



**EKONOMI
HÖGSKOLAN**
Lunds universitet

Lunds Universitet
Företagsekonomiska Institutionen
Juni 2007

INVESTMENTBANKERNAS INFLYTANDE PÅ AKTIEKURSER

Författare:
Hanna Evers 820227 4166
Daniel Kjellgren 820130 4931
Johan Mårtenzon 830505 3970

Handledare:
Göran Andersson

SAMMANFATTNING

Titel:	Investmentbankernas inflytande på aktiekursen
Seminariedatum:	070607
Ämne/Kurs:	FEK 582 Kandidatuppsats, 10p
Författare:	Hanna Evers; Daniel Kjellgren och Johan Mårtenzon
Handledare:	Göran Andersson
Fem Nyckelord:	Investmentbanker, aktieanalys, rekommendationer, överavkastning, effektiva marknadshypotesen, eventstudier
Syfte:	Syftet med uppsatsen är att få insikt i investmentbankers inflytande på aktiemarknaden. Detta skall främst ske genom att analysera köprekommendationer för att kunna besvara om eller till vilken grad det finns substans i aktierekommendationer.
Metod:	En finansiell analys görs i form av en eventstudie där marknadsmodellen tillämpas. Vi analyserar köprekommendationer från tio investmentbanker för att se om det existerar abnormala avkastningar samt om effekten skiljer sig beroende på storleken hos de rekommenderade bolagen.
Teoretiska perspektiv:	Huvudsakligen testar vi effektiva marknadshypotesen. Vikt har även lagts på tidigare studier som kan tänkas förklara överavkastning.
Empiri:	Vi har valt att undersöka offentligt publicerade köprekommendationer lämnade av tio slumpmässigt utvalda investmentbanker.
Resultat:	Resultatet av vår studie visade på att en köprekommendation ger en liten och kortlivad effekt på den rekommenderade aktiens kurs. Vi kunde även se att köprekommendationer ger en större effekt på mindre företag än vad köprekommendationer på större företag gör.

ABSTRACT

- Title:** Investment banks influence on stock prices
- Seminar date:** June 7th, 2007
- Course:** FEK582, Bachelor thesis in Business Administration, 15 ECTS
- Authors:** Hanna Evers, Daniel Kjellgren och Johan Mårtenzon
- Advisor:** Göran Andersson
- Key words:** Investment banks, recommendations, abnormal return, stock analysis, the effective market hypothesis, event studies
- Purpose:** The purpose of the thesis is to evaluate if the investment banks have any effect on the stock market. An analysis of analyst recommendations will answer whether there is any substance in stock recommendations.
- Methodology:** A financial analysis in the form of an event study is done using the market model. We analyze “buy” recommendations from ten different investment banks in order to see if they lead to abnormal returns, and also to see if the size of the recommended company makes a difference.
- Theoretical perspective:** Our research mainly focuses on the effective market hypothesis. We have also looked at earlier studies to see if they can explain any abnormal return.
- Empirical foundation:** The analysis is concentrated on publicly printed “buy” recommendations given by ten randomly picked investment banks.
- Conclusions:** The conclusion of our research is that a recommendation has a small and short lasting effect on the stock price. Our results also showed that smaller companies were affected to a greater extent than the larger companies were.

1 INLEDNING	6
1.1 BAKGRUND	6
1.2 PROBLEMFÖRMULERING	7
1.3 SYFTE	7
1.4 AVGRÄNSNINGAR	7
1.5 MÅLGRUPP	8
2 TEORI	9
2.1 EN INTRODUKTION TILL SVERIGES KAPITALMARKNAD	9
2.2 EFFEKTIVA MARKNADSHYPOTHESEN	10
2.2.1 Svag effektivitet.....	10
2.2.2 Halvstark effektivitet.....	10
2.2.3 Stark effektivitet.....	11
2.3 OVERREACTION HYPOTHESIS	11
2.4 ANOMALIER	11
2.4.1 Veckodagseffekten	12
2.4.2 Månadseffekten.....	12
2.4.3 Småbolagseffekten	12
2.5 TIDIGARE STUDIER	12
2.5.1 Utländska studier	12
2.5.2 Svenska studier.....	14
3 METOD	15
3.1 VAL AV METOD	15
3.2 DATAINSAMLING	15
3.3 EVENTSTUDIE	16
3.4 MARKNADSMODELLEN	16
3.4.1 Förväntad avkastning.....	17
3.4.2 Skattning av beta	17
3.4.3 Skattning av alfa.....	18
3.4.4 Överavkastning (AR).....	18
3.5 DEN KUMULERADE ÖVERAVKASTNINGEN (CAR)	19
3.6 HYPOTESPRÖVNING	19
3.7 KÄLLKRITIK.....	20
3.7.1 Validitet.....	20
3.7.2 Reliabilitet	20
4 RESULTAT	22
4.1 RESULTAT AV SAMTLIGA KÖPREKOMMENDATIONER	22
4.2 RESULTAT AV KÖPREKOMMENDATIONER PÅ MINDRE FÖRETAG	22
4.3 RESULTAT AV KÖPREKOMMENDATIONER PÅ STÖRRE FÖRETAG	23
4.4 SAMMANSTÄLLNING AV SAMTLIGA ÖVERAVKASTNINGAR.....	24
4.5 RESULTAT AV CAR FÖR STORA FÖRETAG.....	24
4.6 RESULTAT AV CAR PÅ MINDRE FÖRETAG.....	25
4.7 RESULTAT AV CAR FÖR STÖRRE FÖRETAG MOT MINDRE FÖRETAG	26
5 ANALYS	28
5.1 ANALYS AV SAMTLIGA KÖPREKOMMENDATIONER.....	28
5.2 ANALYS AV KÖPREKOMMENDATIONER PÅ MINDRE FÖRETAG	29
5.3 ANALYS AV KÖPREKOMMENDATIONER PÅ STÖRRE FÖRETAG.....	29
5.4 ANALYS AV CAR.....	30
5.5 JÄMFÖRELSE MED TIDIGARE FORSKNING	30
5.6 ANALYS AV EFFEKTIVITETEN.....	31
5.7 ANALYS AV ANOMALIER	32
5.8 RESULTATKRITIK	32
6 SLUTSATS.....	34

7 KÄLLFÖRTECKNING	35
7.1 LITTERATUR	35
7.2 ARTIKLAR.....	35
7.3 INTERNET.....	37

1 Inledning

I första delen av detta kapitel presenterar vi en bakgrund till det valda ämnesområdet. Vidare ämnar vi behandla syfte, problemformulering och avgränsningar, nödvändiga för att få tillräcklig insikt i uppsatsen.

1.1 Bakgrund

Värdepappersmarknaden spelar en central roll i den svenska samhällsekonomin. Stora börsuppgångar och fler investeringsmöjligheter har lett till att kapitaltillgångar förts över från sparkonton till svenska börsen. Statistik visar att de svenska hushållens direkta ägande¹ i svenska aktier noterade på börsen uppgår till över 605 miljarder kr (SCB 2007). Tillträdet till värdepappersmarknaden sker i flera fall genom investmentbanker (IB) som hjälper investerare, inte minst privata, att placera sina pengar i olika finansiella tillgångar. En stor del av investmentbankernas arbete är att analysera aktier och sedan förmedla ifall de är köp- respektive säljkandidater. Dessa rekommendationer går till investmentbankernas kunder, men offentliggörs även genom olika mediekkanaler. De kan exempelvis publiceras i finansiellt inriktade tidskrifter och på hemsidor som vänder sig till investerare. Den information som släpps till allmänheten blir då egentligen andrahandsinformation då IB's kunder redan hunnit agera på den. Man kan då undra hur mycket denna information kan påverka aktiekurserna.

Väl förankrat i teorin och beprövat i praktiken så skall, enligt den effektiva marknadshypotesen (EMH), analytikernas rekommendationer inte påverka aktiekursen om de inte innehåller ny relevant information. Skulle det finnas substans i informationen kommer denna snabbt att återspeglas i aktiekursen. (Fama 1970). Denna hypotes har ideligen prövats med skiljda resultat. Forskning har visat att köprekommendationer har en positiv effekt på aktiekurser (Canes and Lloyd-Davies 1978; Liu et al. 1990). Dessa resultat talar för Price Pressure Hypothesis, vilken bygger på att rekommendationer tillfälligt trycker upp aktiepriser och ger överavkastning. På detta sätt spelar investmentbankerna (IB) en stor roll i det finansiella systemet om teorin kan tillämpas.

Vårt intresse för just investmentbanker och dess påverkan väcktes när vi läste Erik Lidéns doktorsavhandling som skrevs vid Göteborgs Universitet 2004. Ett av resultaten

¹ Exklusive indirekt sparande tex. Fondsparande, försäkring m.m.

i Lidéns avhandling visade att analytikers köprekommendationer påverkade aktiekurserna mer än till exempel rekommendationer gjorda av journalister i ekonomiska tidskrifter. Vi tycker därför att det vore intressant att utveckla resonemangen i avhandlingen genom att helt fokusera på investmentbankerna. Vi vill ta reda på IB's påverkan på aktiekurserna samt möjligheten till överavkastning genom att följa deras råd. Vi vill även undersöka om det, vid rekommendationer, går att se någon skillnad mellan de olika effekter som eventuellt uppstår på företag av varierande storlek.

