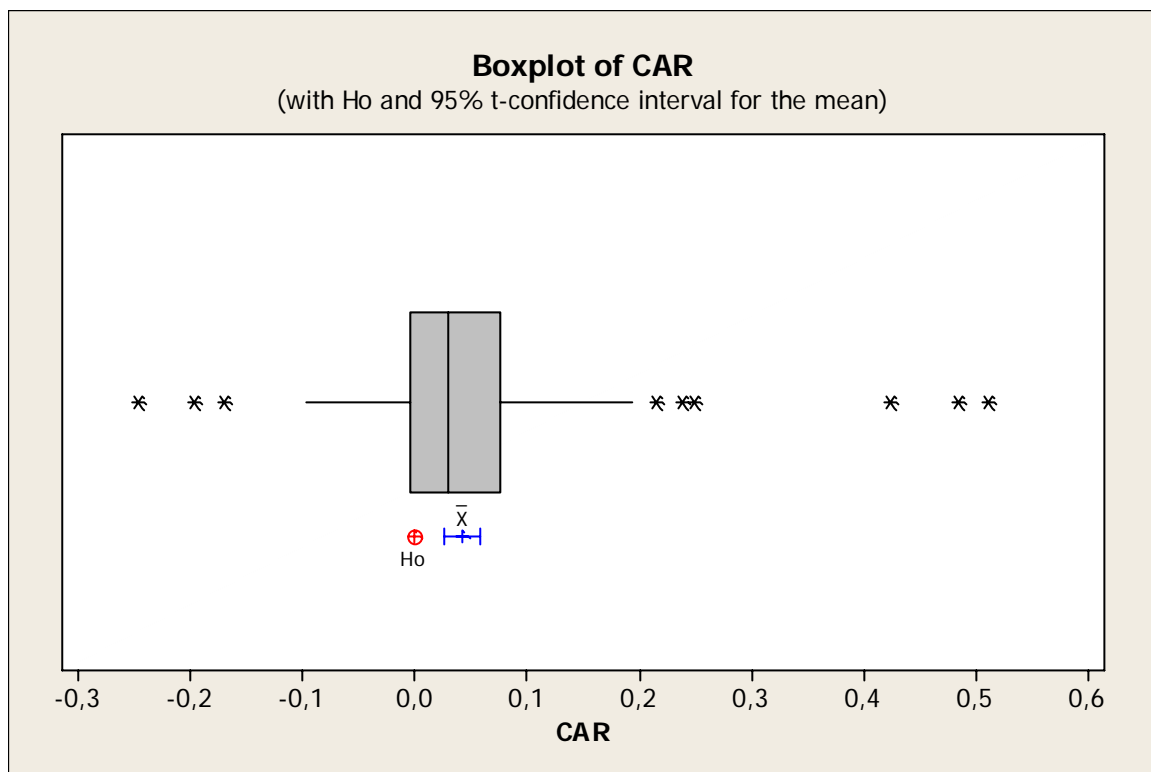
Affärsvärlden CAR

H_0 : Affärsvärlden CAR = 0

H_1 : Affärsvärlden CAR \neq 0

CAR	Affärsvärlden					95% konfidensintervall		
	Antal	Medel värde	Standardavvikelse	Medelfel	t-värde	P-värde	Lägsta	Högsta
	147	0,042152	0,095020	0,007837	5,38	0,00	0,02667	0,0576

