

Lita inte på journalisternas och börsanalytikernas aktieråd

AV ERIK R LIDÉN


48

Nedgången på Stockholms Fondbörs från och med mars 2000 till slutet av 2002 medförde en kapitalförlust för hushållens investerade kapital i svenska aktier på 570 miljarder kronor. Vilseledande köprekommendationer kan ha bidragit till aktiemarknadens snabbt stigande kurser – och dess fall. Vilken roll spelade journalisterna och börsanalytikerna?

Tryckta medier söker ständigt alternativa vägar för att attrahera nya och trogna läsare. Under sådana omständigheter lämpar det sig ypperligt att skriva om aktiemarknaden, i synnerhet som en övervägande del av svenska hushåll sparar i aktier och fonder. Tidningarnas idé att skriva om aktierekommendationer är således noggrant uträknad – tyvärr visar forskning att dessa rekommendationer är vilseledande!

Aktiekurserna på Stockholms Fondbörs steg kraftigt mot slutet av 1990-talet och i början av 2000. Under denna period var det svårt att förlora pengar genom aktieköp, något som snabbt uppmärksammades av tidningarna. De rekommenderade läsaren investeringar främst i tillväxtföretag, företrädesvis i IT-aktier. Kvällspressens löpsedlar prånglade ut köprekommendationer och det fanns inte ett orosmoln i sikte på börshimmelen. Det var en bra tid för aktieklippare – för bra skulle det senare visa sig. Månaden innan börsraset hade Expressen, den 10 februari 2000, följande löpsedel: »Säkra aktier som ger dig vinst!«. Aftonbladet ville inte vara sämre, den 1 april 2000, och kom med följande löpsedel: »Satsa på aktier utan risk att förlora«.

Bilden som uppmålas är nedslående för dessa tidningars chefredaktörer, men fler borde fundera över sitt sätt att hantera rapporteringen av aktiemarknaden. Rekommendationer av aktier i svenska tidningar och tidskrifter som fenomen tog ordentlig fart i mitten av 1990-talet då de började dyka upp i ett stort antal tryckta medier och därigenom nå en större publik. Tidigare återfanns de endast i affärstidskrifter. Numera återfinns aktierekommendationer i ett avsevärt antal tidningar och tidskrifter (fortsättningsvis användes tidningar och tidskrifter synonymt) där vi bland de mest

A pair of dark-rimmed glasses with a white bridge and temples is resting on a newspaper. The newspaper's text is visible in the background, creating a pattern of lines and columns. The glasses are positioned diagonally across the frame, with the left lens in the upper left and the right lens in the lower right.

aktiva finner: Affärsvärlden, Aftonbladet, Aktiespararen, Börsveckan, Dagens Industri, Expressen, Göteborgs-Posten, Privata Affärer och Veckans Affärer.

Varför är det då viktigt att undersöka utfallet av dessa rekommendationer? De svenska hushållen sparar i stor utsträckning antingen i enskilda aktier eller i aktiefonder. Köprekommendationer träffar av naturliga skäl en större del av dessa hushåll än rekommendationer av typen sälj, och kan därför ha en förödande effekt på hushållens ekonomi.



NEDGÅNGEN PÅ STOCKHOLMS FONDBÖRS i början av mars 2000 och börsens egentliga botten under de sista månaderna av 2002, medförde en minskning av hushållens investerade kapital i svensknoterade aktier och fonder med 60 procent, eller motsvarande 570 miljarder kronor. Beräkningen tar dock inte hänsyn till minskningen av värdet på hushållens investerade kapital i utländska aktier och fonder. Paradoxalt nog *ökade* antalet nya köprekommendationer under denna nedgångsfas.

Vilseledande köprekommendationer kan således ha bidragit till aktiemarknadens snabbt stigande kurser såväl som dess fall, det vill säga den uppkomna bubblan. Därför är det viktigt att undersöka om rekommendationerna håller måttet. Teorin om en effektiv aktiemarknad implicerar dessutom att det inte skall vara möjligt att *kontinuerligt* erhålla högre vinster från aktierekommendationer än från jämförbara investeringar med samma risknivå. Därför är det även viktigt att undersöka utfallet ur ett akademiskt perspektiv. Om teorin håller ska aktierekommendationer i tryckta medier vara utan ekonomiskt värde för dess läsare, något som visats i åtskilliga internationella studier. Trots detta spenderar ett flertal svenska tidningar stort redaktionellt utrymme på denna typ av information. >