1.2 Problemformulering

Har investmentbankernas offentligt publicerade köprekommendationer någon direkt påverkan på enskilda aktiekurser? Kan en sådan effekt i så fall leda till överavkastning och spelar de rekommenderade företagens storlek någon roll?

1.3 Syfte

Syftet med uppsatsen är att få insikt i investmentbankernas inflytande på aktiemarknaden. Detta skall ske genom att analysera offentliggjorda köprekommendationer och se om dessa har någon inverkan på de rekommenderade aktiernas kurser. Vi vill se om det finns ett samband mellan en eventuell uppgång och en köprekommendation.

1.4 Avgränsningar

Studien begränsar sig till Stockholm Stock Exchange (SSE) där vi har valt Large-, Mid-, och Smallcap-listorna, för att enkelt kunna avgränsa bolagen storleksmässigt. Vi skiljer större företag, med börsvärde över 1 miljard euro (Large Cap) och, mindre företag, med mindre än 1 miljard euro (Mid Cap och Small Cap). Definitionen av investmentbank syftar i de fallen då det inte rör sig om en renodlad IB på bankernas investmentbanking divisioner.

Vidare har vi baserat studien på köprekommendationer från tio slumpmässigt utvalda investmentbanker.

De utvalda bankerna är:

1. SEB

2. Deutsche Bank
3. Fischer Partners
4. Handelsbanken
5. Hagströmer & Qviberg
6. Swedbank
7. Goldman Sachs
8. Merrill Lynch
9. Danske Securities
10. Skandiabanken

Alla renodlade köprekommendationer har tagits med under tidsperioden 2005-01-01 till 2006-12-31. Vi anser att denna tidsperiod är tillräckligt lång för ge ett adekvat resultat för vår problemställning. Rekommendationer såsom "Bättre än index", "Öka", och "Behåll" har vi helt utelämnat i vår studie då vi inte klassificerar dessa som renodlade köprekommendationer. Vårt händelsefönster sträcker sig från dagen då rekommendationen publicerades ($t=0$) till 5 handelsdagar därefter ($t+5$). Även dag 30 ($t+30$) har tagits med för att kunna se om en eventuell uppgång fanns kvar månad senare. Detta kan exempelvis tyda på att aktien var undervärderad innan rekommendationens publicering. Till skillnad från många liknande studier har vi valt att inte ta med kurser från dagen innan $t=0$. Anledningen är att vår studie inte undersöker eventuella effekter av insiderhandel eller rekommendationer som bankerna ger sina egna kunder före offentliggörandet. Det är omöjligt att veta hur långt före $t=0$ som informationen når insiderhandlare och kunder. Därmed ser vi inte syftet med att ta med $t-1$. Alla kurser är noterade vid stängningskursen. Vid helger och helgdagar inom vårt valda händelsefönster, har nästa handelsdags kurs använts.

1.5 Målgrupp

Uppsatsen riktar sig främst till människor med god kunskap och intresse inom finansiering, riskhantering och ekonometri som till exempel universitetsstuderande, analytiker och anställda inom bank och finansbranschen.

2 Teori

Detta kapitel avser att behandla de relevanta teorierna för vår studie. Först beskrivs grundläggande teorier om val och värderingar bakom aktierekommendationer och därefter olika teorier om marknadens beteende.

2.1 En introduktion till Sveriges kapitalmarknad

Stockholmsbörsen (OMXS) är i huvudsak en integrerad marknadsplats för handel med finansiella instrument. Målet är att skapa en effektiv och förtroendegivande marknad vilken styrs av diverse krav på de olika listade aktörerna. Ett noterat bolag förbinder sig att förse marknaden med all information om beslut och händelser som kan ha kurspåverkande effekt. Syftet är att alla skall ha tillgång till samma information samtidigt för att marknaden skall betraktas som genomlyst (OMX Group).

Stockholmsbörsen tillhör OMX Group som innefattar de nordiska och baltiska ländernas börser. Samarbetet syftar till att underlätta handel över gränserna och exponera företagen för större möjligheter till riskkapital. Handeln styrs av gemensamma regler. Vidare är Stockholmsbörsen uppdelat i olika listor beroende på bolagens marknadsvärden. De största går under Large²- Mid³- och Smallcap⁴. Andra listor är NGM Equity, First North och Aktietorget vilka innefattar mindre nordiska tillväxtföretag (OMX Group).

Oavsett likviditetsstorlek hos investerare måste man gå genom speciella börsmedlemmar för att kunna handla på börsen. Dessa medlemmar består av banker och värdepappersbolag (IB) med speciella tillstånd att bedriva värdepappershandel och som uppfyller specifika krav. (OMX Group)

² Börsvärde > €1Mrd

³ Börsvärde €150M - 1Mrd

⁴ Börsvärde < €150M

2.2 Effektiva marknadshypotesen

Den effektiva marknadshypotesen, EMH, innebär att ett värdepappers marknadsvärde återspeglar all tillgänglig information om framtida fundamentala faktorer som kan påverka tillgångens värde. (Bodie and Merton 2000).

Antagandet att aktiepriset absorberar ny information direkt är det som EMH och även, till stor del, det vår uppsats fokuserar på. Enligt EMH skall inte analytikers rekommendationer påverka marknadsvärdet såvida den inte innehåller ny information. Ny information som kan komma att påverka kursen skall därefter snabbt absorberas av marknaden. Termen ”Effektiva Marknadshypotesen” utvecklades av Fama, Fischer, Jensen och Roll 1969. Deras teori delar upp hypotesen i 3 stadier av effektivitet beroende på hur mycket information som finns inbäddad i aktiepriset. (De Silva 2004)

2.2.1 Svag effektivitet

Denna form av effektivitet innebär att all historisk information reflekteras i aktiepriset. Det går ej att förutse en akties rörelsemönster genom att analysera historiska aktiekurser. Många studier talar för att aktier följer så kallade ”random walks”, vilket betyder att kursrörelser inte följer något systematiskt mönster. Den finansiella världen är i konsensus om att marknaden är minst svagt effektiv, eftersom att historisk data är enkel att utläsa. Om det vore möjligt att erhålla överavkastning genom detta tillvägagångssätt hade det använts av alla som handlar med värdepapper. (Kendall, 1953)

2.2.2 Halvstark effektivitet

Denna andra form av effektivitet är uppfylld då all offentlig och historisk information är inbäddad i priset på ett värdepapper. När väl publik information offentliggörs korrigeras aktiepriset omedelbart. Denna form av effektivitet omöjliggör att erhålla överavkastning både genom fundamental och genom historisk analys. Om vi antar att den svenska aktiemarknaden är åtminstone halvstark, så ska rekommendationer ha en effekt på priset den dag de offentliggörs dvs. $t=0$.

Flertalet studier har prövat den halvstarka hypotesen, dvs. hur aktiepriset påverkas av till exempel analytikers rekommendationer. Resultatet visar överlag att ny information absorberas in i aktiekurser relativt snabbt. Den halvstarka formen förhindrar därmed överavkastning genom aktierekommendationer. (Canes and Lloyd-Davies, 1978, Liu et al. 1990)

2.2.3 Stark effektivitet

Den tredje formen av effektivitet är uppfylld då all relevant information; publik och privat reflekteras i aktiepriset. Inte ens insideinformation kan i detta fall ge överavkastning. (Haugen 2001)

2.3 Overreaction hypothesis

Den första dokumenterade effekten av en överreaktion sträcker sig tillbaka till 1936 när J.M. Keynes observerade att kortsiktiga och icke-signifikanta spekulationer i investeringar tenderar att ha överdriven, och i vissa fall absurd, påverkan på marknaden (Keynes, 1936, s 153-154)

Price Pressure Hypothesis innebär att analytikens rekommendationer skapar ett tillfälligt köptryck på grund av ökade investeringar i den aktuella aktien. Detta köptryck kan generera tillfällig överavkastning men med en efterföljande genomsnittlig nedgång. I kontrast till "information hypothesis" som innebär att experter har tillgång till insiderinformation och att deras rekommendationer innehåller relevant ny information som kommer att återspegla sig i priset permanent (Keynes, 1936).

Flertal studier visar hur investerare tenderar att överreagera på ny information som påverkar aktier positivt tillfälligt men som följs av en nedgång. De Bondt and Thaler (1985) utmanade, med sin studie EMH på allvar då de visar att just överreaktionshypotesen är en överdriven respons till information och att överavkastning kan erhållas genom fundamental och/eller teknisk analys.