Boxplottdiagram över Affärsvärlden CAR



Bilaga 8

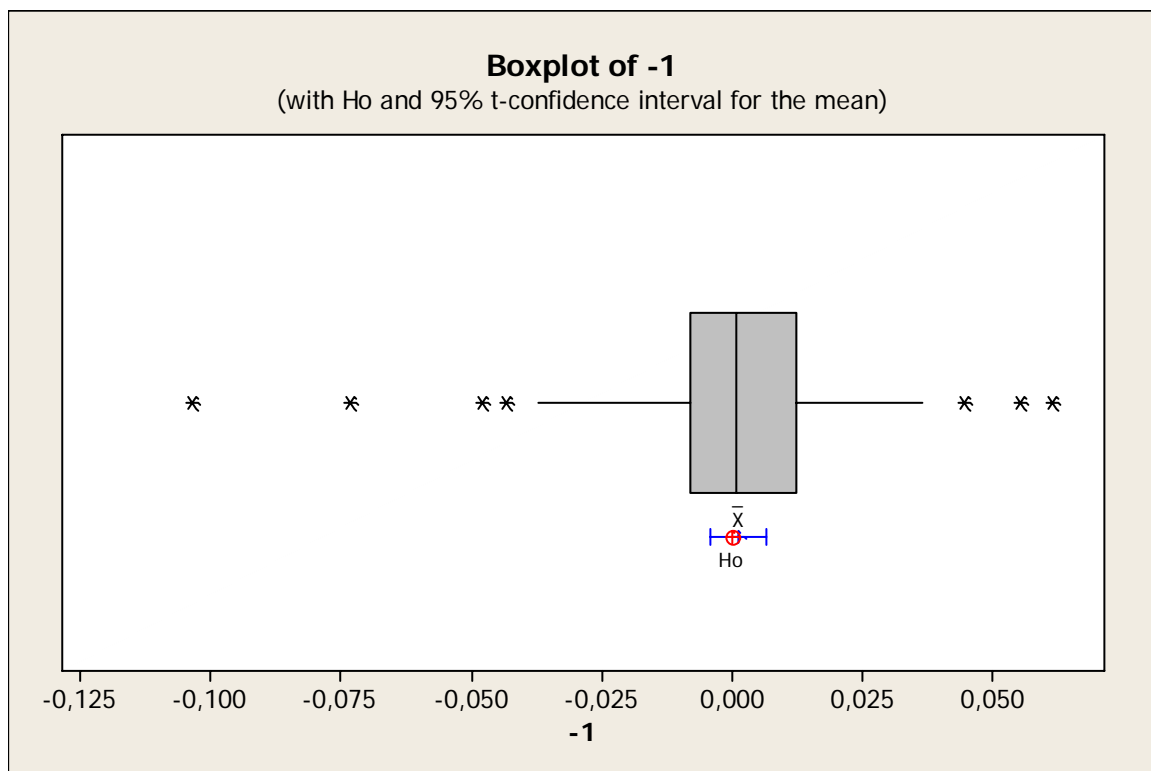
Veckans Affärer T = -1

H_0 : Veckans Affärer T -1 = 0

H_1 : Veckans Affärer T -1 \neq 0

T = -1	Veckans Affärer					95% konfidensintervall	
Antal	Medel värde	Standardavvikelse	Medelfel	t-värde	P-värde	Lägsta	Högsta
85	0,001227	0,024446	0,002652	0,46	0,645	-,00405	0,0065

