



EXAMENSARBETE

VÅREN 2012

Sektionen för Hälsa och Samhälle
Bank och Finans Programmet

Mediabevakning och aktiemarknadens reaktion på ny information

Författare

Levent Serifler

Rasmus Lundborg

Handledare

Håkan Jankensgård

Examinator

Elin Smith

Förord

Först av allt skulle vi vilja rikta ett tack till vår handledare Håkan Jankensgård för att han försåg oss med viktig information och synpunkter som denna studie inte hade klarat sig utan. Vi skulle även vilja tacka Pierre Carbonnier för hjälp kring det statistiska materialet samt Ola Olsson för tips gällande insamling av datamaterial. Annika Fjelkner förtjänar även ett omnämnande då hon gett betydelsefulla råd beträffande uppsatsens formatering. Utan er hade denna studie inte varit möjlig.

Till sist vill vi även rikta ett speciellt tack till våra familjemedlemmar som givit mentalt stöd när det behövts som mest.

Tack!

Malmö, 2012

Levent Serifler

Rasmus Lundborg

Abstract

The relationship between public media and capital markets is a subject that has been studied for a long time. Some argue that mass media is an important factor in understanding the financial markets because the media has the ability to generate irrational reactions. On this basis a critique against the media has emerged which believe that the mass media does not publish valuable information. Some studies, however, have concluded that an easier access to new information leads to more efficient price adjustments within the financial markets.

The purpose of this study is to explain how the historical media coverage preceding stock recommendations affects the entire stock market by studying the abnormal return that precede and follow the studied recommendations. The study is based on recommendations on Swedish shares listed on the Large-, Mid- and Small-Cap lists on the Nasdaq OMX Stockholm during a period of two years. Media coverage is based on articles from major Swedish magazines while stock recommendations are obtained from major analysts.

Previous research has been done on the stock market's reaction to the publication of new recommendations, but this study takes an additional variable into account, the number of historical publications in the media, in an attempt to create further understanding in the field of subject.

The results suggest that the degree of media coverage preceding the publication of a stock recommendation do not have an impact on the market's reception of the new information. The most noticeable difference between the recommendations that were preceded by high and low media coverage respectively was that the recommendation which was preceded by low media coverage showed a marginally larger abnormal return at the publication date. Since this observation, however, could not be confirmed statistically the study cannot draw any conclusions from this result and thus the study cannot prove that a larger amount of easily accessible information leads to a more informed market.

Key words: Stock market, media coverage, stock recommendations, abnormal return

Sammanfattning

Relationen mellan publik media och kapitalmarknader är ett område som studerats under en lång period. Åsikter har väckts om att massmedia är en viktig faktor vid förståelsen av finansiella marknader då media har förmågan att ge upphov till irrationella reaktioner. Utifrån detta har en kritik mot massmedia växt fram som menar att media inte förmedlar viktig information. En del studier visar emellertid att en lättare åtkomst till ny information leder till att priser på finansiella marknader kan justeras mer effektivt.

Syftet med denna studie är att förklara hur den historiska mediabevakningen som föregår en aktierekommendation påverkar hela aktiemarknadens aktörer genom att studera den överavkastning som föregår och efterföljer rekommendationen ifråga. Undersökningen har baserats på rekommendationer gällande svenska aktier som är börsnoterade på Large-, Mid- och Small-Cap listorna på Nasdaq OMX Nordic Stockholm under en period som sträcker sig över två år. Underlaget för mediabevakning utgår ifrån artiklar ur stora svenska tidsskrifter och rekommendationerna är hämtade ifrån större analytikerhus.

Tidigare forskning har gjorts på aktiemarknadens reaktion vid publicerandet av nya rekommendationer men denna studie tar hänsyn till ytterligare en variabel, antalet historiska publikationer i media, för att försöka skapa ytterligare förståelse på området.