En till ämnet ännu mer relevant studie gjordes av Bing Liang (1999) som dokumenterade en 2 dagars effekt av rekommendationer publicerade av tidningen Wall Street Journal. Denna effekt avtog och återgick under de följande 15 handelsdagarna.

2.4 Anomalier

Anomali kan förklaras som en avvikelse från det normala eller förväntade. Inom finansvärlden definieras anomali som en feljustering av värdet för en tillgång eller marknad som ger en arbitragemöjlighet. Genom teknisk analys kan man urskilja anomalier hos aktiemarknaden som ger möjlighet till överavkastning i förhållande till marknadens risk, vilket står i motsats till EMH. För att en avvikelse skall ses som en anomali måste överavkastningen vara bestående. (Moles & Terry 1997)

De dokumenterade anomalier som vi bör ta hänsyn till och som kan påverka vårt resultat är de som har direkt effekt på aktiekurser på daglig basis.

2.4.1 Veckodagseffekten

En väl beprövad anomali, om än med spridda resultat, visar att genomsnittsavkastningen på marknaden skiljer sig åt på olika veckodagar. Måndagar tenderar att ge negativ avkastning medan fredagar tvärtom. Denna är den mest relevanta med tanke på händelsefönstret vi utgår från (Pettingill 2003).

2.4.2 Månadseffekten

Samma princip som veckoeffekten dvs. positiv kurstrend i slutet av varje månad. Ett ökat cashflow i form av löne- och ränteutbetalningar och även omplaceringar i fondportföljer pressar upp priserna. (Al-Saad and Moosa, 2005) Även

2.4.3 Småbolagseffekten

Små bolag associeras med större risk vilket oftast är i linje med avkastningen. Små bolag, trots justerat för högre risk tenderar att ge bättre avkastning än stora. En möjlig förklaring är att små bolag är mindre likvida och därför påverkas mer av ny information. (Reinganum, 1981)

2.5 Tidigare studier

Vi har valt att ta upp tre svenska och fyra utländska studier som påminner om vår för att sedan kunna jämföra de respektive resultaten.

2.5.1 Utländska studier

År 1933 ifrågasatte Alfred Cowles analytikers förmåga att förutspå framtiden med artikeln "Can stock market forecasters forecast". I hans studie samlades 7500 rekommendationer in under åren 1928 till 1932 och testades sedan statistiskt. Resultatet av denna studie visade att om man följde dessa rekommendationer gav det i genomsnitt 1,43 % mindre i avkastning än genomsnittsaktien (Cowles, 1933). Efter denna revolutionerade studie har ett flertal andra undersökningar gjorts om analytikers förmåga att förutspå framtida kursuppgångar samt hur analytiker kan påverka marknaden.

Womack publicerade 1996 en studie för att ta reda på hur analytiker kan förutspå och påverka aktiepriset. Han samlade in 150 000 köp- och säljrekommendationer från 14 av USA:s största investmentbanker under åren 1989 till 1991. Enligt Womacks analys var köprekommendationernas effekt relativt kortlivad och hade en genomsnittlig avkastning på 2,4 % under den första månaden. Marknaden reagerade betydligt mer vid köp- och säljrekommendationer på mindre företag än större.

I en annan studie från 1997 undersöktes aktiemarknadens beteende då köprekommendationer släpptes till investmentbankernas viktigaste kunder innan de offentliggjordes. Hur snabbt aktiens pris anpassar sig till den nya informationen på aktiemarknaden undersöktes också. Resultatet de fick fram av studien var densamma som många andra forskare tidigare kommit fram till; när investmentbanker ger köprekommendationer på ett företags aktier stiger företagets värde. För ett antal personer information innan den släpps till allmänheten kan de, enligt Kim, Lin och Solvin få en genomsnittlig överavkastning på cirka 4 % för NYSE/AMEXs aktier och 7 % för NASDAQs aktier. Om informationen istället är offentlig anpassar sig aktiemarknaden till den och ingen förändring i aktiepriset sker (Kim et al, 1997).

År 2001 publicerades en artikel i *The Journal of Finance* skriven av Barber et al. Artikelns frågeställning var om investerare kunde uppnå överavkastning genom att följa analytikernas råd. Enligt den effektiva marknadshypotesen ska man inte på en marknad med halvstark effektivitet kunna uppnå detta genom allmänt tillgänglig information, så som analyser från investmentbanker. Samtidigt spenderar investmentbanker stora summer på aktieanalyser. Detta för att de och deras klienter tror på möjligheten att generera överavkastning. För att ta reda på om bankernas analyser verkligen kunde generera någon vinst samt om investmentbankerna på något sätt kunde påverka aktiepriset genom sina rekommendationer, valde Barber et al. att göra en studie. Denna omfattande studie sträckte sig mellan 1986 och 1996 och undersökte den amerikanska marknaden. De data som skulle analyseras innehöll 360 000 köp/behåll/sälj rekommendationer utfärdade av 269 investmentbanker och 4340 analytiker. 51 % av urvalet utgjordes av köprekommendationer. I sin analys kom Barber et al. fram till att om man köpte den portfölj med de högst rekommenderade aktierna fick man en avkastning på 18,8 %. En marknadsportfölj under samma period skulle bara ge 14,5 % avkastning. Om man räknade in transaktionskostnaderna i resultatet blev det dock ingen större överavkastning kvar.

Barber et al menar att när man följer aktierekommendationer är det viktigt att ta med transaktionskostnaderna i beräkningarna. Precis som Womack kom han fram till att

köprekommendationerna påverkade aktiekursen i mindre och medelstora företag mer än aktiekursen i större företag.

2.5.2 Svenska studier

Erik Lidén skrev en doktorsavhandling vid Handelshögskolan i Göteborg där han studerade köp- och säljrekommendationer under perioden 1996 till 2000. I avhandlingen skiljer han på rekommendationer från journalister och investmentbanker. Lidén menar att när investmentbankerna publicerar sina rekommendationer har redan deras privata kunder fått ta del av den aktuella informationen och därmed kunnat tjäna pengar på den. När en köprekommendation publiceras reagerar oftast aktiemarknaden positivt första dagen men efterföljs ofta av en negativ reaktion då marknaden stabiliserar sig. Lidén testade även i sin avhandling om det gick att uppnå överavkastning genom att följa köp- och säljrekommendationer. Resultatet han kom fram till var att en investerare som följde köprekommendationerna skulle förlora pengar medan en som följde säljrekommendationerna skulle tjäna pengar.

I en magisteruppsats från 2005 har Brännberg och Ehnberg undersökt hur marknaden reagerar på köp- och säljrekommendationer från banker och fondkommissionärer. De har studerat kursutvecklingen hos aktier från en vecka innan köprekommendationen publicerades fram till sex månader efter. Kursutvecklingen gav i 51 % av fallen en negativ utveckling, det vill säga ingen överavkastning.

År 2005 gjorde Ivarson, Hammarbäck och Dismorr en studie vars syfte var att undersöka om köprekommendationer från *Veckans Affärer* och *Affärsvärden* gav någon effekt på det rekommenderade företagets aktiekurs. De studerade 232 rekommendationer från båda tidningarna under tidsperioden 2002 till 2003. Båda tidningarnas rekommendationer gav överavkastning för aktierna på publiceringsdagen. Dagen efter publicering var det bara *Affärsvärlden* som gav överavkastning.

3 Metod

I metodkapitlet redogör vi för vårt val av metod, hur vi samlade in data samt hur vi sedan bearbetade våra data för att sedan kunna besvara vår problemformulering.

3.1 Val av metod

I en studie som vår, med en stor mängd sifferdata att studera, bearbeta och analysera, är det lättast att använda en kvantitativ metod. Vi har valt att göra en eventstudie, en vanlig metod vid en finansiell analys som denna. Man studerar då en händelses effekt i ett så kallat händelsefönster. Ett exempel på händelse kan vara hur en köprekommendation kan påverka ett företags aktiekurs. Begreppet eventstudie kommer att förklaras utförligare i stycke 3.3.

3.2 Datainsamling

Från en analytikerlista på Privata Affärers hemsida valde vi slumpmässigt banker med köprekommendationer under tidsperioden 050101 till 061231. I de fall då en vald bank inte hade några köprekommendationer som uppfyllde våra krav, togs denna bank bort och en ny slumpades fram.

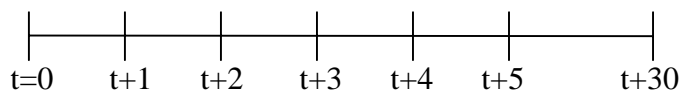
Endast köprekommendationer på företag som befinner sig på Stockholmsbörsens Large, Mid eller Small Cap-listor användes. De rekommenderade företagens stängningskurser noterades en dag före publiceringen av rekommendationen fram till fem arbetsdagar efter. Anledningen till att vi noterade en dag före publiceringsdagen trots att det inte ingår i vårt händelsefönster, var att kunna räkna ut eventuell överavkastning på dagen $t=0$. Aktiekursen noterades även en månad efter $t=0$ för att se om effekten av rekommendationen hade någon längre påverkan på kursen. Kurserna som vi använder oss utav togs från Privata Affärers hemsida, vilka i sin tur kom från SIX Trust.