Boxplottdiagram över Veckans Affärer T = -1



Bilaga 9

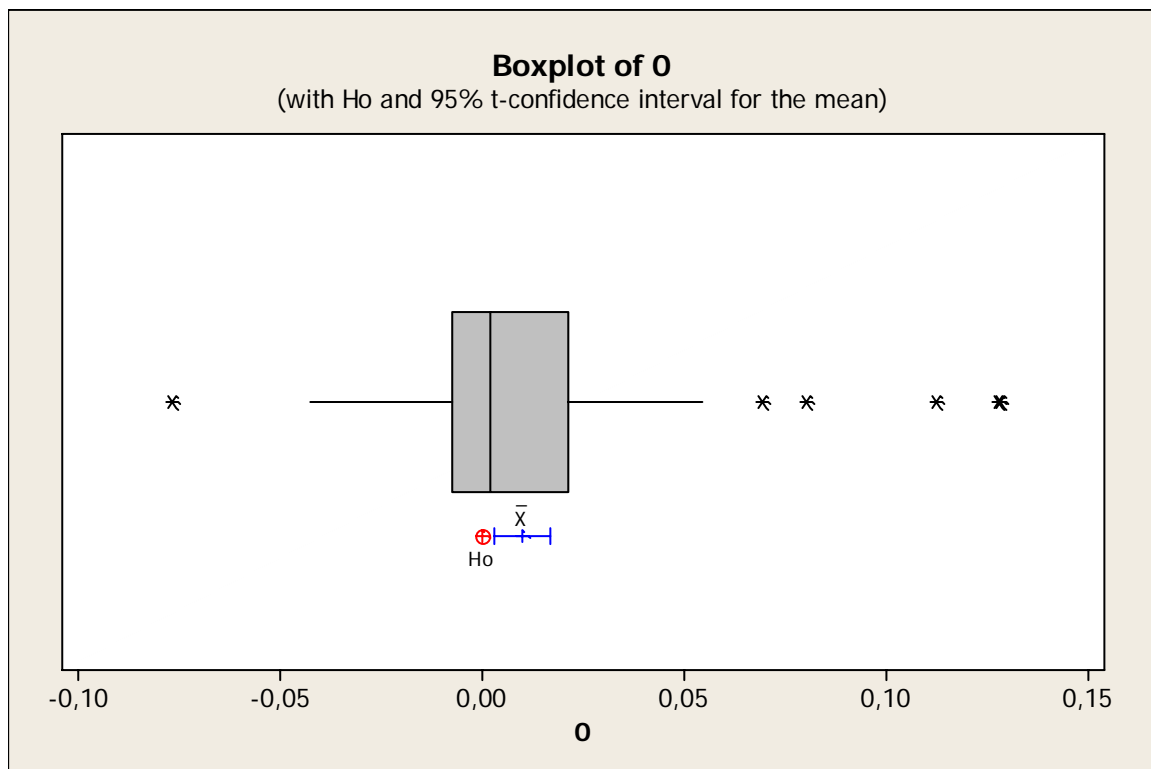
Veckans Affärer T = 0

H_0 : Veckans Affärer T 0 = 0

H_1 : Veckans Affärer T 0 \neq 0

T = 0	Veckans Affärer					95% konfidensintervall	
Antal	Medel värde	Standardavvikelse	Medelfel	t-värde	P-värde	Lägsta	Högsta
85	0,009844	0,032534	0,003529	2,79	0,007	0,002826	0,016861