Resultatet antyder att den grad av mediabevakning som föregår publicerandet av en aktierekommendation inte har en påverkan på marknadens mottagning av den nya informationen. Den tydligaste skillnaden som kunde ses mellan rekommendationer som föregicks av en hög respektive låg mediabevakning var att rekommendationen som föregicks av en låg mediabevakning visade ett marginellt större utslag vid publikationsdagen. Då denna observation emellertid inte kunde säkerställas statistiskt går det inte att dra några slutsatser utifrån detta resultat och studien kan således inte påvisa att mer lättillgänglig information leder till en mer informerad marknad.

Nyckelord: Aktiemarknad, mediabevakning, aktierekommendationer, överavkastning

Innehållsförteckning

1. Inledning	8
1.1 Bakgrund.....	8
1.2 Problemdiskussion	9
1.3 Problemformulering.....	10
1.4 Syfte	10
1.5 Avgränsningar.....	10
1.6 Disposition	11
2. Vetenskaplig Metod	12
2.1 Val av Metodik	12
2.2 Vetenskaplig ansats.....	12
2.3 Filosofi	12
3. Teoretisk Referensram	14
3.1 Den Effektiva Markandshypotesen.....	14
3.1.1 Den Svaga Formen.....	15
3.1.2 Den Semi-starka Formen	15
3.1.3 Den Starka Formen	15
3.2 Random Walk Theory.....	16
3.3 Behavioral Finance	16
3.3.1 Tillgänglighet.....	18
3.3.2 Förankring.....	18
3.3.3 Flockbeteende	19
3.5 Hypotesformulering	20
4. Empirisk Metod	21
4.1 Val av Metod	21
4.2 Urval	21
4.3 Testperiod	22

4.4 Insamling och Bearbetning av Data.....	22
4.5 Datakvalité.....	23
4.6 Metod för Eventstudien	23
4.6.1 Definition av Händelsen	23
4.6.2 Beräkning av Avkastning.....	25
4.6.3 Beräkning av Överavkastning.....	25
4.6.4 The Market Model	25
4.6.5 Linjär Regression.....	26
4.6.6 Genomsnittlig Överavkastning	27
4.6.7 Genomsnittlig Kumulativ Överavkastning	27
4.6.8 Kategorisering av Rekommendationer	28
4.7 Mediabevakning.....	28
4.8 Hypotestest.....	30
4.9 Validitet	31
4.10 Kritik mot Metod	32
5. Resultat	33
5.1. Resultat för Köprekommendationer.....	33
5.2. Resultat för Säljrekommendationer	36
6. Analys	38
6.1. Analys av Resultat	38
7. Slutsats.....	42
7.1 Förslag till vidare studier	43
Källförteckning	44

Bilagor

Bilaga 1: Fördelning av Hög respektive Låg Mediabevakning	46
Bilaga 2: Kumulativ överavkastning för -3 till +30 dagar	47
Bilaga 3: Kumulativ överavkastning för Large-, Mid- och Small-Cap aktier	48
Bilaga 4: Utdrag ur Nasdaq OMXS Small-CAP	49
Bilaga 5: Rekommendationsfördelning inom de studerade analysgrupperna	50
Bilaga 6: Artiklar per tidsskrift	51
Bilaga 7: Använda Företag – Köprekommendationer	52
Bilaga 8: Alla Företag – Säljrekommendationer	52

Lista på Tabeller

Tabell 5. 1: t-test för köprekommendationer	35
Tabell 5. 2: t-test för säljrekommendationer	37

Lista på Figurer

Figur 4.1: Modell för eventstudien	24
Figur 4.2: Illustration av dataperioden för mediabevakning	29
Figur 4.3: Illustration av de fyra analysgrupperna	30

Lista på Diagram

Diagram 5. 1: Köprekommendationer	33
Diagram 5. 2: Säljrekommendationer	36

1. Inledning

I inledningen presenteras en kort bakgrund till varför det studerade ämnesområdet är av intresse följt av en problemdiskussion som tar upp den upplevda problematiken. Utifrån dessa avsnitt förtydligas sedan syftet med undersökningen samt dess avgränsningar.

