

Kan vi lita på tidningarnas aktierekommendationer?

nr 4 2005 årgång 33

De senaste årens ökade intresse för sparande i aktier har inneburit att tryckta medier i allt större utsträckning publicerar aktierekommendationer. Eftersom denna typ av allmänt tillgänglig information på en effektiv marknad inte kan ge högre avkastning än index, kan man ifrågasätta varför så stora resurser läggs på denna verksamhet. Det visar sig till och med att den som följt köprekommendationerna i allmänhet har förlorat pengar jämfört med index. Artikeln presenterar även positiva exempel på tryckta medier som ger lyckade rekommendationer. Avslutningsvis diskuteras de brister som finns i tidningar och tidskrifters presentation och uppföljning av de egna rekommendationerna.

På en effektiv aktiemarknad finns inga vinster att göra från allmänt tillgänglig information.¹ Ändå existerar en hel industri med enda syfte att producera aktierekommendationer till potentiella investerare. Med utgångspunkt i dessa rekommendationer är tanken att vi ska kunna tjäna mer pengar än vad marknaden i det stora hela genererar. Tanken är god, men resultaten från tidigare forskning är nedslående. Det har visats såväl i internationella studier (se exempelvis Mathur och Waheed 1995) som i en svensk studie (se Lidén 2005) att det inte går att använda sig av de aktierekommendationer som finns tillgängliga i olika tidningar och tidskrifter och därigenom kontinuerligt ”slå marknaden”. Merparten av befintlig forskning på området har framgångsrikt argumenterat att när rekommendationerna publiceras är innebörden i dessa redan känd bland aktiemarknadens aktörer. Eftersom rekommendationerna är tillgängliga för alla som köper tidningen – och redan är andrahandsinformation – är det relevant att ifrågasätta dessas värde.

Ett flertal tidningar och tidskrifter i Sverige publicerar löpande aktierekommendationer.² De senaste årens utveckling, med till synes hårdare tider för tryckta medier, har förändrat verksamheten från ren nyhetsshantering till att fokusera på lösnummerförsäljning. I takt med att fler svenskar väl-

¹ En effektiv aktiemarknad kännetecknas av att en viss information inte kontinuerligt kan användas och därigenom erhålla högre avkastning än vad marknaden som helhet genererar. Informationen kan bestå av historisk information (och gäller då test av den svaga formen av marknadseffektivitet), all publikt tillgänglig information (semistark form av marknadseffektivitet) och till sist insiderinformation (stark form av marknadseffektivitet).

² Bland de tidningar och tidskrifter som publicerar eller har publicerat aktierekommendationer under varierande tidsperioder kan nämnas; *Affärsvärlden*, *Aftonbladet*, *Aktiespararen*, *Börsveckan*, *Dagens Industri*, *Expressen*, *Finanstidningen*, *Göteborgsposten*, *Privata Affärer* och *Veckans Affärer*. Analysen som leder fram till en rekommendation av företaget varierar i stor utsträckning från rigorösa analyser av historisk, nuvarande, och framtida potential, till en praktiskt taget obefintlig analys.

ERIK R LIDÉN

är ekonom och forskare på nationalekonomiska institutionen på Handelshögskolan vid Göteborgs universitet. Hans forskning är inriktad mot informationsvärde och etik i aktierekommendationer med tyngdpunkt på de rekommendationer som publiceras i tryckta medier. Ytterligare forskning berör intressekonflikter då garanten bakom en nyintroduktion köprekommenderar företagets aktie. erik.liden@economics.gu.se

Jag vill tacka för kommentarer från Lenart Hjalmarsson, Bo Ignell, Bo Sandelin och Ann Veiderpass.

jer att investera i aktier försöker tryckta medier ”haka på” och locka till sig potentiella läsare genom att skriva om aktiemarknaden. En försvårande faktor för läsarna i deras bedömning av rekommendationernas värde är att det finns olika grupper av skribenter bakom dessa aktierekommendationer. Huvudsakligen finns det två grupper av skribenter: ekonomijournalister och analytiker anställda vid en bank eller fondkommissionär. Medlemmarna i den sistnämnda gruppen benämns ofta ”experter”.

Det är viktigt ur ett samhällsekonomiskt perspektiv att undersöka hur bra (eller dåliga) de rekommendationer som publiceras är för potentiella investerare eftersom dåliga rekommendationer bidrar till en minskning av hushållens sparade medel. Nedgången på såväl Stockholms Fondbörs som internationella börser tog ordentlig fart i början av mars 2000 och nådde sin botten under de sista månaderna av 2002. Under denna period förlorade de svenska hushållen ca 60 procent av sitt investerade kapital i svensknoterade aktier och fonder, eller motsvarande 570 miljarder kronor.³ Om vi dessutom hade tagit hänsyn till sparande i utländska aktier och fonder skulle förlusten ha blivit ännu större. Således mer än halverades värdet på hushållens sparade medel i svenska aktier eller fonder, och detta under en period då antalet aktierekommendationer (oftast av typen ”köp”) i tidningar och tidskrifter bara ökade.