Boxplottdiagram över Veckans Affärer T = 0



Bilaga 10

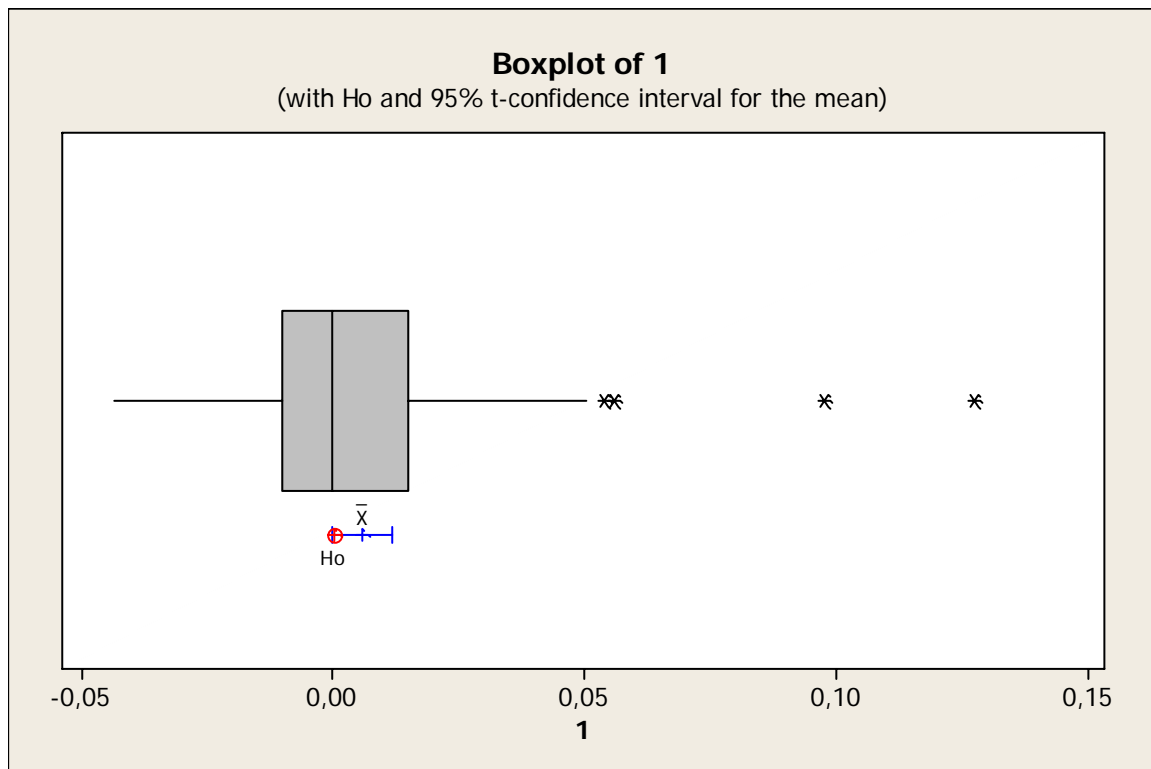
Veckans Affärer T = 1

H_0 : Veckans Affärer T 1 = 0

H_1 : Veckans Affärer T 1 \neq 0

T = 1	Veckans Affärer					95% konfidensintervall	
Antal	Medel värde	Standardavvikelse	Medelfel	t-värde	P-värde	Lägsta	Högsta
85	0,005874	0,27747	0,003010	1,95	0,054	-0,0001	0,0119