FOTO: CREATIVE CONCEPT/PRB

»Köprekommenderade aktier stiger med ungefär 0,8 procent på rekommendationsdagen, aktier som får säljrekommendation sjunker med 1,5 procent samma dag.«

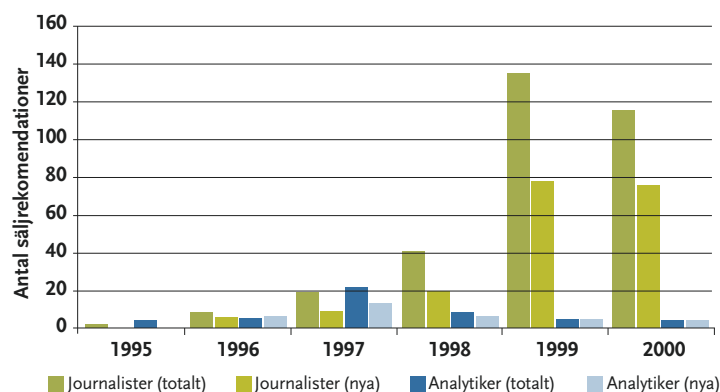
- › Jag har undersökt de kortsiktiga och långsiktiga effekterna på aktiepriset från köp- och säljrekommendationer i svenska tidningar. Aktierekommendationerna som undersöks är de som publicerats under perioden 1995–2000 i Affärsvärlden, Aftonbladet, Finanstidningen, (Finanstidningen var verksam i sin helhet under denna period, men bildade tillsammans med Ekonomi24 och Vision tidningen Finans Vision. Finans Vision lades dock ner under 2003.) Göteborgsposten, Veckans Affärer och Privata Affärer. Antalet rekommendationer under denna period åskådliggörs i anslutande figurer.

SKRIBENTEN BAKOM rekommendationerna utgörs antingen av en ekonomijournalist eller en analytiker. Ekonomijournalisten är anställd på tidningen. Analytikern är anställd på en bank eller fondkommissionärsfirma för att analysera aktier och har speciellt tillfrågats av tidningen för att skriva aktierekommendationer. Dessa två professioner uppvisar väsentliga skillnader i rekommendationsbeteende som belyses i två efterföljande inlägg. Några detaljer är dock värda att poängtera redan här.

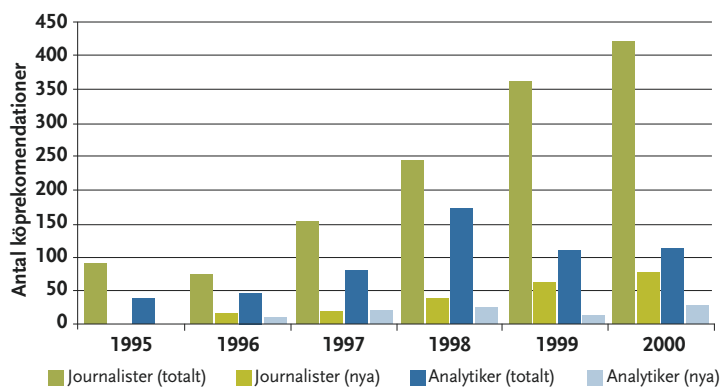
Det ligger i sakens natur att journalisterna förväntas vara aktiva i produktion av negativ (publik) information och att analytikernas rekommendationer är »färgade«. Låt mig kort förklara varför. Analytikern och journalisten är beroende av företagsledningens öppenhet för att få tillgång till företagsrelaterad information. Negativa analyser verkar hämmande på företagets öppenhet gentemot analytikern eller journalisten och det är av stor betydelse för båda yrkesgrupper att ha ett gott förhållande med företaget och dess ledning.

Detta förhållande är viktigare för analytikerkåren, främst efter-

Den sanna bilden i två diagram



Figuren visar antalet köprekommendationer i svenska tidningar och tidskrifter under perioden 1995–2000, uppdelat i de från analytiker (gröna staplar) och journalister (blå staplar). Nya köprekommendationer (staplar med prickar) från journalister steg kontinuerligt från 1996, medan de från analytiker minskade från 1998. Således var journalisterna mest aktiva påhjare av aktiemarknaden under börsens mest haussade period.