Det är viktigt för oss investerare att veta om vi kan lita på tidningarnas och tidskrifternas aktierekommendationer. Därför behandlas inledningsvis erfarenheter från de svenska tidningar och tidskrifter som löpande publicerar rekommendationer (avsnitt 1). Det har flitigt diskuterats vilken grupp eller vilka grupper som var mest pådrivande under börsens uppgång och fall. Detta diskuteras kortfattat i avsnitt 2. Varje regel har som bekant ett undantag. Som en motpol till de tidningar och tidskrifter som ger rekommendationer med ett dåligt utfall presenteras även positiva exempel (avsnitt 3). Den senaste tidens kritik mot media för dess delaktighet i IT-bubblan som nådde sin kulmen i mars 2000 har inneburit att fler tidningar och tidskrifter numera utvärderar de egna publicerade rekommendationerna. Det finns dock problem i samband med den utvärdering som görs. Detta diskuteras, bland annat, i avsnitt 4. Slutligen diskuteras hur utvärderingen bör göras för att öka såväl dess användbarhet som transparens (avsnitt 5).

1. Är tidningar och tidskrifters rekommendationer trovärdiga?

I min nyligen publicerade doktorsavhandling (se Lidén 2005) diskuterar jag bland annat de kortsiktiga och långsiktiga effekter svenska tidningars och tidskrifters aktierekommendationer har på aktieprisutvecklingen. De

³ Beräkningen har gjorts med utgångspunkt från SCBs sparbarometer över hushållens sparande (se SCB 2004). Vid beräkningen har hänsyn även tagits till transaktioner som hushållen gjorde under denna period, dvs om de köpte/sålde aktier eller fondandelar under perioden.

rekommendationer som undersökts är de som publicerats under perioden 1995–2000 i *Affärsvärlden*, *Aftonbladet*, *Finanstidningen*,⁴ *Göteborgsposten*, *Veckans Affärer* och *Privata Affärer*.

Publicerade rekommendationer presenteras antingen av en ekonomijournalist eller analytiker. Ekonomijournalisten är anställd på tidningen med den huvudsakliga arbetsuppgiften att skriva ekonomiskt relaterad journalistik. Analytikern arbetar på en bank eller fondkommissionärsfirma med aktieanalys. Skillnaden i arbetsbeskrivning mellan ekonomijournalisten och analytikern innebär också skillnader i tillgång till förstahandsinformation samt incitament att ge en viss rekommendation.

Analytikern arbetar ”närmare” aktiemarknaden och har därför tillgång till information som ekonomijournalisten inte rimligtvis kan ha. Det kan gälla bättre tillgång till realtidsinformation, eller en bättre närhet till företagsledningen i det företag som analyseras. Ekonomijournalisten baserar ofta sina rekommendationer, av förklarliga skäl, på information från analytiker. Vidare har journalisten ett ansvarsområde som gör att han/hon måste täcka ett stort antal aktier. För analytikern är antalet företag mer begränsat – oftast till en specifik bransch – varför han/hon kan lägga betydligt mer tid på varje företag än vad ekonomijournalisten kan. Analytikern har dessutom tillgång till assistenter som bereder information.

Ekonomijournalisten måste normalt rapportera sina aktieaffärer till chefredaktören på tidningen.⁵ Reglerna gäller även närstående familjemedlemmar. Dessutom är det vanligt att dessa inte tillåts handla i den aktie som rekommenderas förrän rekommendationen har publicerats och inte sälja den under en period (vanligen 1–3 månader) efter rekommendationsdatumet. Detta gör att journalisten inte har något incitament att ”skriva upp” ett visst företag. Analytikern som står bakom en viss rekommendation förväntas av chefredaktören följa de regler som gäller vid den bank eller fondkommissionär där han eller hon är anställd. (Mig veterligen sker inga kontroller av att så sker.) Det finns dock ett antal incitament för analytikern att ge en viss typ av rekommendation. Analytikerns arbetsgivare kan ha – eller vara nära förestående att erhålla – en affär med det rekommenderade företaget och har därför mycket att tjäna på positiva analyser av företaget. Det är även en möjlighet att det finns stora privatkunder som har tagit positioner i aktien, eller att analytikerns företag själv har tagit stora positioner i aktien, och därigenom skulle uppskatta en positiv analys. Dessutom finns det pengar att tjäna i form av ökade courtageintäkter från en ökad handel i aktien. Således existerar flera anledningar för analytikern att skriva positiva analyser som mynnar ut i köprekommendationer.⁶

⁴ Finanstidningen finns som bekant inte längre. Under 2002 startade *Finanstidningen*, *Ekonomi24* och *Vision* tillsammans en ny affärstidning, *Finans Vision*. Tidningen *Finans Vision* lades ner under 2004.

⁵ Se Lidén (2005) för en utförlig beskrivning av de regler journalisterna vid de olika tidningarna och tidskrifterna har att följa.

⁶ Det finns naturligtvis situationer då analytikern ger en säljrekommendation för de fall det finns vinstmöjligheter från sådan information.

När de kortsiktiga effekterna av givna rekommendationer analyseras i Lidén (2004), visar det sig att den information som återfinns i rekommendationer från analytiker normalt har spridits till analytikerns kundkrets långt före tidningspubliceringen. För rekommendationer från ekonomijournalister är så inte fallet. Om det är ett medvetet agerande från analytikerna att ge eller att inte ge information till de egna kunderna innan den ska publiceras är dock en öppen fråga. Det är naturligtvis möjligt att analytikern tycker att ett visst företag är undervärderat. Om han/hon tycker det, förmedlas informationen till en krets av egna kunder som då köper aktien. När analytikern sedan lovat tidningen eller tidskriften att ge en köprekommendation finns det i bakhuvudet att företaget är undervärderat. Samma företag får då en ”offentlig” köprekommendation. Det är således inte nödvändigt att analytikern *medvetet* utnyttjat möjligheten att publicera en köprekommendation i just den aktien, utan det kan istället vara en *undermedveten* följd av att den för närvarande är undervärderad.