Boxplottdiagram över Veckans Affärer T = 1



Bilaga 11

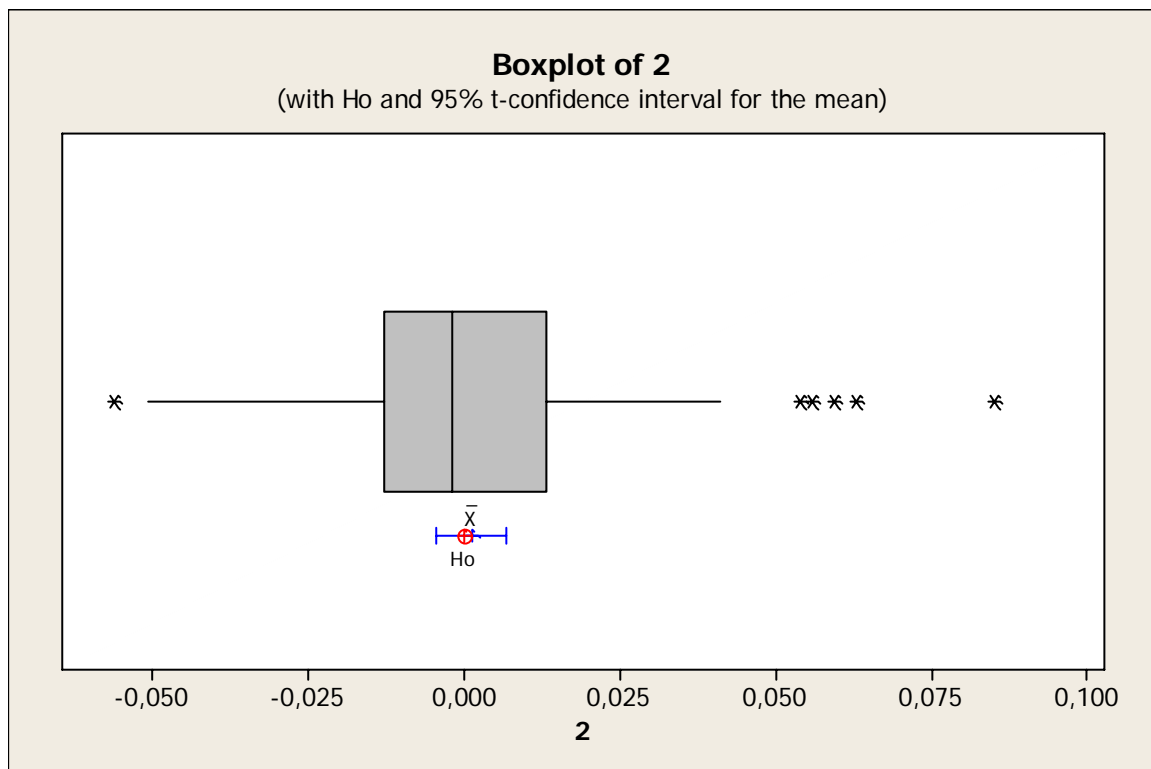
Veckans Affärer T = 2

H_0 : Veckans Affärer T 2 = 0

H_1 : Veckans Affärer T 2 \neq 0

T = 2	Veckans Affärer					95% konfidensintervall	
Antal	Medel värde	Standardavvikelse	Medelfel	t-värde	P-värde	Lägsta	Högsta
85	0,001105	0,025562	0,002773	0,40	0,691	-0,0044	0,0066

Boxplottdiagram över Veckans Affärer T = 2



Bilaga 12

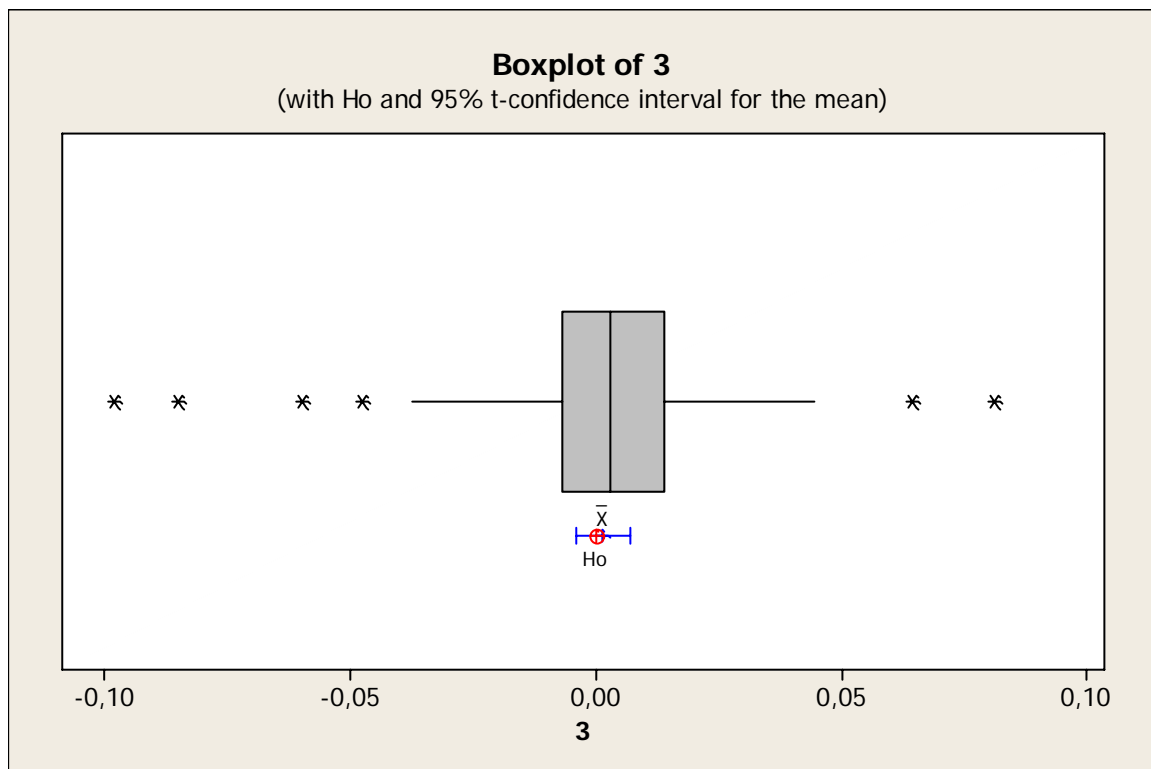
Veckans Affärer T = 3

H_0 : Veckans Affärer T = 3 = 0

H_1 : Veckans Affärer T = 3 \neq 0

T = 3	Veckans Affärer					95% konfidensintervall	
Antal	Medel värde	Standardavvikelse	Medelfel	t-värde	P-värde	Lägsta	Högsta
85	0,001447	0,25803	0,002799	0,52	0,606	-0,0042	0,0070