Figuren visar antalet säljrekommendationer. Precis som var fallet med köprekommendationerna visar sig journalisterna ha haft en klar tillväxt i antalet säljrekommendationer. Figuren visar även att antalet säljrekommendationer från analytiker mer eller mindre var icke-existerande under perioden. Detta kan endast tolkas som att analytiker tenderar att tillhandahålla tryckta media med rekommendationer när det gagnar sina egna eller arbetsgivarens intressen.

Analytikerna »läcker« till bankens privatkunder...

Banken som analytikern är anställd på har ett antal privatkunder knutna till sig, privatkunder som betalar höga avgifter för vinstgivande förstahandsinformation. Informationen produceras för att kunderna ska kunna tjäna pengar på att köpa undervärderade och sälja övervärderade aktier. På en effektiv aktiemarknad kompenseras kunderna för dessa avgifter i värdet på den förmedlade informationen. Om de inte kompenseras för avgifterna kommer de att upphöra att köpa denna tjänst av banken. Det är därför naturligt att de kompenseras

med (minst) denna avgift i form av förväntad avkastning.

Min forskning visar att informationen som finns i analytikernas rekommendationer utnyttjas långt innan den publiceras. Informationen i säljrekommendationerna utnyttjas tidigare än den i köprekommendationerna. En rimlig förklaring skulle kunna vara att säljrekommendationer är känsligare och därför utnyttjas på ett tidigare stadium innan de publiceras än vad som är fallet med köprekommendationer. Säljrekommendationerna utnyttjas i genom-

snitt 6–7 dagar innan, medan köprekommendationerna utnyttjas 3–4 dagar innan rekommendationsdatumet. Huruvida informationen medvetet vidarebefordrats till bankernas privatkunder eller inte, kan diskuteras, men det förefaller inte orealistiskt att så är fallet.

Generellt visar det sig att rekommendationerna saknar värde för läsarna. Tillsammans med att analytikerna ger bankens privatkunder den vinstgivande informationen innan den dyker upp i tryckta medier, löper dessa risken att medverka till att bankernas

»Journalisterna som grupp åtnjuter ett större förtroende från läsarna än vad analytikerna gör. På rekommendationsdagen reagerar de aktier som journalister rekommenderat mycket starkare än dem, som analytiker rekommenderat.«

som dess arbetsgivare är beroende av corporate-finance-uppdrag. Uppdrag som är högst inkomstbringande. Företaget har redan idag ett antal aktieägare. Blotta vetskapen om dem kan påverka ekonomijournalisten att avstå från att ge säljrekommendationer, något som bekräftats av ett antal ekonomijournalister. Problemet är dock försumbart vid jämförelse med de incitament *mot* säljrekommendationer som analytikern har.

Förhållandet mellan köp- och säljrekommendationer i tryckta medier under denna period stödjer detta påstående. För journalister var det 4:1 och för analytiker 13:1, och alltså ger journalisterna drygt 3 gånger så många säljrekommendationer per köprekommendation som analytikerna. Eftersom säljrekommendationer kräver att skribenten är ordentligt påläst tenderar de att vara mer undersökande än köprekommendationer.



FRAMTIDA CORPORATE-FINANCE-uppdrag är som sagt en anledning till varför analytiker förväntas ge positiv information om företaget, men det finns ytterligare anledningar. Köprekommendationer riktar sig mot en betydligt större mängd potentiella investerare än säljrekommendationer. Fler investerare som vill köpa aktien leder till ökade courtageintäkter för bankerna. Således sysselsätts bankens aktiemäklare med order som ska verkställas.

En ytterligare aspekt är att bankens privatkunder – eller banken själv – kan ha aktier i ett visst företag. En köprekommendation av företaget kommer då ytterst lägligt. Sammantaget leder detta till att rekommendationer från analytiker oftare kan förväntas vara av typen köp än sälj.



Erik Lidén är nybliven ekonomie doktor från Handelshögskolan vid Göteborgs universitet och disputerade med avhandlingen *Essays on Information and Conflicts of Interest in Stock Recommendations*. Han har just startat ett finanskonsultföretag, är passionerad golfspelare och lycklig i sitt nya hus.