För att kunna bestämma den förväntade avkastningen på marknaden, använde vi oss av Stockholmsbörsens All-Share-index (OMXS). OMXS innefattar alla de aktier som är noterade på den nordiska börsen i Stockholm. Basdatum för indexet, med basvärde 100, är den 31 december 1995. (OMX Group)

3.3 Eventstudie

Vid finansiell forskning är det vanligt att använda sig av en så kallad eventstudie. Sådana började användas redan 1933 av James Dolley, då han undersökte hur aktiekurser reagerade på splittar. Användningen av eventstudier ökade kraftigt fram till i slutet av 1960-talet, då metoden omarbetades av Brown (1968) och Fama (1969). Deras tolkning av modellen är den som används än idag. (MacKinlay, 1997)

En eventstudie används för att mäta effekten av en viss händelse, i detta fall hur en köprekommendation påverkar aktiepriset. Det första som bör göras vid en eventstudie är att skapa ett händelsefönster. Vårt händelsefönster sträcker sig från en dag då rekommendationen publiceras ($t=0$) till fem dagar efter ($t+5$). Vi har även valt att ta med en observation av aktiekursen en månad efter publiceringsdagen ($t+30$).



Vårt händelsefönster, där $t=0$ är rekommendationens publiceringsdag.

Valet av storlek på vårt händelsefönster har gjorts med hänsyn till att det måste vara tillräckligt stort för att vi ska kunna urskilja om aktiekursen påverkas. Det är inte säkert att effekten alltid inträffar på publiceringsdagen, och vi måste därför bredda vårt fönster. De kan finnas de som tar del av informationen på publiceringsdagen och de som får reda på rekommendationen senare. Det kan även skilja sig hur snabbt investeraren väljer att agera. Vissa gör det direkt, andra väntar för att se hur kursen utvecklas. För att få med de senare har vi därför valt ett fönster från $t=0$ till $t+5$. Vi förstår att det är många som handlar utifrån rekommendationen utanför vårt händelsefönster, men vi anser det vara för riskabelt att öka perioden. Ju längre fram händelsefönstret sträcker sig desto fler händelser hinner inträffa som påverkar kursen och därmed ökar risken att en missvisande bild visas. För att kunna se på lite längre sikt har vi valt att ta med en enskild observation en månad senare. Vi måste dock vara mycket försiktiga vid tolkningen av denna, då den kan ha påverkats av en rad olika händelser.

3.4 Marknadsmodellen

För att kunna värdera köprekommendationens effekt krävs det en mätning av överavkastningen som uppstått. För att göra detta finns det flera olika modeller som kan användas. De två vanligaste modellerna enligt MacKinlay (1997) är Mean return model

och Marknadsmodellen. Mean return model antar att genomsnittsavkastningen är konstant över tiden, medan Marknadsmodellen antar en stabil linjär relation mellan aktiens avkastning och marknadens avkastning. (MacKinlay 1997)

Enligt MacKinlay är marknadsmodellen en tillförlitlig och välanvänd statistisk metod. Vi anser den lämplig för vår undersökning, då den tar hänsyn till såväl marknadens rörelse och aktiens systematiska risk (MacKinlay 1997). Vi valde således denna modell för att beräkna den förväntade avkastningen och den faktiska avkastningen.

3.4.1 Förväntad avkastning

För att beräkna den förväntade avkastningen måste alfa och beta först skattas med hjälp av historiska data. För att bestämma marknadsportföljens avkastning vid tidpunkt t använder vi oss av OMXS index.

Den förväntade (normala) avkastningen beräknas genom nedanstående formel;

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

(MacKinlay, 1997)

$E(R_{it})$ = Den förväntade avkastningen på en bestämd aktie vid tidpunkt t

R_{mt} = Marknadsportföljens avkastningen vid tidpunkt t

α_i = Aktiens alfavärde, den del av aktien som är oberoende av förändringar på marknaden.

β_i = Aktiens betavärde, en konstant som anger den förväntade avkastningen vid en förändring i marknads avkastningen.

ε_i = En felterm som förklarar den variation i R_{it} som inte förklaras av ekvationen med väntevärde noll.

3.4.2 Skattning av beta

Beta är ett mått på aktiens systematiska risk. Måttet beskriver hur stora svängningar aktiekursen har i förhållande till genomsnittsaktien. En aktie med betavärde 1 rör sig exakt som marknadsindex. (Hansson, 2005)

Vi kommer att beräkna beta genom en regressionsanalys av historisk data. Data hämtas från en tidsperiod innan vårt händelsefönster börjar. Denna period kallas estimeringsperioden (MacKinlay 1997). Anledningen till att vi inte använde händelseperioden till vår estimeringsperiod är att vi inte ville att de observerade händelserna skulle påverka de parametrar som ska skattas fram.

$$\beta_t = \frac{Cov(R_{it}, R_M)}{\sigma_M^2}$$

(Arnold, 2005)

$Cov(R_{it}, R_M)$ = Kovariansen för marknadsavkastningen och avkastningen på en bestämd aktie vid en bestämd tidpunkt.

σ_M^2 = Variansen på marknaden.

3.4.3 Skattning av alfa

Alfa används för att beskriva den delen av aktiens avkastning som är oberoende av marknads rörelse. (Arnold, 2005)

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

(Buckland och Fraser 2002)

β_t = Aktiens betavärde, en konstant som anger den förväntade avkastningen vid en förändring i marknads avkastningen.

R_{mt} = Marknadsportföljens avkastningen vid tidpunkt t

R_{it} = Aktiens avkastning vid tidpunkten t

3.4.4 Överavkastning (AR)

Vid beräkning av överavkastningen i aktien (i) vid tidpunkten (t) drar vi bort den förväntade avkastningen från den faktiska avkastningen. Detta ska göras för varje observation i respektive händelsefönster. (MacKinlay, 1997)

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

(MacKinlay, 1997)

AR_{it} = Överavkastningen på en bestämd aktie vid tidpunkt t

R_{it} = Den faktiska avkastningen, det vill säga den observerade avkastningen, på en bestämd aktie vid tidpunkt t

$E(R_{it})$ = Den förväntade avkastningen på en bestämd aktie vid tidpunkt t

Överavkastningen uppkommer när skillnaden mellan den faktiska och den förväntade avkastningen är positiv. På så sätt kan en aktie generera överavkastning trots att den är negativ, så länge den är bättre än den förväntade avkastningen.

3.5 Den kumulerade överavkastningen (CAR)

Genom att beräkna den kumulerade överavkastningen (CAR) får vi reda på den totala överavkastningen som köprekommendationen ger. Denna modell är väldigt användbar vid analysering kring aktieprisets uppförande vid en händelse, med data baserad på historisk avkastning. (MacKinlay, 1997)

$$CAR = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_t$$

(MacKinlay, 1997)

CAR = Kumulerad överavkastning

AR_t = Överavkastningen vid tidpunkt t

3.6 Hypotesprövning

För att avgöra om resultaten från vår eventstudie är statistiskt säkerställda görs en hypotesprövning.

Vid en hypotesprövning testas ett antagande som sedan antingen accepteras eller förkastas. Om man accepterar antagandet innebär det att man bedömer hypotesen som rimlig. Förkastar man hypotesen innebär det att man anser den felaktig. Vid en hypotesprövning sammanfattas den frågeställning man vill ha svar på i en nollhypotes (H_0) och en mothypotes (H_1). Vi vill här ta reda på om varje enskild observations överavkastning (AR_t) är statistiskt skiljd från noll. (Körner, 1985)

$$H_0 : AR_t = 0$$

$$H_1 : AR_t > 0$$

För att kontrollera om nollhypotesen är korrekt eller felaktig används en testfunktion. Vi använder oss av ett t-test. När nollhypotesen är sann är testfunktionen normalfördelad med väntevärdet noll och standardavvikelsen ett. Om nollhypotesen däremot är fel är väntevärdet större än AR. Om nollhypotesen ska gälla bör testfunktionens värde inte avvika allt för mycket från noll. Gränsen för när nollhypotesen ska förkastas bestäms av signifikansnivån. (Körner, 1985)

Vi använde oss av en signifikansnivå på 5 %. Med hjälp av en tabell över den standardiserade normalfördelningen kunde vi bestämma att om testfunktionens observerade värde överstiger 1,64 ska nollhypotesen förkastas. (Körner, 1985)

3.7 Källkritik

Det är mycket viktigt att vid uppsatsskrivning kritiskt granska all information, detta för att kunna uppnå validitet, reliabilitet och relevans inom det valda ämnet.

3.7.1 Validitet

Termen validitet syftar på om resultatet av studien bedöms vara giltigt och av värde. Wiederheim-Paul och Eriksson (1991) definierar det som "ett mätinstruments förmåga att mäta det man avser att det ska mäta" (Wiederheim-Paul och Eriksson, 1991). Vidare understryker de vikten av att eliminera systematiska fel, ett mål som i praktiken är i stort sett ouppnåeligt om än eftersträvansvärt.