Om man tittar på de långsiktiga effekterna av rekommendationerna, dvs huruvida det går att tjäna pengar på att följa dem, visar sig köprekommendationerna normalt vilseledande medan säljrekommendationerna har ett visst värde. Sammantaget blir utfallet av dessa rekommendationer i linje med hur marknaden som helhet utvecklar sig. En anhängare av aktierekommendationer skulle naturligtvis argumentera för att detta visar att aktierekommendationer har ett värde, men det finns två välgrundade invändningar mot detta argument. För det första måste den som vill utnyttja informationen i säljrekommendationer ”blanka”⁷ aktien för att kunna tjäna pengar på den. Detta är en verksamhet som troligtvis är främmande för de flesta småsparare. Att blanka en aktie är inte heller alltid möjligt då det kanske inte finns tillgång till aktier att låna för detta ändamål. Tittar man på den information som de flesta småsparare skulle ha använt sig av, dvs köprekommendationerna, hade de således förlorat pengar. Det är naturligtvis alarmerande att de småsparare som följer köprekommendationer som återfinns i tidningar och tidskrifter skulle förlora på det. För det andra, även om man bortser från blankningsproblematiken, måste man fundera över värdet av rekommendationerna mot bakgrund av att en investering i ett marknadsindex ger en lika hög avkastning. Berättigandet av dessa rekommendationer borde vara starkt kopplat till den överavkastning de ger i förhållande till sitt korrekta jämförelseindex.

Generellt framstår ofta köprekommendationerna som rena marknadsrapporter. Detta innebär exempelvis att en bra delårsrapport från ett företag mynnar ut i en köprekommendation av samma företag. Men när rekommendationen publiceras i tidningen eller tidskriften har företagets aktie redan ”justerats” för denna information, varför rekommendationens värde redan

⁷ Termen blankning innebär att investeraren lånar aktien av en annan investerare, säljer den och erhåller likvid. Han köper sedermera tillbaka aktien för att returnera den till långivaren. Hans förhoppning är att köpa tillbaka den för ett lägre pris än det han fick betalt för aktien vid försäljningen tidigare och på så vis tjäna mellanskillnaden.

är förbrukat. När det gäller säljrekommendationer är situationen generell den omvända. Eftersom säljrekommendationen innehåller mycket negativ information om företaget måste skribenten ha ordentligt ”på fötterna” för att gå ut med en negativ rekommendation. Dessa rekommendationer framstår då mer som grävande journalistik; informationen ligger utanför marknads kändedom.

2. ”IT-bubblans” pådrivande krafter

Det har flitigt diskuterats om någon grupp helt eller delvis kan hållas ansvarig för den ”bubbla” som uppstod på aktiemarknaden och som brast i början av mars 2000. En del menar att analytikerna bär ett stort ansvar för den situation som uppstod, medan andra hävdar att ekonomijournalisterna hade en pådrivande effekt. Björnelid (2001) skriver i en artikel publicerad i *Veckans Affärer*:

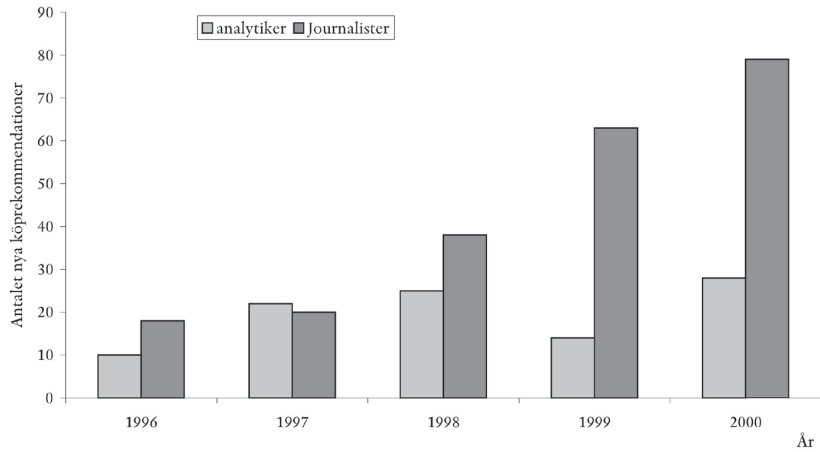
”Den största skulden för IT-bubblan ligger hos analytikerna som gör anspråk på att tala om vad aktierna är värda”, säger Lennart Låftman [styrelseproffs och tidigare VD i Femte AP-fonden, författarens anmärkning] som dessutom anser att mycket kritik också måste riktas mot journalisterna som okritiskt vidarebefordrade de orimliga värderingarna.”

Wilke (2005) menar att analytikerna är de verkliga bovarna i dramat medan fackpressens ekonomijournalister är hjältarna:

”Det är ganska vanligt att man i efterhand vill lägga en stor del av skulden på medierna som målade upp entreprenörerna som hjältar. Först ska man ha klart för sig att en del av affärsidén i många av IT- och internetföretagen var att skaffa sig uppmärksamhet (och nytt kapital) genom att göra kontroversiella utspel i medierna. I nyhetsrapportering och reportage var de nya huvudpersonerna tacksamma objekt som lockade många läsare. I fackpressen och på DIs börssidor var däremot inställningen till IT- och internetaktierna mycket kritisk [...] Faktum är att fackpressen stod ganska ensam som kritiker. Banker och mäklarfirmor, som borde ha gjort samma analyser, gjorde extremt goda förtjänster på den livliga aktiehandeln och i samband med introduktionen av nya bolag. Ingen vill bita den hand som föder dem. Aktiefonder som jagade index följde efter och pumpade upp – mot en avgift på 1,5 procent förstås.”