1.1 Bakgrund

Relationen mellan publik media och finansiella marknader är ett intressant område som studerats under en lång period och det råder idag inget tvivel om att det finns kausala samband mellan publikationer i media och företeelser på finansiella marknader. Robert Schiller (2000) tar upp massmedia som en viktig faktor vid förståelse av finansiella marknader då media har förmågan att skapa överreaktioner samt förstärka pågående trender. Likaså förklarar Shuster (2006) att stora världshändelser, som missilkrisen på Kuba och atombombsläppen i Japan, har visats influera finansiella marknader men menar dock att ett tydligt samband mellan en händelses karaktär och det följande utfallet i priser tycks vara svårt att fastställa. Mindre företagsspecifika händelser har emellertid också konstaterats ha inflytande på marknadsaktörers beteende. Andreassen (1990) har påvisat att nya och aktuella företagsnyheter har en tydlig påverkan på investerare medan gamla nyheter ofta glöms bort.

Undersökningar beträffande publicerade aktierekommendationer har visat hur analytikeråsikter förmår att påverka priser på aktiemarknaden. Davies och Canes (1978) identifierade i sin studie en oförväntad avkastning strax innan publiceringen av aktierekommendationer samt en korrigerande kursförändring dagarna därefter. Barber och Loeffler (1993) som utgick ifrån aktierekommendationer hämtade ur kolumnen "Dartboard" påvisade en överavkastning vid publiceringsdagen för de undersökta rekommendationerna. Liknande resultat, det vill säga en överavkastning vid publicering samt en korrigerande kursutveckling därefter, kunde verifieras av Sant och Zaman (1996) som istället utgick från analytikertips publicerade i "Inside Wall Street". Nyare studier har tagit ytterligare ett steg och visat hur direktsända nyhetsprogram påverkar investerare. Enligt Busse och Green (2002) orsakar analytikerrapporter som tas upp på CNBC snabba prisreaktioner där signifikant volymökning och överavkastning kan identifieras under rapportens sändningstid.

Publikationer i media kan alltså ses som en påverkande faktor på kapitalmarknader, men det intressanta med studier på området är emellertid vilken roll massmedia egentligen

spelar. Är massmedia en kanal för viktig information eller ger publikationer endast upphov till irrationella reaktioner? I de tidigare nämnda studierna kring aktierekommendationer tyder resultaten på det senare eftersom aktiepriserna sedan genomgår en korrigerande. En följd av resultat i enlighet med ovanstående exempel har lett till att media utsatts för kritik. Bernstein (2001) påstår att ekonomijournalister många gånger publicerar information som inte är av något värde för investerare och Shuster (2006) argumenterar likaledes för att media ofta inte förmedlar viktig information.

Trots att publikationer i media inte alltid innehåller viktig information verkar det som att massmedia ändå lyckas påverka marknadsaktörer och det är intresset för detta samband som lett till genomförandet av denna studie.

1.2 Problemdiskussion

Medias ökade roll har som tidigare nämnts kommit att kritiseras och de i bakgrunden nämnda exemplen visar att media orsakar ologiska reaktioner. Eftersom media emellertid är en kanal för stundtals viktig men framförallt lättillgänglig information uppstår frågan om media endast har en önskad effekt.

Vid en studie av företag med liten publik uppmärksamhet upptäckte Stice (1991) att företagets officiella publikation av rapporter inte visade sig i aktiens pris medan en återpublicering av samma information i *The Wall Street Journal* däremot gjorde det. I Rödgers (2000) studie kring publika tyska företags ad-hoc rapporter visades det att rapporterna gav upphov till snabba och bestående prisförändringar. I båda dessa fall innebar en ökad publicitet att priser snabbt kunde justeras för att visa en mer korrekt bild av den nya informationen. Den frågeställning som uppstår inom det debatterade området är således huruvida medias roll trots allt kan tänkas vara positiv.