3.7.2 Reliabilitet

Begreppet reliabilitet avser mätmetodens förmåga att stå emot fel, det vill säga dess tillförlitlighet. Om reliabiliteten är hög ska man vid upprepade tillfällen kunna komma fram till samma resultat genom att använda sig av samma metod (Christensen et al, 2001).

Eftersom vår uppsats till stor del handlar om att samla in data och sedan analysera dessa, är det väsentligt att det vi samlar in har hög giltighet och relevans. De börskurser vi använt samt de rekommendationer som olika investmentbanker lämnat har hämtats från Privata Affärer som i sin tur har hämtat sin information från SIX Trust. SIX Trust tillhandahåller finansiell information världen över och är en oberoende källa.

Då det kan förekomma fel har stickprov av aktiekurserna gjorts och därefter jämförts med kurserna i OMX Groups historiska kursregister för att styrka deras giltighet.

4 Resultat

I detta kapitel presenteras de resultat vi fått fram genom vår undersökning. Vi kommer först att redovisa för det resultatet för samtliga rekommendationer, därefter med mindre och större företag skilda från varandra. Slutligen visas det vi kommit fram till med hjälp av CAR-modellen.

4.1 Resultat av samtliga köprekommendationer

Genom ett t-test på samtliga rekommendationer kunde vi konstatera att överavkastningen var statistiskt säkerställd med 95 %:s tillförlitlig under dagarna t+0, t+2 och t+30. Detta eftersom dessa dagars t-värde är större än det kritiska värdet där hypotesen skall förkastas.

I tabell 4.1 kan man se att andelen rekommenderade aktier med överavkastning stiger fram till och med dag två. Dag tre och fyra sjunker andelen till under 50 %. Trettio dagar efter att köprekommendationen publicerats har 67 % av de rekommenderade aktierna stigit mer än marknadsindex. Dessa aktier har en genomsnittlig överavkastning på cirka 2,7 % och en standardavvikelse på 7,239.

	T=0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+30
Antal Observationer	159	159	159	159	159	159	159
Andel med överavkastning	52,83%	52,83%	56,60%	49,69%	47,80%	54,71%	67,30%
Medelvärde	0,44%	0,14%	0,28%	0,16%	-0,01%	0,23%	2,68%
Standardavvikelse	2,62%	2,55%	1,81%	1,88%	1,66%	1,96%	7,24%
T-värde	2,130	0,700	1,960	1,100	-0,060	1,490	4,670
Kritiskt värde	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64
Statistiskt säkerställd	Ja	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej	Ja

Tabell 4.1 "One sample t-test" för alla köprekommendationer.

4.2 Resultat av köprekommendationer på mindre företag

Genom att skilja på företag utifrån deras börsvärde vill vi testa om det finns någon skillnad i hur företagens aktiekurser reagerar på köprekommendationer. Tabell 4.2 innehåller data från ett t-test som är gjort på 35 stycken köprekommendationer. Dessa köprekommendationer är på det mindre företagen på Stockholmsbörsen, det vill säga företag med ett börsvärde under 1 miljard euro.

T-testet visar att endast publiceringsdagen (t=0) är statistiskt säkerställd hos mindre företag. Det är t=0 samt t+30 som har den största procentuella andelen med överavkastning. Fyra dagar efter köprekommendationen publicerades var de bara 37,1 % av alla rekommendationer på mindre företag som gav överavkastning.

	T=0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+30
Antal Observationer	35	35	35	35	35	35	35
Andel med överavkastning	57,1%	48,6%	54,3%	54,3%	37,1%	48,6%	57,1%
Medelvärde	0,997%	0,150%	0,216%	0,249%	-0,12%	-0,21%	1,040%
Standardavvikelse	3,369%	3,600%	1,655%	2,689%	1,648%	1,338%	6,070%
T-värde	1,720	0,250	0,770	0,550	-0,410	-0,920	1,020
Kritiskt värde	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64
Statistiskt säkerställd	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej

Tabell 4.2 "One sample t-test" för köprekommendationer på mindre företag

4.3 Resultat av köprekommendationer på större företag

Vi gjorde även ett t-test för 124 stycken köprekommendationer på större företag, dessa sammanställde vi sedan i tabell 4.3. Tabell 4.3 visar på att dagarna t+2, t+5 och t+30 är statistiskt signifikanta och nollhypotesen kan förkastas.

Trettio dagar efter att köprekommendationen publicerats gav 70,2 % av alla rekommenderade företag överavkastning med ett genomsnitt på cirka 3,1 %.

	T=0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+30
Antal Observationer	124	124	124	124	124	124	124
Andel med överavkastning	51,6%	54,0%	57,3%	48,4%	50,8%	56,5%	70,2%
Medelvärde	0,29%	0,14%	0,30%	0,14%	0,02%	0,35%	3,14%
Standardavvikelse	2,35%	2,18%	1,85%	1,59%	1,67%	2,08%	7,49%
T-värde	1,380	0,700	1,800	0,970	0,150	1,890	4,670
Kritiskt värde	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64
Statistiskt säkerställd	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	Ja	Ja

Tabell 4.3 "One sample t-test" för köprekommendationer på större företag

4.4 Sammanställning av samtliga överavkastningar

I diagram 4.1 nedan tydliggörs den överavkastning som uppstår vid köprekommendationer från investmentbanker. Staplarna är uppdelade i samtliga, mindre respektive större företag för att en jämförelse lätt ska kunna ske.

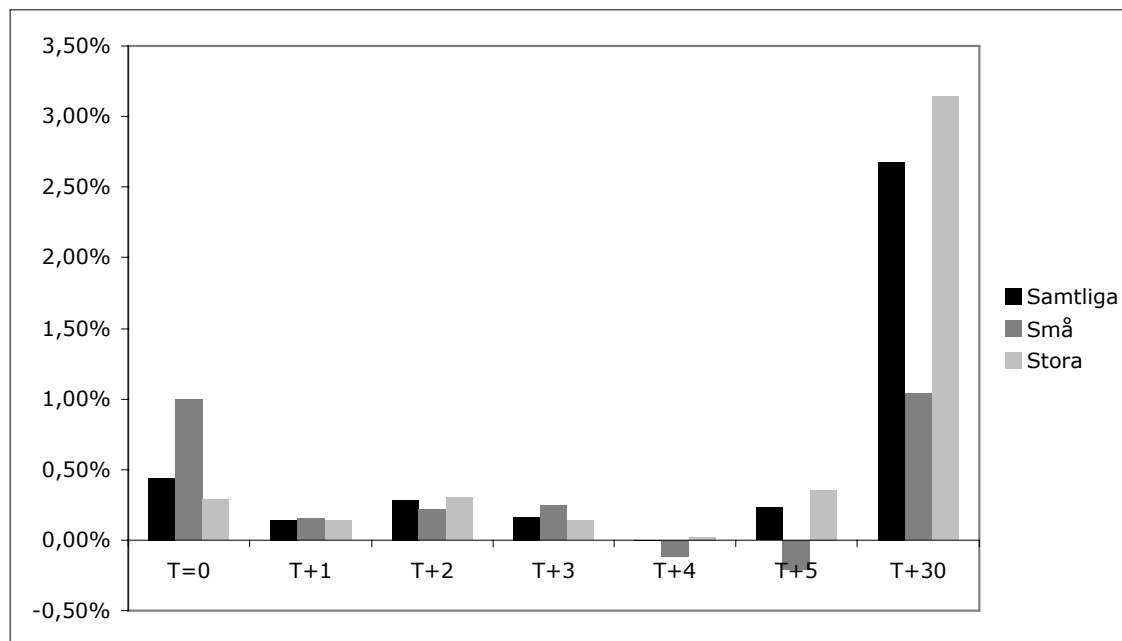


Diagram 4.1 Sammanställning av samtliga överavkastningar

I diagrammet ovan kan man tydligt se skillnaden på hur överavkastningen skiljer sig åt mellan större och mindre företag.