I figur 1 visas nya köprekommendationer som publicerades i *Affärsvärlden*, *Aftonbladet*, *Finanstidningen*, *Göteborgsposten*, *Veckans Affärer* och *Privata Affärer* under perioden 1996–2000. Med nya köprekommendationer avses då tidningen publicerar en ny köprekommendation av en viss aktie, alternativt då tidningen ändrar uppfattning från exempelvis ”sälj” till ”köp”.

Figur 1
Antalet nya köprekommendationer publicerade i svenska tidningar och tidskrifter under perioden 1996–2000



De tidningar som avses är: *Affärsvärlden*, *Aftonbladet*, *Finanstidningen*, *Göteborgsposten*, *Veckans Affärer* och *Privata Affärer*.

Under Stockholmsbörsen mest intensiva uppgångsperiod (1998–2000) mer än fördubblades antalet nya köprekommendationer från journalister, medan antalet köprekommendationer från analytiker i tryckta media var konstant. Det framstår som att ekonomijournalisterna var de mest pådrivande skribenterna under denna period. En sådan slutsats är emellertid känslig för valet av tidsperiod. Om man istället tittar på perioden 1999–2000 finner man att analytikerna gav drygt dubbelt så många nya köprekommendationer under 2000 som 1999 medan journalisterna endast gav några fler. Det finns som bekant även andra källor genom vilka främst analytiker kan ge aktierekommendationer; ett exempel är de olika nyhetsbrev som bankerna löpande ger ut. Även om det är svårt att komma till en korrekt slutsats om vilken av grupperna som var mest pådrivande under börsuppgången, är det oroande att ekonomijournalisterna mer än fördubblade antalet nya köprekommendationer under börsens mest kursstegrande period. Den grupp som vi förväntar oss mest av vad gäller objektiv granskning av de rekommenderade företagen visade en klar brist under denna – som det skulle visa sig i efterhand – så ödesdigra period. Slutligen bör det påpekas att en generalisering inom dessa grupper inte heller kan göras då det finns mycket goda exempel både på ekonomijournalister och analytiker som varnade för att aktierna var kraftigt övervärderade.

3. Positiva undantag

I avsnitt 1 diskuterades värdet av de köp- och säljrekommendationer som löpande publiceras i svenska tidningar och tidskrifter. Generellt kan sägas att de köprekommendationer som presenteras är vilseledande, medan säljrekommendationerna leder investerarna rätt. Som bekant finns det ingen regel som håller utan undantag och som tur är gäller samma förhållande

här. Faktum är att de köprekommendationer som presenteras i tidningen *Göteborgsposten* och tidskriften *Aktiespararen* var bättre än de köprekommendationer som presenterades i övriga undersökta tidningar och tidskrifter. I nedanstående avsnitt diskuteras hur rekommendationerna hos dessa källor är upplagda.

Aktierekommendationer i *Göteborgsposten* presenteras i anslutning till den redaktionella delen "Mina Pengar", och återfinns i kolumnen "Mitt aktietips". Dessa rekommendationer, som publicerats sedan 1996, finns med i tidningen uteslutande under helgen, och författarna till rekommendationen är inbjudna analytiker. Analytikern bakom rekommendationen presenteras vid namn och det anges vilken bank eller fondkommissionär han/hon representerar. Analytikern presenterar två aktier som båda rekommenderas "köp", en på kort sikt och en på lång sikt.⁸ Ett antal nyckeltal presenteras, åtföljda av en kort analys som motiverar rekommendationen. Rekommendationen kommer vanligtvis in till redaktionen på fredag eftermiddag, samma vecka som den publiceras. De inom den redaktionella sfären som tar del av rekommendationen innan den publiceras får inte utnyttja denna information i syfte att tjäna pengar. De rekommendationer som avses publicerades under perioden 1996–2000.

Aktiespararen är en tidskrift som ges ut till medlemmarna i intresseorganisationen Aktiespararna.⁹ Aktiespararna är en oberoende intresseorganisation för enskilda som sparar i marknadsnoterade aktier, aktiefonder och andra aktierelaterade värdepapper. *Aktiespararen* har som målsättning att vara "en oberoende, kunnig och objektiv bevakare av den svenska aktie marknaden".

I *Aktiespararen* presenteras analyser av ett antal företag i varje nummer, vanligtvis mellan 4 och 6 företag. Dessa analyser mynnar ut i en rekommendation till läsaren. I varje nummer gör två oberoende analytiker¹⁰ analyser av utvalda företag. Urvalet av företag görs så att läsaren dels presenteras goda investeringsmöjligheter, dels blir informerad om eventuellt övervärderade bolag. Vid givna rekommendationer måste analytikerna följa de regler som Fondhandlareföreningen sätter upp. I stora drag innebär dessa regler att de inte får köpa en aktie de rekommenderar förrän två dagar efter att analysen publicerats samt att de inte får sälja en aktie i vilken de gjort en vinst förrän efter 30 dagar. Dessutom får de aldrig agera emot sina egna rekommendationer, dvs sälja en aktie som de köprekommenderar och vice versa.