51

Resultaten i min avhandling visar i grova drag att köprekommenderade aktier stiger med ungefär 0,8 procent på rekommendationsdagen justerat för avkastningen på jämförbara investeringar. En effekt som endast är tillfällig eftersom aktiekursen under de efterföljande dagarna sjunker tillbaka till samma nivå som dagen före rekommendationsdagen. Rekommendationen innehöll således ingen ny information som får marknaden att omvärdera aktien. Denna reaktion är sannolikt ett resultat av att >

...och journalisterna skriver rena marknadsrapporter

privatkunder tjänar pengar på bekostnad av naiva investerare som läser och agerar med utgångspunkt i rekommendationerna. Tidningens chefredaktör kan omöjligen ha kontroll över eventuella vinster banken och dess privatkunder kan göra genom en särskild rekommendation. Men blotta tänkbarheten att bankerna och dess analytiker kan ha en hemlig agenda borde medföra att tidningarna vägrar publicera deras rekommendationer. Varför skulle tidningarna vilja gå deras ärenden? ■



Den tidning som journalisten är anställd på har inget att tjäna på en viss rekommendation. Detsamma gäller för journalisten. Detta säkerställs vanligtvis genom att ekonomijournalistens aktieaffärer övervakas av tidningens chefredaktör eller dess ledning. Precis som är fallet för köp- och säljrekommendationer från analytiker, visar sig journalisternas rekommendationer utan värde för läsarna.

Men, indikationer tyder på att journalisterna som grupp åtnjuter ett större förtroende från läsarna än vad analytikerna >

»Förhållandet mellan köp- och säljrekommendationer i tryckta medier var för journalister 4:1 och för analytiker 13:1.«

- › naiva investerare följer rekommendationerna i hopp om att tjäna pengar.

De aktier som får en säljrekommendation sjunker med 1,50 procent på rekommendationsdagen. Effekten visar sig vara ihållande eftersom kurserna för dessa företag fortsätter att sjunka under efterföljande dagar. Rekommendationerna innehåller därför ny information som leder till att aktierna omvärderas. En möjlig förklaring till att analytiker och journalister är mer framgångsrika i produktionen av negativ än positiv information är de strukturella skillnader som finns mellan köp- och säljrekommendationer. Skillnader som uppstår på grund av att köprekommendationer ges med en lägre arbetsinsats.



KÖPREKOMMENDATIONER tenderar till att vara marknadsrapporter av redan kända fakta, medan säljrekommendationer är mer undersökande. Tidningen lär inte heller få några klagomål för att de rekommenderar köp av olika företag. En rekommendation med ett dåligt utfall kan ju alltid försvaras med att »Man kan inte alltid ge bra köprekommendationer – ibland går det upp och ibland ner...«.

Analysen av de långsiktiga effekterna utgår från de *nya* köp- och säljrekommendationer som publicerades under perioden 1996–2000. Upprepningar av tidigare rekommendationer är därför bortsorterade vilket möjliggör en bedömning av skribentens förmåga att välja vinnar- respektive förloraraktier.

Resultaten visar att investeraren som följer köprekommendationerna förlorar drygt 10 procent under de första 18 månaderna efter rekommendationstidpunkten. Hade investeraren istället följt

både nya köp- och säljrekommendationer hade han/hon erhållit en avkastning i linje med dem för jämförbara investeringar. Om investeraren istället endast följt säljrekommendationerna hade han eller hon erhållit en 16 procent högre avkastning än jämförbara investeringar över en tvåårsperiod. En förutsättning är emellertid att investeraren är bekant med blankning.

Blankning innebär att investeraren lånar aktien av någon som äger den, säljer den och erhåller likvid. Han/hon köper sedan tillbaka aktien till ett – förhoppningsvis – lägre värde och ger den till dess rättmätiga ägare. Alla aktier vid varje given tidpunkt möjliggör inte blankning. Innebörden är att den förväntade avkastningen från denna strategi drastiskt sjunker och om möjligt helt går förlorad. Sammanfattningsvis kan sägas att köprekommendationer är vilseledande medan säljrekommendationer är vägledande för investeraren.

Det asymmetriska informationsvärdet av köp- och säljrekommendationer beror troligtvis på att de baseras på den positivit skeva framtidsbild som företagsledningarna ofta ger för sitt företag. En skev bild som gör att de överdriver positiva indikationer om framtidsutsikter (vilket tenderar att leda till köprekommendationer) och underskattar negativa indikationer (vilket ibland leder till säljrekommendationer). Analytiker och journalister som tar del av denna positivt överdrivna information ger ibland köprekommendationer av dessa företag – rekommendationer som generellt visar sig vara grundlösa då de lyckas sämre än jämförbara aktier. När de istället tar del av underskattad negativ information vet de gissningsvis att det är värre ställt än företagets ledning ger sken av, något som leder till säljrekommendationer.