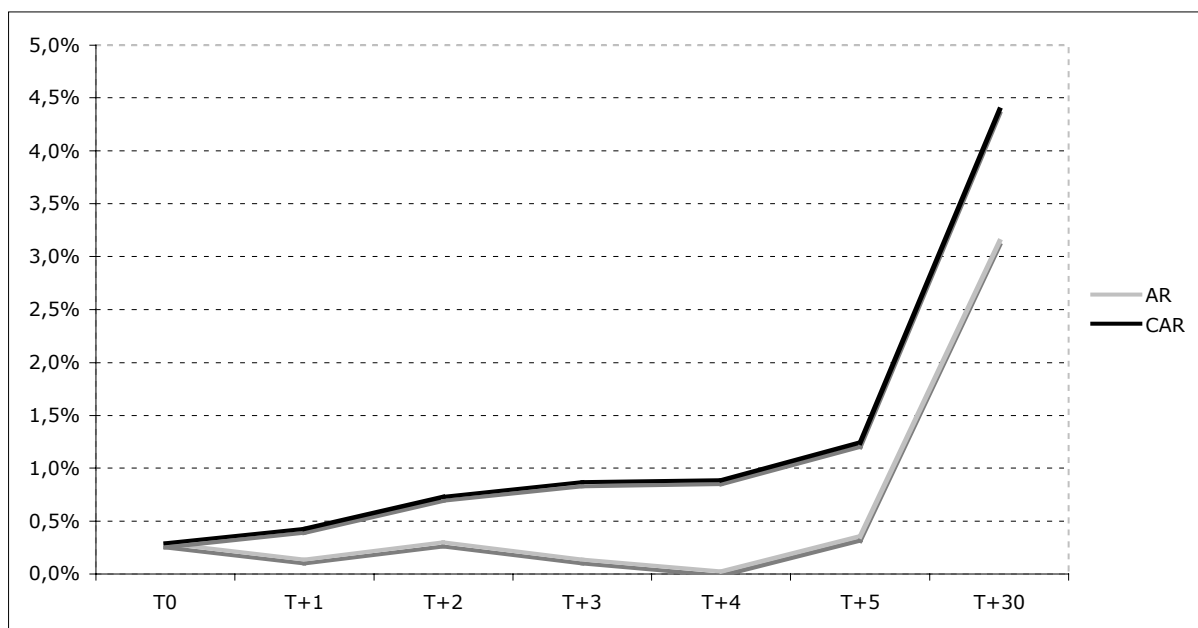
4.5 Resultat av CAR för stora företag

För att kunna analysera de reaktioner som publicerade köprekommendationer ger på större företag har vi i tabell 4.4 beräknat CAR för t=0 till t+5 samt t+30. Om aktiekursförändringen är temporär och endast beror på köprekommendationens påverkan, kommer medel-CAR att gå mot noll igen. Ligger det däremot någon substans i rekommendationen kommer aktiekursen att anpassa sig till en ny nivå.

	T0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+30
AR	0,291%	0,138%	0,300%	0,139%	0,022%	0,354%	3,142%
CAR	0,291%	0,429%	0,729%	0,868%	0,890%	1,244%	4,387%
t-värde	1,38	1,50	2,54	2,86	2,80	3,32	5,96
Stat. Säkerställd	NEJ	NEJ	JA	JA	JA	JA	JA

Tabell 4.4 CAR för stora företag

För att tydliggöra våra resultat skapade vi en graf respektive en tabell som visar att det faktiskt finns en överavkastning under vårt händelsefönster. I tabell 4.5 kan man se att vid dag 4 mattas överavkastningseffekten av lite men fortsätter ändå uppåt och efter 30 dagar ligger aktiekurserna fortfarande högre än på publiceringsdagen.



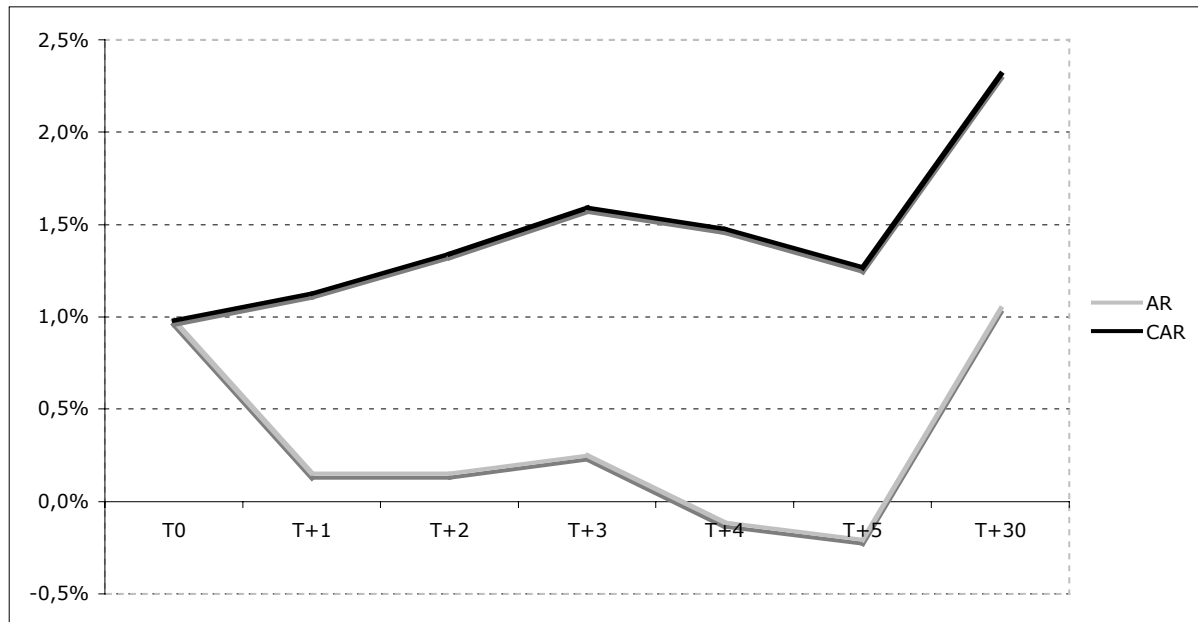
Tabell 4.5 AR och CAR för stora företag

4.6 Resultat av CAR på mindre företag

Även för mindre företag räknade vi ut den kumulerade överavkastningen för att sedan kunna jämföra med de större företagen. I tabell 4.6 och 4.7 kan man tydligt se att CAR går mot noll efter dag fyra, vilket kan tyda på att det bara var en temporär aktieprisförändring. Trots det har de mindre företagen en genomsnittlig överavkastning på cirka 2,3 % 30 dagar efter publiceringsdagen.

	T0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+30
AR	0,977%	0,150%	0,150%	0,249%	-0,11%	-0,20%	1,045%
CAR	0,977%	1,127%	1,343%	1,592%	1,477%	1,269%	2,314%
t-värde	1,72	1,30	1,40	1,45	1,40	1,26	1,52
Stat. säkerställd	JA	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ	NEJ

Tabell 4.6 CAR för mindre företag



Tabell 4.7 AR och CAR för mindre företag

4.7 Resultat av CAR för större företag mot mindre företag

Vi kan genom ett t-test av CAR, på både de större och de mindre företagen, se att den kumulerade överavkastningen är statistiskt säkerställd. Detta då deras t-värden överstiger det kritiska värdet på 1,64.

CAR	Större	Mindre
Antal	124	35
Medelvärde	1,2977	0,742
Standardavvikelse	0,2251	0,344
T-värde	14,12	5,29
Stat. säkerställd	JA	

Tabell 4.8 t-test av CAR på större och mindre företag

För att ta reda på om två medelvärden är signifikant olika använde vi oss av ett "2-sample t-test". I tabell 4.9 kan man utläsa att de mindre företagens aktiekurser statistiskt säkerställda påverkas mer än de större företagens aktiekurser.

CAR	Mindre	Större
Antal	35	124
Medelvärde	1,298	0,742
Standardavvikelsen	0,225	0,344
T-värde	3,31	
Stat. säkerställd	JA	

Tabell 4.9 "2-sample t-test" av mindre företag vs. större företag

5 Analys

I detta kapitel kommer vi att analysera det resultat vi fått fram. Vi kommer även att jämföra resultatet med tidigare forskning samt med de teorier vi använde oss av.

5.1 Analys av samtliga köprekommendationer

Under den tidsperiod vi studerat har IB publicerat 35 stycken köprekommendationer på mindre företag och 124 stycken på större företag, vilka ryms inom våra urvalskriterier. En anledning till denna ojämna fördelning av rekommendationer kan vara att det är säkrare att rekommendera ett större företag då deras aktier oftast är mindre volatila.

Vi har här valt att analysera samtliga köprekommendationer som vi studerat under tidsperioden 2005-01-01 till 2006-12-31. Det kunde med 95%:s tillförlitlighet statistiskt säkerställas att dagarna t+0, t+2 och t+30 gav överavkastning. T+0, det vill säga den dagen som rekommendationen publicerades gav 52,8 % av alla rekommenderade aktier överavkastning med ett medelvärde på 0,442 %. Dag 2 har andelen med överavkastning ökat till 56,6 % medan medelvärdet för överavkastningen har minskat till 0,281 %. En möjlig förklaring till att överavkastningen ökar dag 2 kan vara att en del privata investerare kan vara något mer försiktiga och invänta en uppgång av kursen innan de vill investera. Det kan även vara att investerare helt enkelt inte tagit del av informationen förrän på kvällen av dag t=0 och därmed fått vänta tills nästa handelsdag.