De båda analytikerna har mångårig erfarenhet av företagsvärderingar. De analyser som analytikerna gör börjar med en genomgång av företaget, dess verksamhetsområde, finansiella ställning, framtida potential och

⁸ Vad som avses med kort respektive lång sikt står ingenstans att läsa i tidningen. Det framgick först vid diskussion med chefredaktören, Jonathan Falck, att med kort sikt avses en horisont på 3-6 månader, medan lång sikt innebär 6 månader eller längre.

⁹ Antalet läsare för helåret 2002 uppgick till ca 202 000 (Orvesto 2003).

¹⁰ Analytikerna som är anställda på *Aktiespararen* för de analyser de gör benämns som oberoende eftersom deras arbetsgivare inte har något att tjäna på de analyser som publiceras.

Tabell 1
Avkastning för köprekommendationer från Aktiespararen och Göteborgsposten i förhållande till köprekommendationer från Affärsvärlden, Aftonbladet, Finanstidningen, Veckans Affärer och Privata Affärer.

Period	Aktiespararen/ Göteborgsposten (N=258)		Övriga (N=263)		Skillnad	
	BHAR	t-värde	BHAR	t-värde	BHAR	z-värde
Publikationsdag + 6 mån	5,81%	2,23**	-4,89%	-2,12**	10,70%	2,88***
Publikationsdag + 12 mån	3,12	0,82	-5,13	-1,36	8,25	2,71***

BHAR (Buy-and-hold abnormal return) är beräknad som medelvärdet på avkastningen för den rekommenderade aktien i förhållande till avkastningen över samma period för dess sektorindex i procentenheter. ** indikerar statistisk signifikans på 5-procentnivå och *** på 1-procentnivå.

avslutas med en värdering som mynnar ut i en rekommendation. Rekommendationen blir antingen ”köp”, ”avvakta”, eller ”sälj”. Ett kännetecken för analyserna är att de är försiktigt formulerade, vilket gör att de inte alls lockar till eventuella köp (och försäljningar) i samma utsträckning som andra tidningar och tidskrifter i Sverige gör. De rekommendationer som analyseras här gavs under perioden 1997–2003 och antalet rekommendationer för de båda analytikerna är jämnt fördelat. Rekommendationerna har också en jämn fördelning över olika branscher, men mer än en fjärdedel består av industriföretag.

Tabell 1 visar utfallet av jämförelsen mellan köprekommendationer publicerade i *Göteborgsposten* och *Aktiespararen* med köprekommendationer publicerade i: *Affärsvärlden*, *Aftonbladet*, *Finanstidningen*, *Veckans Affärer* och *Privata Affärer*.¹¹ De rekommendationer som kommer från *Aktiespararen* och *Göteborgsposten* är avsevärt bättre än de från övriga tidningar och tidskrifter. Avkastningen för en grupp av rekommendationer är beräknad som en så kallad ”buy-and-hold abnormal return”,¹² och är medelvärdet på avkastningen för det rekommenderade företaget under en viss period (6 eller 12 månader efter publikationsdagen) minus avkastningen under samma period för det sektorindex företaget tillhör. Fördelen med denna metod är att avkastningen på den rekommenderade aktien jämförs med avkastningen på ett index som består av liknande företag varför vi enkelt kan bedöma om de bakom rekommendationerna lyckas plocka ut sektorvinnare.

De köprekommendationer som kommer från *Göteborgsposten* och *Aktiespararen* ger betydligt bättre avkastning än respektive sektorindex under de första sex månaderna. Även för de första 12 månaderna lyckas dessa köprekommendationer bättre än sina motsvarande index, men över denna horisont är skillnaden i avkastning inte statistiskt skild från noll. De köprekommendationer som kommer ifrån övriga tidningar och tidskrifter lyckas

¹¹ För enkelhets skull visar jag endast avkastningen för *Aktiespararen* och *Göteborgsposten* sammanslagen istället för att även visa dess individuella avkastning.

¹² Denna metod för att beräkna den abnormala avkastningen på en grupp av rekommenderade aktier har använts flitigt, se exempelvis Kothari och Warner (1997).

betydligt sämre än sina motsvarande sektorindex under de första sex månaderna, och även för de första 12 månaderna är de sämre – dock inte statistiskt signifikant skilda från noll. När köprekommendationer från de två grupperna jämförs med varandra ser vi att de som kommer från *Aktiespararen* och *Göteborgsposten* är mer än 10 procentenheter bättre än de från övriga källor för de första sex månaderna. Denna trend håller i sig under nästföljande sexmånadersperiod. För att summera så är köprekommendationerna från *Aktiespararen* och *Göteborgsposten* betydligt bättre än sina motsvarande sektorindex för de första sex månaderna, medan de från övriga källor är väsentligt sämre än sina motsvarande sektorindex för samma period. Dessutom är köprekommendationerna från *Aktiespararen* och *Göteborgsposten* betydligt bättre än de från övriga källor både under sex- och tolv månadersperioden efter publiceringsdagen.