Boxplottdiagram över Veckans Affärer T = 3



Bilaga 13

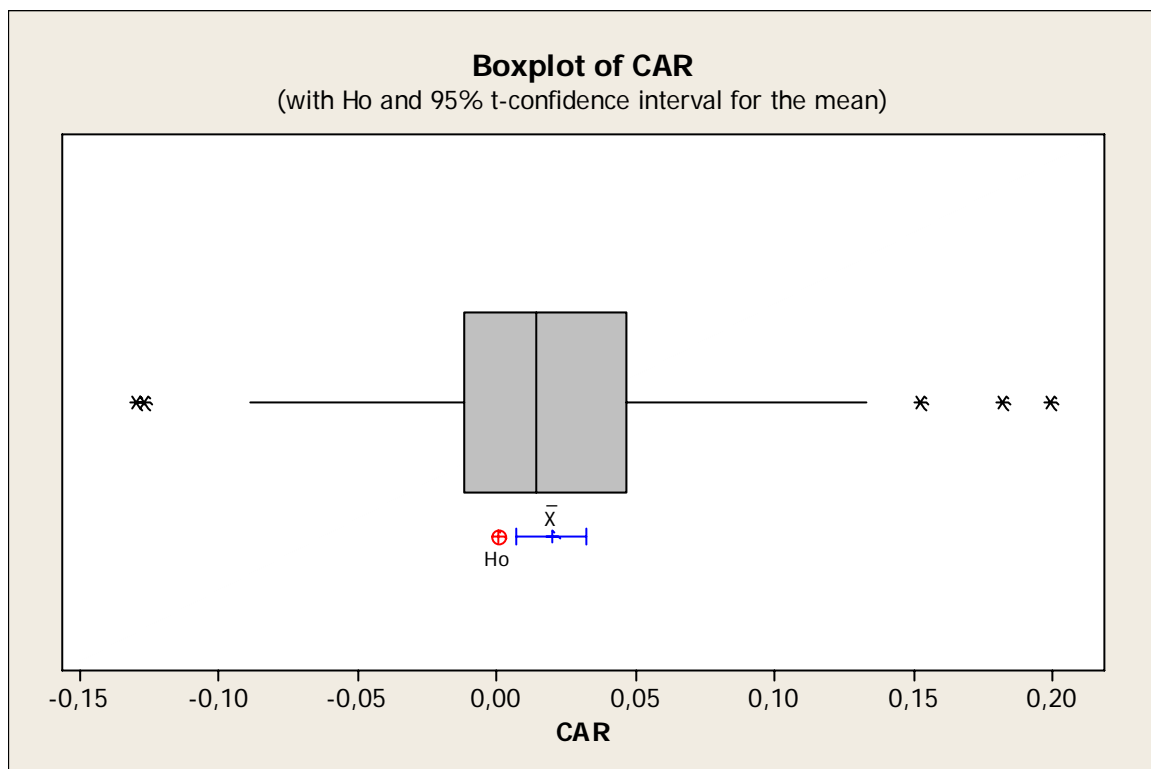
Veckans Affärer CAR

H_0 : Veckans Affärer CAR = 0

H_1 : Veckans Affärer CAR \neq 0

CAR	Veckans Affärer					95% konfidensintervall	
Antal	Medel värde	Standardavvikelse	Medelfel	t-värde	P-värde	Lägsta	Högsta
85	0,019497	0,058496	0,006345	3,07	0,003	0,0069	0,0321

Boxplottdiagram över Veckans Affärer CAR



Bilaga 14

CAR Affärvärlden vs CAR Veckans Affärer

H_0 : Affärvärlden CAR = Veckans Affärer CAR

H_1 : Affärvärlden CAR \neq 0 Veckans Affärer CAR

CAR Affärsvärlden vs CAR Veckans Affärer						95% konfidensintervall	
Antal	Medel värde	Standardavvikelse	Medelfel	t-värde	P-värde	Lägsta	Högsta
147	0,0422	0,0950	0,0078				
85	0,0195	0,0585	0,0063				
				1,99	0,048	0,000223	0,045087

Boxplottdiagram Affärvärlden CAR vs Veckans Affärer CAR