På lite längre sikt, närmare bestämt 30 dagar efter att rekommendationen publicerats, har andelen med överavkastning ökat till 67,3 %. Vi hade dock i åtanke att även om andelen med överavkastning har stigit till 67,3 %, betyder inte det att aktiens kurs har ökat sedan publiceringsdagen. Överavkastningen betyder enbart att avkastningen är högre än vad indexet indikerar. Medelvärdet av överavkastningen uppgår då till nästan 2,7 %. Att överavkastningen håller i sig i en månad efter publiceringsdagen kan visa på att det fanns viss substans i rekommendationen, då den inte bara påverkades på kort sikt. Vi är dock försiktiga att analysera t+30 allt för mycket då det kan vara en rad andra faktorer som påverkar detta resultatet.

Övriga dagar i vårt händelsefönster kan vi inte statistiskt säkerställa då deras t-värde inte överstiger det kritiska värdet.

Enligt våra resultat är den bästa strategin vid köp av rekommenderade aktier att behålla dem till och med t+2 för att få ut maximal överavkastning. På dagen t+3 minskar nämligen andelen rekommendationer som ger överavkastning och ännu längre fram kan det dessutom inträffa händelser som vi inte ser i vårt händelsefönster. Dessa händelser kan påverka kursen negativt. 30 dagar efter t=0 har överavkastningen stigit igen vilket i vår undersökning kan ses som en god investering. Då andra händelser kan ha inträffat emellan t=0 och t+30 anser vi dock att det första alternativet är säkrare.

5.2 Analys av köprekommendationer på mindre företag

Vid köprekommendationer på aktier i företag med ett börsvärde under en miljard euro var det bara på publiceringsdagen som överavkastning kunde statistiskt säkerställas. Denna dag gav 57,1 % av de rekommenderade aktierna en genomsnittlig överavkastning på 0,997 %. Resultatet visade på att de fem nästkommande dagarna hade en procentuellt mindre överavkastning.

För att göra en så god affär som möjligt efter att köprekommendation publicerats bör en potentiell investerare både köpa och sälja aktien under publiceringsdagen då köprekommendationen endast ger en kortlivad effekt.

5.3 Analys av köprekommendationer på större företag

Resultatet av våra köprekommendationer för större företag visar att dagarna t+2, t+5 samt t+30 kan statistiskt säkerställas. Andelen rekommenderade aktier med överavkastningen stiger från publiceringsdagen och fram till och med dag två. Under dag två har 57,3 % av de rekommenderade aktierna överavkastning med ett genomsnitt på 0,3 %.

Anledningen till att andelen rekommendationer med överavkastning stiger från publiceringsdagen fram till dag två kan bero på att folk reagerar olika snabbt på köprekommendationerna. Det kan vara så att alla inte har möjlighet att agera under första dagen eller att vissa vill vänta någon dag för att se hur kursen går innan de investerar.

Trettio dagar efter publicerandet av rekommendationen har aktiekurserna dock i 70,2 % av fallen en genomsnittlig överavkastning på 3 %. Detta resultat kan tyda på att det

finns substans i rekommendationen så som att en aktie är undervärderad eller att ett företag ska släppa en ny produkt. Det kan även bero på att kursen har påverkats av andra faktorer, till exempel nya rekommendationer och andra händelser.

Vid köp av rekommenderade aktier som finns med på Large Cap-listan anser vi att en potentiell investerare egentligen skulle köpa vid $t=0$ och sedan behålla i 30 dagar. Även om det kan inträffa mycket som inverkar på kursens utveckling ser vi ändå att en överavkastningsandel på 70,2%, i aktiesammanhang måste ses som en god investering.

5.4 Analys av CAR

För att lättare kunna analysera köprekommendationens påverkan på aktiepriset använde vi oss av CAR-modellen. CAR visar den kumulerade överavkastningen på aktiepriset efter rekommendationens publicering.

CAR för de större företagens aktiekurser visar på en statistiskt säkerställd överavkastning under hela händelsefönstret med ett medelvärde på 1,3 %. CAR är stigande under hela händelsefönstret vilket kan tyda på att rekommendationen ger en mer permanent effekt på aktiekursen.

Även de mindre företagens genomsnitts CAR är statistiskt säkerställd och har här ett medelvärde på 0,7 %. I detta händelsefönster stiger CAR fram till och med dag 4. Detta kan visa på att köprekommendationen gav en temporärt högre ökning av aktiekursen än vad det fanns substans för och därför går CAR mot noll igen.

Eftersom överavkastningen är statistiskt säkerställd både för de mindre och de större företagens aktiekurs kan vi dra slutsatsen att köprekommendationer har en säkerställd påverkan under vårt händelsefönster. Ett 2-sample t-test visade på att köprekommendationer på mindre företag ger en större effekt på aktiekursen än vad köprekommendationer på större företag ger.

5.5 Jämförelse med tidigare forskning

Vår forskning visar ett tydligt resultat av att köprekommendationernas påverkan är kortlivad. För större företag kan man se en ökning i andelen aktier med överavkastning fram till och med dag 2. För mindre företag syns endast en ökning under

publiceringsdagen. Detta överensstämmer med Womacks studie från 1996 som också visade på att köprekommendationer generellt sett bara ger en kortsiktig effekt på aktiekursen. Erik Lidéns avhandling bekräftar denna kortlivade effekt. Detta stämmer även in på "Price Pressure" hypotesen. Vi har dock kunnat påvisa att rekommendationer på stora företag ger en större andel överavkastning en månad efter publicerande.

Att köprekommendationer på de mindre företagen ger en starkare effekt än på de större företagens aktiekurser, är även detta en slutsats som vi delar med Womack.

Enligt Barbers omfattande undersökning som gjordes under åren 1986 till 1996, kan man uppnå en överavkastning på 3,3 % vid periodens slut om man följer analytikerns köprekommendationer. Han påpekar dock att det är viktigt att ta med transaktionskostnaderna i beräkningarna för att kunna urskilja den verkliga överavkastningen. Vid jämförandet av våra studier kan man se vissa likheter trots att vår studie inte alls är lika omfattande. Om man följer analytikernas råd ger det en genomsnittlig överavkastning på cirka 2,7 % enligt vår studie vid periodens slut (t+30). Vi tog dock inte med transaktionskostnaderna i våra beräkningar och de ger därför inte ett helt rättvisande resultat.

5.6 Analys av effektiviteten

Informationen som vi behandlar i denna studie är andrahandsinformation. Informationen säljs i förstahand till investmentbankernas kunder för att sedan släppas till allmänheten via media. För att kunna avgöra till vilken grad marknaden är effektiv måste man veta om det finns någon substans i rekommendationerna det vill säga om de innehåller någon ny information. Om de gör det så skall den absorberas i aktiepriset snabbt och effektivt (Fama 1970). Vårt händelsefönster bör täcka denna eventuella process. Man kan utläsa av vår studie att i de fall som ger överavkastning så sker denna process under de första dagarna. Eftersom vår studie inte täcker bakgrunden till rekommendationerna så kan vi inte säkerställa huruvida det existerar någon ny info. Vi har tidigare antagit att stockholmsbörsen är halvstarkt effektiv men att döma av vår forskning så ger ca 53 % av rekommendationerna överavkastning på publiceringsdagen vilken strider mot EMH (Barber et al 2001).

Informationen som vi behandlar i denna studie är andrahandsinformation. Informationen säljs i förstahand till investmentbankernas kunder för att sedan släppas till allmänheten via media. För att kunna avgöra till vilken grad marknaden är effektiv måste man veta

om det finns någon substans i rekommendationerna det vill säga om de innehåller någon ny information. Om de gör det så skall den absorberas i aktiepriset snabbt och effektivt (Fama, 1970). Vårt händelsefönster bör täcka denna eventuella process. Man kan utläsa av vår studie att i de fall som ger överavkastning så sker denna process under de första dagarna. Eftersom vår studie inte täcker bakgrunden till rekommendationerna så kan vi inte säkerställa huruvida det existerar någon ny info. Vi har tidigare antagit att stockholmsbörsen är halvstarkt effektiv men att döma av vår forskning så ger 52.8% av rekommendationerna överavkastning på publiceringsdagen (tabell 4.1) vilken strider mot EMH (Barber et al 2001). Det som stärker validiteten för vår studie är att tidigare fall har visat ungefärliga resultat, att i genomsnitt 50 procent av alla rekommendationer ger överavkastning (Wollridge, 2004).

5.7 Analys av anomalier

När det kommer till anomalier så har vi ej tagit hänsyn till de mest dokumenterade såsom veckodags-, månads- och Januarieffekten. Dessa går att ta hänsyn till men det är extremt tidskrävande. Dock kan man se markant skillnad när det handlar om storleken hos de inblandade företagen. Storlekseffekten (i denna uppsats: Småbolageffekten) visar att mindre bolag tenderar att ge högre avkastning (Reinganum, 1981). När vi undersöker skillnaden mellan stora och småbolag så ser vi att på publiceringsdagen ger 57,1% av de mindre bolagen överavkastning medan de stora ger 51,6%. Att hög avkastning ofta är synonymt med högre risk i finansiella sammanhang kan vara anledningen till att de mindre företagen visar en högre volatilitet vilket man kan se då andelen mindre företag som ger överavkastning t.ex. från $t=0$ till $t+1$ minskade med 8.5% medan de större bolagen håller en mer jämn linje. (Tabell 4.2, 4.3)

5.8 Resultatkritik

Då vår tid var begränsad valde vi testperioden 2005-01-01 till 2006-12-31. Man kan tycka att denna period var något kort för att få fram ett sanningsenligt resultat. Liknande studier, till exempel den som Barber gjorde sträckte sig över tio år.