Den forskning som tidigare gjorts på det diskuterade ämnet har framförallt fokuserat på hur nya publikationer påverkar aktiemarknaden och denna studie kommer även att titta närmre på detta. Denna undersökning tar emellertid hänsyn till ytterligare en variabel, antalet historiska publiceranden, för att undersöka huruvida det finns någon skillnad i marknadsaktörers informationshantering under olika förhållande för informationstillgänglighet. Det som författarna mer specifikt avser att undersöka är huruvida ett högt antal publicerade artiklar påverkar marknadsaktörers hantering utav nya aktierekommendationer.

1.3 Problemformulering

- Hur påverkar mängden publikationer i media marknads hantering utav ny information?

1.4 Syfte

Syftet med denna studie är att förklara hur den historiska mediabevakningen som föregår en aktierekommendation påverkar hela aktiemarknadens aktörer genom att studera den överavkastning som föregår och efterföljer rekommendationen ifråga.

1.5 Avgränsningar

Studien kommer att begränsas till den svenska aktiemarknaden vilket mer specifikt innebär att aktierekommendationer gällande företag listade på Nasdaq OMX Nordic Stockholm endast studeras. Då undersökningen idealiskt bör pröva ett högt antal svenska aktier baseras undersökningen på aktier som är noterade på både Large-, Mid- och Small-Cap listorna.

Eftersom att det är aktierekommendationerna som styr vilka aktier som skall studeras krävs även här en avgränsning. Denna studie kommer endast att utgå ifrån aktierekommendationer som utges av välkända analytikerhus vilka publiceras på hemsidan för Dagens Industris (DI.se). Vidare kommer studien endast att fokusera på "extrema" rekommendationer det vill säga de som innebär en förändring från sälj till köp och behåll till köp samt från köp till sälj och behåll till sälj.

Angående mediabevakning sker en begränsning i form av hur studien definierar ordet mediabevakning. Denna undersökning utgår liksom Peress och Fang (2009) ifrån att mediabevakning är det antal artiklar som berör ett visst företags aktie. Studien kommer således inte att ta hänsyn i artiklarnas innehåll, annat än att företaget citeras i dem. Detta innebär alltså att artikelns ton, positiv eller negativ, inte tas i konsideration.

1.6 Disposition

1. Inledning

I inledningen presenteras en kort bakgrund till varför det studerade ämnesområdet är av intresse följt av en problemdiskussion som tar upp den upplevda problematiken. Utifrån dessa avsnitt förtydligas sedan syftet med undersökningen samt dess avgränsningar.

2. Vetenskaplig Metod

I detta kapitel förklaras det val av vetenskaplig metodik som är bäst lämpad för att genomföra denna studie. Vidare presenteras även valet av ansats och filosofi.

3. Teoretisk Referensram

I kapitel tre introducerar de teorier som berör det ämnesområde som studien behandlar. Utifrån de teorier som presenterats formuleras därefter en hypotes vilken studien skall pröva.

4. Empirisk Metod

I detta avsnitt presenteras det urval och den tidsperiod som studien utgår ifrån. Vidare förklaras även eventstudiemetodiken samt formler för studiens beräkningar. Avslutningsvis diskuteras metodens validitet.

5. Resultat

I kapitel fem redovisas de resultat som studien funnit samt en beskrivning av dem. Initialt presenteras alla relevanta resultat i diagram och tabeller för köprekommendationer följt av motsvarande resultat för säljrekommendationer.

6. Analys

I följande kapitel sker en analys där studiens resultat knyts samman med den teoretiska referensramen samt de tidigare studier som gjorts på området.

7. Slutsats

I detta kapitel presenteras den slutsats som kan dras av undersökningens resultat och analys. Vidare presenteras även förslag på framtida forskning.