Finns det någon anledning att förvänta sig att köprekommendationerna från *Göteborgsposten* och *Aktiespararen* lyckas bättre än de som ges i övriga tidningar och tidskrifter? I nio år har *Göteborgsposten* publicerat ”Mitt aktietips”. Att endast analytiker har ombetts presentera köprekommendationer har om möjligt byggt upp ett visst rykte. Man kan anta att en analytiker som ger en köprekommendation som sedan ställs mot dem från andra banker eller fondkommissionärer vill visa sig från sin bästa sida. Således presenteras en rekommendation för en aktie som analytikern verkligen tror kommer att stiga mer än jämförbara aktier under den närmaste tiden. *Aktiespararens* köprekommendationer kommer från två oberoende analytiker. Som oberoende aktör har *Aktiespararen* och dess analytiker inget att tjäna på att rekommendera en viss aktie. Som tidigare beskrivits ligger dessutom vissa restriktioner på analytikernas egna aktieaffärer samt även på de andra inom den redaktionella sfären. Dessa faktorer kan vara möjliga bidragande orsaker till att köprekommendationer från *Göteborgsposten* och *Aktiespararen* är bättre än övriga tryckta mediers.

4. Brister i presentation och uppföljning

Det finns generellt en mängd brister i hur aktierekommendationer presenteras, följs upp och utvärderas. Detta är brister som ibland gör det svårt för läsaren att förstå vad som menas med rekommendationen, utifrån vilka antaganden den är given, vilket resultat som hade uppnåtts om rekommendationerna hade följts och hur bra rekommendationen lyckats i relation till jämförbara aktier. I nedanstående avsnitt diskuteras dessa brister utförligt.

När en aktie rekommenderas är det vanligt att företaget analyseras i detalj. Det diskuteras utförligt för framtida scenario och hur aktien då skulle utveckla sig. Analysens utformning och omfattning varierar dock i stor utsträckning. De rekommendationer som återfinns i kvällspressen är mycket sällan mer underbyggd än att en eller flera ”experter” anser att en eller flera aktier är köpvärda. Det är då svårt för läsaren att bedöma hur

dessa experter kommit fram till sina slutsatser. Om en rekommendation ska utgöra ett beslutsunderlag för läsaren bör artikeln även innehålla en noggrann genomgång av det rekommenderade företagets aktie samt en utförlig motivering till skribentens ställningstagande. I avsaknad av sådan information har rekommendationen ingen användbarhet för läsaren, och följaktligen kan man diskutera dess berättigande.

En annan brist med presentationerna är språket och den terminologi som används. Termer som ”köpsignal”, ”säljsignal”, ”kort sikt”, ”lång sikt” och så vidare är sådana som många av oss vet vad de innebär, men långt ifrån alla. I *Göteborgsposten*, för att ta ett exempel, ger en analytiker två köprekommendationer (en på kort och en på lång sikt) varje helg. Investerare har i grund och botten olika föreställningar om vad som är just kort och lång sikt, men ingenstans står det att läsa vad som avses med kort och lång sikt. För att öka användbarheten av rekommendationen för läsaren är det nödvändigt att informera om vad som menas med kort och lång sikt. Sådan information bör finnas i direkt anslutning till rekommendationen. Sedan IT-bubblan imploderat har både *Aftonbladet* och *Expressen* infört varningstexter och även varningstrianglar i anslutning till de rekommendationer som presenteras. Att tryckta medier skriver ut varningstexter kan fylla en viktig funktion, men förekomsten av varningstrianglar är mer löjväckande. Varför presentera rekommendationer som man sedan tar avstånd från och varnar för? Det syftar mer till att säga att ”köp aktien, men skyll inte på oss om det går åt skogen!”.

I takt med att fler tidningar och tidskrifter löpande publicerar placeringstips har även behovet av uppföljning och utvärdering av desamma ökat – inte minst mot bakgrund av de senaste årens utveckling av börskurserna. Detta har lett till att fler tidningar och tidskrifter väljer att utvärdera de rekommendationer som de publicerat. Vanligtvis utvärderas rekommendationerna i jämförelse med avkastningen på marknadsindex, vilket på Stockholms Fondbörs är SAX-index. Det finns en mycket stark invändning mot denna jämförelse. Följande exempel får beskriva varför: Antag att industrieföretaget Sandvik får en köprekommendation den 6 mars 2000. Om vi har för avsikt att utvärdera hur bra denna specifika rekommendation lyckats under dess första år, visar det sig att den utvecklade sig betydligt bättre än SAX-index, 36 procent bättre för att vara exakt. Om Sandvik-rekommendationen istället hade jämförts med sitt sektorindex, Industriindex, skulle den genererat 9 procent avkastning. Det spelar således en avgörande roll vilket index rekommendationen jämförs med. Det är en nackdel när avkastningen på en rekommendation jämförs med marknadsindex, speciellt på en liten aktiemarknad som Stockholms Fondbörs där ett fåtal aktier väger tungt i marknadsindex. Om industrieföretaget Sandviks aktie jämförs med marknadsindex innebär det att man jämför dess avkastning med en större del av utvecklingen på IT- och telekomaktier. Det är som bekant ingen hemlighet att Ericsson utgör en stor del av marknadsindex. Det är möjligt att läsaren vill veta hur bra rekommendationen föll ut relativt marknadens utveckling,

men det är ännu viktigare att veta om skribenten lyckats plocka ut en vinnare i en viss sektor.

Samtliga tidningar och tidskrifter som följer upp och utvärderar de publicerade rekommendationerna jämför dess avkastning med den som marknadsindex genererat.¹³ Som ovanstående exempel visar, finns det en klar risk att dessa rekommendationers utfall överskattas. Större delen av forskningen på området visar nämligen att när rekommendationernas avkastning jämförts med marknadsindex händer det att rekommendationerna är bättre – men detta övertag byts nästan alltid till ett underläge när man istället jämför med dess sektorindex!