De köprekommendationer som vi samlade in var registrerade på Privata Affärers hemsida och kom från SIX. Vi valde att bara ta med de köprekommendationer som kom från ett urval av investmentbanker. Detta blir därför ingen totalundersökning. Vi kan därför inte heller garantera att det blir ett rättvisande resultat för alla investmentbankers påverkan på aktiekurser.

Vi har valt att använda oss av aktiens stängningskurs, detta är vanligast vid en eventstudie som vår enligt MacKinlay. (1997) Faran med detta är att man inte ser hur kursen har rört sig under dagen och hur den reagerade när köprekommendationen kom. Kursen kanske har gått upp hela dagen sedan publiceringen och strax innan stängning faller den igen. En sådan rörelse är något som vi inte kan ta hänsyn till i vår studie.

Att bestämma händelsefönstrets storlek är svårt. Att inkludera alltför många dagar kan resultera i att fler utomstående händelser kan ge effekt på aktiekursen. Om man väljer att ta med för få kan det hända att man missar den effekt man vill studera. Vi valde att börja vårt händelsefönster samma dag som rekommendationen publicerades för att endast få med den effekt publiceringen genererade. De människor som handlar utifrån köprekommendationens information till exempel sex dagar efter publiceringsdagen kommer inte att synas i vår undersökning.

Som vi nämnt innan tar vi inte hänsyn till de transaktionskostnader som finns och vårt resultat visar därför inte hela sanningen. Vi justerade inte heller för veckodagseffekten. Detta innebär att viss del av den effekt vi uppmärksammar till exempel kan bero på att det är måndag istället för att en rekommendation har påverkat kursen.

Då vi valt att bara studera köprekommendationer tar vi inte någon hänsyn till om investmentbankerna ger rådet att sälja aktiekursen igen. En aktie som har blivit köp rekommenderad behandlar vi som en ”permanent placering”.

6 Slutsats

I detta kapitel kommer vi att framföra de slutsatser vi kommit fram till baserade på resultaten från vår undersökning.

Vi har i vår undersökning ämnat ta reda på om investmentbankernas offentligt publicerade köprekommendationer har någon påverkan på enskilda aktiekurser. Vid en analys av köprekommendationer som lämnats av slumpmässigt utvalda IB under tidsperioden 050101 till 061231, kunde vi statistiskt säkerställa en överavkastning för publiceringsdagen, två dagar senare samt 30 dagar senare.

Vi valde även att göra en jämförelse mellan större och mindre företag för att se om någon av dem blev mer påverkad. Vid en analys av företag med ett börsvärde under en miljard euro var det bara den dag då rekommendationen publicerades som statistiskt kunde säkerställas. Denna dag gav 57,1 % av de rekommenderade företagen en genomsnittlig överavkastning på knappt 1 %. Resultatet för de fem nästkommande dagarna visade en kraftigt avtagande överavkastning. Köprekommendationens effekt var därmed mycket kortlivad. Företagen med ett börsvärde över en miljard euro gav ett lite annorlunda resultat. På dessa kurser kunde vi se en aning mer utdragen effekt. Andelen med överavkastning ökade konstant fram till och med dag två till 57,3 %, med en genomsnittlig överavkastning på 0,3 %. Trettio dagar efter att köprekommendationen publicerats var andelen samt medelvärdet av överavkastningen betydligt större för de större företagen än för de mindre.

För att lättare kunna se påverkan använde vi oss av CAR-modellen, som visar den kumulerade överavkastningen. För de större företagen visade CAR på en längre påverkan på kursen. Den ökande överavkastningen mattades dock av efter dag 3. De mindre företagens kumulerade överavkastning ökade fram till dag 3 och därefter minskade den igen. Eftersom överavkastningen är statistiskt säkerställd både för de mindre och de större företagens aktiekurser kan vi dra slutsatsen att köprekommendationer har en påverkan inom vårt händelsefönster.

Vår slutsats blir efter att ha gjort denna undersökning att en köprekommendation ger en liten och kortlivad effekt på den rekommenderade aktiens kurs. Vi kunde även visa på att köprekommendationer ger en större effekt på mindre företag än vad köprekommendationer på större företag gör.

7 Källförteckning

7.1 Litteratur

Arnold (2005) ”*Corporate Financial Management*” Prentice Hall

Christensen, Andersson, Carlsson, Haglund (2001) ”*Marknadsundersökning – en handbok*” Studentlitteratur

Hansson (2005) ”*Aktier, Optioner, Obligationer – En introduktion*” Studentlitteratur

Haugen (2001) ”*Modern Investment Theory*” Prentice Hall

Körner (1985) ”*Statistisk slutledning*” Studentlitteratur

Wiedersheim-Paul, Eriksson (1991) ”Att utreda, forska och rapportera” Liber Ekonomi, Malmö

7.2 Artiklar

Al-Saad, Khalid and Moosa, Imad (2005) ”*Seasonality in stock returns: evidence from an emerging market*”. Applied Financial Economics vol 15 ss 63-71

Barber, Lehavy (2001) ”*Can investors profit from the prophets? Security Analyst Recommendations and Stock Returns*” The Journal of Finance, vol 56, ss 531-563

Brännberg, Ehnberg (2005) ”*Värdet av rekommendationer*” D-uppsats vid Södertörns Högskolan

Buckland, Fraser (2002), ”*The scales and patterns of abnormal returns to equity investment in UK electricity distribution*” Global Finance Journal, vol.13, ss 39-62

Cowles (1933) ”*Can stock market forecasters forecast?*” Econometrica, vol 1 ss 309-324

- Canes, M. and P, Lloyd-Davies (1978). "*Stock Price and the Publication of Second-Hand Information*". Journal of Business 51 (1), 43-56
- De Bondt, W. F. M, Thaler, R. (1985) "*Does the Stock Market Overreact?*", Journal of Finance, 40:3, 793-805
- Fama, E. F (1970) "*Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work*", Journal of Finance, 25 pp. 383-417
- Fama, Fischer, Jensen, Roll (1969) "The adjustment for stock prices to new information". International Economic Review, vol 10 ss1-21
- Hong H, Kubik J (2003) "*Analyzing the analysts: Career concerns and biased earnings forecast*". The Journal of Finance. vol 58. ss 313-351
- Ivarson, Hammarbäck, Dismorr (2005) "*En jämförelse mellan Affärsvärdens och Veckans Affärers köprekommendationer*" C-uppsats vid Lunds universitet
- Kato K & Shallheim J, (1985) "*Seasonal and Size Anomalies in the Japanese Stockmarket*" Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol 20 ss. 243-261
- Kendall, Maurice (1953) "*The analysis of economic time-series prices*", Journal of the Royal Statistical Society, vol 116, nr 1, ss 11-34
- Keynes, J.M. (1936) "*The General Theory of Employment, Interest and Money*" *Journal of the Royal Statistical Society*, 99: 2, 383-388
- Kim, Lin, Solvin (1997) "*Market Structure, Informed Trading and Analyst's Recommendations*" Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol 32, no 4
- Liang, B (1995) "Price pressure evidence from the "dartboard" column". Journal of Business, vol 72 ss. 119-134
- Lidén E. (2004) "*Essays on information and conflicts of interests in stock recommendations*" Avhandling vid Göteborgs Univesitet

Liu, H-W., S.D. Smith and A.A. Syed (1990).” *Stock Price Reactions to the Wall Street Journal’s Securities Recommendations*”. Journal of Financial and Quantitative Analysis 25(3), 399-410.

MacKinlay A Craig (1997) "*Event studies In economics and finance*" Journal of Economic Literature, vol 35, ss 107-116

Moles, Peter and Terry, Nicholas. Oxford University Press 1997 *The Handbook of International Financial Terms*

Pettengill, Glenn (2003)“*A survey of the Monday Effect Literature*” Quarterly Journal of Business and Economics vol 43, ss 3-27

Reinganum Marc R. 1981, “*Abnormal Returns in Small Firm Portfolios*”, Financial Analysts Journal vol 37. ss 52-57

Womack (1996) ”*Do Brokerage Recommendations have Investment Value?*” Journal of Finance, vol 51, ss137- 167

Woolridge J Randall, “*Performance of Stocks Recommended by Brokerages*”, 2004. Journal of Investing, vol 13, ss. 23-33

7.3 Internet

<http://www.scb.se/statistik/FM/FM0105/2006k04/Ställning.pdf>

www.omxgroup.org

www.privataaffarer.se