2. Vetenskaplig Metod

I detta kapitel förklaras det val av vetenskaplig metodik som är bäst lämpad för att genomföra denna studie. Vidare presenteras även valet av ansats och filosofi.

2.1 Val av Metodik

Syftet med denna undersökning är att genomföra en förklarande studie om mediabevakningens påverkan på aktiemarknadens aktörer vid nypublicerad information. Eftersom denna studie således undersöker om det finns ett kausalt samband mellan antalet publikationer som föregår och den avkastning som efterföljer en aktierekommendation omfattar studien endast numerisk data. Då empirin endast innefattar numeriska observationer är det naturligt att studien genomförs enligt en kvantitativ metodik (Saunders, Lewis & Thornhill 2007). Den kvantitativa studien utförs genom att information för alla typ av data i hämtas hem i ett första skede för att sedan användas vid beräkningar som leder fram till ett slutgiltigt resultat. Det kvantitativa resultatet kommer sedan att analyseras för att bilda en uppfattning om de observationer som gjorts.

2.2 Vetenskaplig ansats

Denna studie använder sig av en positivistisk ansats vilket innebär att undersökningen söker efter observerade regelbundenheter och empiriska bevis i tillräckligt stor omfattning för att de verkliga observationer som gjorts skall leda till statistiskt signifikanta svar (ibid.).

2.3 Filosofi

Då det redan finns två väletablerade teorier som rör det studerade området faller det naturligt att studien använder sig av en deduktiv filosofi. Metoden för den deduktiva filosofin innebär att undersökningen utgår ifrån befintliga teorier som rör det studerade området för att sedan, utifrån dessa teorier, bilda en hypotes som skall beprövas i förhållande till det empiriska resultatet (ibid.). Då studien fokuserar på hur mediabevakning påverkar marknadens reaktion vid en nypublicerad aktierekommendation skall undersökningen förklara huruvida det finns kausala samband mellan den historiska frekvensen av mediepublikationer och marknadens reaktion vid ny information. Det observerade sambandet kommer sedan, enligt den deduktiva metoden, att analyseras och förklaras med hjälp av Den Effektiva Marknadshypotesen, Random Walk Theory och Behavioral Finance. Studien kommer

alltså inte bilda någon ny teori utan kommer istället att resultera i ett eventuellt bidrag till den existerande litteraturen.

3. Teoretisk Referensram

I kapitel tre introducerar de teorier som berör det ämnesområde som studien behandlar. Utifrån de teorier som presenterats formuleras därefter en hypotes vilken studien skall pröva.

3.1 Den Effektiva Markandshypotesen

Forskning på vad som i modern tid kallas den Effektiva Marknadshypotesen inleddes av Paul A Samuelson (1965) som i en studie upptäckte marknadspriser justeras efter historisk och aktuell information. Begreppet *effektiv marknad* myntades emellertid av Eugene F. Fama (1970) som definierade vad en effektiv marknad innebär och hur en sådan marknad beter sig. En effektiv kapitalmarknad är en marknadsplats där priset på en handlad tillgång fullständigt reflekterar marknadens rationella värdering utifrån all tillgänglig information (Fama 1970). Enligt den Effektiva Marknadshypotesen (EMH) förklaras detta fenomen som konsekvensen av att en marknads aktörer alltid söker efter arbitragemöjligheter, det vill säga situationer då priset på en tillgång inte reflekterar tillgångens rationella värde. Detta innebär att marknadsaktörer säljer övervärderade tillgångar och köper undervärderade tillgångar för att utnyttja dessa felaktiga priser till sin egen fördel. Detta agerande leder i sin tur till att felprissättningarna korrigeras med tiden tills dess att marknadspriset fullständigt återspeglar det rationella värdet (Ritter 2003). För att en marknad skall kunna vara fullständigt effektiv finns det en del förutsättningar som måste uppfyllas:

- *Transaktionskostnader* skall vara obefintliga för all typ av marknadsdeltagande. (Pesaran 2010)
- *Information* skall, utan några som helst kostnader, finnas tillgänglig för marknadens alla aktörer. (Pesaran 2010)
- *Aktörerna* på marknaden är rationella i den bemärkelsen att ny information behandlas på ett rationellt och icke emotionellt sätt. (Pesaran 2010)
- *Markaden* har en kollektiv rationalitet vilken gör att summan av olika gruppers åsikter är noll, vilket skapar en rationell balans på marknaden. (Pesaran 2010)

Alla de ovan nämnda förutsättningarna kan naturligtvis endast existera tillsammans i en utopi. Teorin tydliggör dock att de tendenser som finns i en fullständigt effektiv marknad, med alla de ovanstående förutsättningarna, även kan observeras på marknader där endast en del av förutsättningarna är gällande (Fama 1970). En marknads grad av

effektivitet motsvarar dess förmåga att justera priser efter tillgänglig information. Av detta följer att priserna på en helt effektiv marknad tar hänsyn till all tillgänglig information medan en helt ineffektiv marknad inte tar tillgänglig information i konsideration. EMH teorin kan delas in i tre skilda underkategorier utifrån den grad av effektivitet som råder på en marknad (Fama 1991). De tre formerna är *den svaga formen*, *den semi-starka formen* och *den starka formen*.

3.1.1 Den Svaga Formen

I en marknad där den svaga formen av den Effektiva Marknadshypotesen existerar återspeglar det rådande priset all historisk information (Malkiel 2011). Detta innebär att aktörer på denna typ marknad inte har möjlighet att dra nytta av historisk information vid ett investeringsbeslut (Eom & Choi, 2008).

3.1.2 Den Semi-starka Formen

I den semi-starka EMH formen beaktar nuvarande marknadspriser, förutom historisk information, även nyligen publicerad information. Detta innebär att priserna på marknaden omedelbart justeras efter att ny information gjorts tillgänglig för marknadens aktörer (Malkiel 2011). Följaktligen betyder detta att det inte finns några över- eller undervärderade tillgångar och att investerare således inte kan dra nytta utav någon publikt tillgänglig information (Gupta & Baso 2007).

3.1.3 Den Starka Formen

Den starka formen av den Effektiva Marknadshypotesen utgår från att de nuvarande priserna på marknaden reflekterar all tillgänglig information, historisk liksom aktuell, men även privat information som endast finns tillgänglig för vissa marknadsaktörer (Malkiel 2011). Om denna form existerar på en marknad innebär detta att begrepp som insider trading inte gör sig gällande utan att marknader är helt rättvisa. Denna form innebär, i likhet med den semi-starka formen, att det inte finns några över- eller undervärderade tillgångar (Gupta & Baso 2007).

Generellt sätt kan de ovan nämnda marknadsformerna sammanfattas som marknader med olika grader av effektivitet där de starkare formerna kännetecknas av en högre effektivitet. Stigande effektivitet innebär i sin tur mer korrekt prissättning av handlade tillgångar samt större svårigheter för marknadsaktörer att dra nytta av tillgänglig information vid beslutstagande.

3.2 Random Walk Theory

Random Walk Theory (RWT) argumenterar för att sannolikheten att en aktie ökar i värde är lika stor som sannolikheten att aktien minskar i värde, vilket betyder att de prisfluktuationer som en aktie utsätts för är helt slumpmässiga. En grundförutsättning inom RWT är att marknader är effektiva vilket betyder att marknadens priser reflekterar historisk information samt framtida förväntningar (Fama 1965). Förklaringen till marknadens slumpmässiga beteende bygger på priser omedelbart justeras efter ny information och eftersom ingen kan förutspå vilken information som kommer att göras tillgänglig i framtiden följer det att prisjusteringar inte heller kan förutspås. Eftersom prisfluktuationerna är av en slumpmässig natur hävdar RWT att förmågan att välja aktier med goda framtida prestationer är lika stor hos individuella investerare som hos professionella analytiker (Malkiel 1999).