Det är ett steg i rätt riktning att tidningar och tidskrifter numera gärna analyserar tidigare publicerade rekommendationer, men utvärderingen måste göras transparent, tillförlitligt och noggrant. Det är viktigt att det klart och tydligt framgår vad som avses i den utvärdering som görs. Nyligen gjorde *Göteborgsposten* en utvärdering av förra årets köprekommendationer, en enkel undersökning av huruvida rekommendationerna hade lyckats från det datum då rekommendationen gavs relativt SAX-index.¹⁴ Således undersöktes utfallet av rekommendationerna från dess första dag för *olika* tidsperioder. Det är svårt för läsaren att ställa rekommendationer givna för två månader sedan mot de som gavs för elva månader sedan. Man bör jämföra rekommendationer över *samma* tidsperiod. Detta görs föredömligt i *Aktiespararen* under kolumnen ”Hur gick det sedan?”, som första gången presenterades i november 2004. Där utvärderas de analyser som gavs för ett år sedan. Det beskrivs kortfattat hur man analyserade företaget och vilken rekommendation man gav läsarna. Man visar hur aktien har utvecklats sedan analysdatumet och kommenterar utvecklingen och den rekommendation som gavs.

Ett sista problem i samband med utvärdering av hur bra givna rekommendationer från en viss tidning eller tidskrift är ligger i om avkastningen på publiceringsdagen är inkluderad i rekommendationens totala avkastning. När en rekommendation publiceras händer det ofta att företagets aktiekurs reagerar kraftigt den dagen. Information som finns till hands för marknadens aktörer före börsens öppnande (som rekommendationer publicerade i en tidning eller tidskrift) leder till en snabbt justerad aktiekurs. En köprekommendation som innehåller tidigare okänd positiv information leder till en snabbt stigande aktiekurs. Att handla på denna information och därigenom erhålla en överavkastning är mer eller mindre omöjligt – ens för professionella investerare med tillgång till den bästa tekniken, något som visades i Kim, Lin och Slovin (1997). De kom även fram till att det tar 5 respektive 15 minuter för ny information att inkluderas i priserna på NYSE och Nasdaq. Om syftet med utvärderingen av rekommendationerna är att visa om läsaren hade kunnat tjäna pengar på att använda sig av informationen,

¹³ Detta gäller *Aktiespararen*, *Börsveckan*, *Göteborgsposten* och *Privata Affärer*.

¹⁴ Se *Göteborgsposten* den 10 januari 2005.

är det enda korrekta att använda avkastningen från efterföljande dag och framåt. Således begås ett stort misstag om man inkluderar avkastningen på publikationsdagen eftersom läsaren inte kan tillgodogöra sig denna avkastning. Följden blir att det potentiella värdet av rekommendationerna över-skattas! Ett exempel på detta är *Börsveckans* utvärdering av sin BV-portfölj. BV-portföljen, som har presenterats sedan 1992, har (enligt tidskriftens egen utsago) genererat en genomsnittlig årlig avkastning om 54 procent (39 procent efter skatteeffekter). Den startar på nytt varje år i augusti/september med ett fiktivt värde på en miljon kronor, och i juni varje år säljs innehavet av. Under året köps de aktier som redaktionen anser köpvärda. Det rör sig ofta om små aktier med lågt börsvärde, ibland noterade på mindre välkända listor som "Nya Marknaden"¹⁵ och "Nordic Growth Market"¹⁶ där likviditeten är betydligt lägre än på någon av Stockholmsbörsens ordinarie listor. *Börsveckan* ges ut på måndagar och om en aktie rekommenderas (dvs inkluderas i BV-portföljen) i det numret, räknar man avkastningen från onsdagen *före* denna måndag. Om *Börsveckan* har fått tillgång till information som tidigare var okänd och som är starkt kursdrivande, kommer de därigenom att inkludera denna kursuppgång i sin portföljutvärdering. Detta är en kursuppgång som läsaren aldrig kan tillgodogöra sig! Det korrekta hade istället varit att använda sig av avkastningen från och med tisdagen, dagen *efter* rekommendationen.

Sammanfattningsvis kan man säga att ett flertal tidningar och tidskrifter numera utvärderar sina aktierekommendationer, en utveckling som definitivt är till läsarnas fördel. Utvärderingarna håller varierande kvalitet och uppvisar ett flertal brister, men i samtliga fall är avsikten en ökad transparens samt ökad användbarhet av den information som analysen/rekommendationen innehåller.

5. Slutsatser

Tidigare forskning har visat att den läsare som följer köprekommendationer publicerade i en majoritet av de svenska tidningarna och tidskrifterna skulle ha förlorat pengar relativt jämförbara aktieinvesteringar. De positiva undantagen utgörs än så länge av *Aktiespararens* och *Göteborgspostens* köprekommendationer som genererat högre avkastning än den för jämförbara företag under de första sex månaderna och betydligt bättre än köprekommendationer i andra tidningar och tidskrifter.

Frågan om ekonomijournalisterna eller bankernas och fondkommissionärernas analytiker var mest pådrivande i "skapandet" av den börsbubbla som brast i mars 2000 är nästan omöjlig att besvara. Den är kanske även

¹⁵ Nya Marknaden är en inofficiell handelsplats där mindre bolags aktier handlas via Stockholmsbörsens handelssystem SAXESS.