- › gör. På rekommendationsdagen reagerar de aktier som journalister rekommenderat mycket starkare än dem, som analytiker rekommenderat. De köprekommenderade aktierna från journalisterna stiger med knappt en procent medan de från analytikerna endast stiger med 0,37 procent justerat för avkastningen på jämförbara investeringar. Säljrekommenderade aktier sjunker med 1,66 respektive 0,36 procent.

En möjlighet är att läsarna oftare agerar på de rekommendationer som kommer ifrån journalisterna, vilket visar sig

på rekommendationsdagen. Det visar sig också generellt att journalisternas rekommendationer med största sannolikhet är att betrakta som rena marknadsrapporter. Det ser ut som om informationen utnyttjas dagen innan rekommendationen publiceras, vilket endast innebär att rekommendationen är ett resultat av redan kända fakta.

När ett företag kommer med ett resultat som är över marknadens förväntan, stiger kursen. Den goda rapporten innebär ofta att en köprekommendation utfärdas, vilken tidningen publicerar efterföljande dag.

Eftersom dessa rekommendationer har en dålig timing, de kommer redan efter en realiserad uppgång (eller nedgång i aktien), fyller den ingen funktion för dess läsare.

Även rekommendationer från journalister är utan värde, varför dess existens klart bör ifrågasättas. Den information som behövs för att läsaren ska kunna fatta ett investeringsbeslut är företagsanalyser, inte rena rekommendationer! □

Läsaren är förvisso mer intresserad av köprekommendationer än säljrekommendationer. Dessa rekommendationer visar sig vara klart missvisande. En avsevärt bättre strategi hade varit att investera i en fond som följer ett brett marknadsindex. Mot denna bakgrund synes det som om aktierekommendationer publiceras i tryckta medier endast för att öka försäljningen av lösnummer.

Jag skulle vilja ge följande råd till dagens chefredaktörer:

I första hand, publicera inga aktierekommendationer överhuvudtaget. Investeringarna är fullt kapabla att på egen hand hitta »intressanta« investeringsobjekt – de behöver inte hjälp av snaskiga rekommendationer från så kallade experter som lockar till snabba aktieklipp! Företagsanalyser är vad småspararna behöver för att kunna fatta sina beslut.

I andra hand, om chefredaktören anser det absolut nödvändigt att publicera aktierekommendationer finns det ett flertal beståndsdelar som en sådan bör innehålla för att den ska utgöra ett gott beslutsunderlag för investeraren. Aktien som rekommenderas bör utförligt analyseras. Flera tidningar som i dag publicerar rekommendationer ger en mycket kort – eller i värsta fall en obefintlig – analys av företaget. En sådan bild stämmer bäst in på kvällstidningarna.



VILKA FRAMTIDA FAKTORER kan påverka marknadens värdering av företaget, och till vilken riktkurs och över vilken tidshorisont rekommenderas aktien? Sådan information är nödvändig för att läsaren ska ha någon användning av rekommendationen.

Sist men inte minst, rekommendationernas utfall bör löpande utvärderas. Vid en sådan utvärdering är det viktigt att man använder sig av korrekta jämförelsemått, samt inkluderar skatteeffekter och transaktionskostnader då detta krävs för att läsaren ska kunna göra sig en bild av rekommendationernas samlade värde.

Ett avslutande råd till de småsparare som läser och tar hänsyn till rekommendationerna i sina investeringsbeslut: Följ *aldrig* råd okritiskt. Historien har visat att aktierekommendationer – framförallt av typen köp – lyckats betydligt sämre än jämförbara investeringar. Allt tyder dessutom på att historien tenderar att upprepa sig. Faktorer som talar till fördel för ett sådant resonemang är att en del skribenter ofta har incitament att ge »felaktiga« rekommendationer; att de baseras på positivt förvrängd information från företagsledningarna, samt har en dålig timing. Skulle du därför snubbla över en löpsedel som säger: »Aktierna som gör dig rik över sommaren«, kan du lugnt gå vidare utan att »missa börståget«.



ERIK R LIDÉN