En analytikers huvudsakliga uppgift är att utifrån goda antaganden förutse vad en akties framtida pris kommer att vara och det finns två sätt utföra denna analytiska process. Den första metoden är teknisk analys vilken är en studie av grafer där prisnivåer, prismönster samt olika grafiska instrument används. Den andra metoden är fundamental analys vilken innebär en studie av nyckeltal, finansiella rapporter, marknadsutsikter och tillväxtmöjligheter. Kortfattat påstås den fundamentala analysen utreda framtiden medan den tekniska analysen undersöker historiken. Eftersom Random Walk Theory argumenterar för att priser flukterar slumpmässigt innebär detta att man inom RWT förkastar både teknisk och fundamental analys (Fama 1965).

3.3 Behavioral Finance

Behavioral Finance (BF) är en teori som hävdar att en marknad inte alltid är rationell eftersom att en marknads aktörer påverkas av psykologiska processer samt att det ibland kan uppstå begränsningar på marknaden som inte tillåter aktörer att handla helt rationellt. Utifrån dessa antaganden har BF växt fram som en betydelsefull kritik mot den neoklassisk-ekonomiska teorins Effektiva Marknadshypotes (Ritter 2003). Den första forskningen som gjordes på området Behavioral Finance 1985 togs till en början inte emot särskilt väl utan avfärdades inom den akademiska världen. Trots dessa initiala motsättningar lyckades BF sakta men säkert växa till sig och det finns idag flera ekonomer som forskar på området (Thaler 1999). Avvisandet av Behavioral Finance i dess tidiga skede berodde på att den Effektiva Marknadshypotesen var en vedertagen och välanvänd hypotes som under en lång period inte upplevt några motsättande idéer.

Dessutom förutsätter en hel del populära marknadsmodeller som bland annat Capital Asset Pricing Model och Black-Scholes Option Pricing Model att den Effektiva Marknadshypotesen är fullt gällande vilket innebär att BF möjligtvis ansågs som ett hot som eventuellt skulle kunna invalidera en hel del modeller (Lo 2005).

Behavioral Finance bör emellertid inte ses som ett försök att tillintetgöra den Effektiva Marknadshypotesen utan bör snarare ses som ett betydelsefullt komplement till den existerande teorin (Fromlet 2001). BF tar dock hänsyn till faktorer som man tidigare inte lagt större fokus på och man skulle kunna definiera Behavioral Finance som ett försök till att förklara de anomalier som observerats vid forskning av marknaders beteende (Fuller 1998). Inom BF framhävs det att empiriska observationer är mer betydelsefulla än matematiska modeller eftersom en matematisk modell inte kan ta hänsyn till de beslutsprocesser som en marknadsaktör genomgår innan han eller hon genomför en eventuell aktion (De Bondt & Thaler 1995). De två grundläggande begreppen inom forskningsområdet BF är *arbitragebegränsningar* och *kognitiv psykologi*. Det första begreppet, arbitragebegränsningar, syftar på att det finns faktorer som begränsar en marknadsaktörs förutsättningar för att utnyttja arbitragemöjligheter (Ritter 2003). En arbitragemöjlighet förklaras som ett tillfälle då en marknadsaktör kan köpa (eller sälja) en tillgång till ett pris som inte reflekterar dess riktiga värde. Om denna situation uppstår i en effektiv marknad kommer rationella marknadsaktörer att identifiera en sådan felprissättning och köpa (eller sälja) tillgången i fråga tills att priset drivits upp (eller ner) till den nivå som reflekterar det rationella värdet. Detta betyder med andra ord att en effektiv marknad snabbt ser till att korrigera felprissättningar. Begreppet arbitragebegränsningar avvisar detta antagande eftersom att det finns risker och kostnader som uppstår då varje aktör interagerar med marknaden. Detta medför i sin tur att rationella aktörer inte kommer att nyttja en felprissättning så länge kostnaderna och riskerna överstiger den potentiella arbitragevinsten eftersom arbitragevinsten i detta fall inte längre anses vara attraktiv. Följaktligen innebär detta att ett felaktigt pris trots allt kan bestå under en längre tid utan att marknaden korrigerar det (Barberis & Thaler 2003).