¹⁶ Nordic Growth Market (NGM) är en börs för tillväxtbolag och blev auktoriserad marknadsplats 1999. Nordic Growth Market erbjuder notering och aktiehandel på listorna NGM Official och NGM Equity samt derivathandel på Nordic Derivatives Exchange (NDX).

ointressant att besvara. Viktigare är då hur tidningar och tidskrifter ska komma till rätta med de uppenbara brister som fortfarande finns i presentationen, uppföljningen och utvärderingen av sina aktierekommendationer. Bland de brister som diskuterats kan nämnas: analysens omfattning, använt språkbruk samt val av jämförelseindex.

För att en aktierekommendation ska kunna utgöra ett beslutsunderlag för en framtida investering för dess läsare (för det är väl ändå anledningen med att överhuvudtaget presentera en rekommendation?) är det viktigt att den uppfyller vissa kriterier. För det första krävs att den rekommenderade aktien utförligt analyseras. Skribenten bör klart och tydligt förklara varför han/hon gör vissa antaganden om den framtida utvecklingen av företaget. För det andra, givet att läsaren följer rekommendationen, vilka positiva och negativa scenarier finns för rekommendationens vidkommande. Som vi alla vet kan man inte förutse framtiden, utan oförutsedda händelser kan innehålla kurspåverkande information. Vilka *möjliga* kurspåverkande händelser kan uppstå inom överskådlig framtid? Om sådana hypotetiska diskussioner förs i anslutning till rekommendationen får läsaren en bättre förståelse för vilka faktorer som styr marknadens värdering av aktien. För det tredje, varje rekommendation bör om möjligt innehålla en tidshorisont och en riktkurs. Diffusa begrepp som kort och lång sikt har ingen användning för läsaren såvida det inte direkt anges vad som åsyftas. Självklart är det mycket svårt att ange tidshorisont och riktkurs eftersom förutsättningarna kan ändras. När läsaren fattar ett beslut om att investera är det ändå viktigt att han/hon har en indikation om horisont och pris. För det fjärde, varningstexter i anslutning till rekommendationer fyller en viktig funktion eftersom det får läsaren att tänka både en och två gånger innan de köper en aktie, medan varningstrianglar har ett löjets skimmer över sig. Om varningstexter bör inkluderas eller inte är naturligtvis beroende av tidningen eller tidskriftens läsarkrets. Om man har en läsarkrets som kan förväntas ha begränsad eller obefintlig kunskap om aktiemarknaden är varningstexten definitivt på sin plats. För det femte, det är viktigt att tidningen följer upp och utvärderar hur publicerade rekommendationer har lyckats över den tidsperiod som avses i rekommendationen. Om tidningen kritiskt granskar och kommenterar de rekommendationer man tidigare publicerat ökar läsarnas förtroende eftersom man visar att det inte finns något att dölja. Dessutom kan läsaren själv avgöra om de givna rekommendationerna innehöll vinstgivande information. En sådan utvärdering bör också informera om huruvida transaktionskostnader och skatteeffekter har inkluderats.

Slutligen, aktierekommendationer som presenteras i de flesta tidningar och tidskrifter genererar inte något mervärde för läsaren. Mot denna bakgrund kan man fråga sig i vems eller vilkas intresse dessa tidningar och tidskrifter publicerar rekommendationer. Är det för att de analytiker som står bakom rekommendationen kan generera mer vinster för sina privatkunder genom att föra småsparare bakom ljuset? Kanske. Är det för att locka till sig fler läsare? Naturligtvis. Oavsett underliggande motiv

bör rekommendationerna innehålla tillräcklig information för att de ska kunna utgöra ett beslutsunderlag för läsaren. Dessutom bör man löpande genomföra utvärderingar om rekommendationernas utfall för att förbättra dess användbarhet och tilltro – endast då har aktierekommendationer ett berättigande!

REFERENSER

- Björnelid, R (2001), "Special: IT-BUBBLAN – Poff!", *Veckans Affärer*, 17 april 2001.
- Kim, S T, J-C Lin och M B Slovin (1997), "Market Structure, Informed Trading, and Analysts' Recommendations", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 32, s 507-524.
- Kothari, S P och J B Warner (1997), "Measuring Long-Horizon Security Price Performance", *Journal of Financial Economics*, vol 43, s 301-339.
- Lidén, E (2004), "Swedish Stock Recommendations: Information Content or Price Pressure?", under publicering i *Multinational Finance Journal*.
- Lidén, E (2005), "Essays on Information and Conflicts of Interest in Stock Recommendations", Doktorsavhandling 142, Nationalekonomi med Statistik, Göteborgs universitet.
- Mathur, I och A Waheed (1995), "Stock Price Reactions to Securities Recommended in Business Week's 'Inside Wall Street'", *Financial Review*, vol 30, s 583-604.
- Orvesto (2003), Orvesto konsument 2002:1. <http://www.opinion.sifo.se/html/rackviss-rapporter/oko2rv.pdf> (tillgänglig 2004-11-23).
- SCB (2004), Sparbarmotern – hushållens sparande. <http://www.scb.se/statistik/FM/FM0105/2004K02/fm0105.xls> (tillgänglig 2004-10-26).
- Wilke, B (2005), "Ingen ville lyssna på varningarna", *Dagens Industri*, 3 april 2005.