Kognitiv psykologi är ett begrepp som berör processer för hur människor behandlar information och sedan fattar beslut utifrån denna information. Inom Behavioral Finance finns det olika psykologiska faktorer som på varierande sätt spelar in på en investerares beslutstagande. Man talar ofta heuristiska processer, vilket innebär att människor

omedvetet förenklar komplexa situationer för att lättare kunna fatta beslut (Goldberg & Nitzsch 2001). För en bättre förståelse kring dessa faktorer presenteras var för sig i följande underrubriker.

3.3.1 Tillgänglighet

Begreppet tillgänglighet syftar på den information som en marknadsaktör har tillgång till, både rent fysiskt reellt, men även kognitivt. Fysisk tillgänglighet kan för en privat investerare innebära de publikationer som görs i en nyhetstidning som en investerare prenumererar på medan det för en institution kan vara den ström av rapporter som erhålls genom den valda nyhetstjänsttillhandahållaren. Det som är gemensamt för dessa två marknadsaktörer är att den information som ges i de valda mediekanalerna är lättare att komma över än den information som finns utom dessa kanaler. Är den information som är lättast att komma över tillräcklig för ett beslut, eller skall investeraren i fråga lägga ner ytterligare tid och pengar för att eventuellt kunna ta ett klokare beslut. Detta är den problematik som alla marknadsaktörer står inför då ett beslut skall fattas utifrån en viss information. Ur ett kostnads- och tidseffektivt perspektiv kan detta innebära att en aktör bestämmer sig för att inte gräva efter djupare information, utan endast nöjer sig med det som finns nära till hands (Goldberg & Nitzsch 2001).

Den kognitiva tillgängligheten syftar på hur lättillgängliga tidigare minnen är. Detta betyder att en person har lättare att föreställa sig en framtida händelse utifrån en tidigare liknande upplevelse. Tidigare upplevda händelser upplevs emellertid ha olika vikt vid beslutsfattande då det visats att konkreta, känslomässiga och lättihågkomna minnen får en större roll (ibid.). Begreppet tillgänglighet kan sammanfattas som den heuristik som får en beslutstagare till att helt förlita sig på lättillgänglig information snarare än att utforska mer svårtillgängliga källor (Sewell 2007).

3.3.2 Förankring

Förankring är en heuristisk företeelse som innebär att en investerare bedömer information utifrån en initial källa eller referens för att sedan hämta in ytterligare information. Investeraren i fråga utgår alltså från en del av information för att sedan bilda sig en helhetsuppfattning utifrån den kompletterande informationen. Problemet med detta är dock att studier har upptäckt att personer ofta förkortar insamlingsprocessen och att den initiala informationen, eller förankringspunkten, väger tyngre än den senare insamlade informationen. Förankring kan även ske gällande

mindre realistisk information. Låt oss säga att de svenska bolåneräntorna varit 2% under flera år. Om en rapport som föreslår en ”orealistisk” framtida ränta på 5% släpps kan denna information, trots sin orealistiska natur, bilda en förankringspunkt för marknadsaktörer, vilket gör det svårt för dem att glömma bort siffran. En följd av detta kan bli att marknadsaktörer vid ett senare tillfälle inte förvånas över en aktuell ränta på 4% då den tidigare förankringspunkten, 5%, varit svår att glömma bort (Goldberg & Nitzsch 2001).

3.3.3 Flockbeteende

Flockbeteende är ett begrepp som innebär att flera individer, i något avseende, agerar på ett liknande sätt, vilket leder till att en stor del människor utför liknande handlingar. Inom finansvärlden kan flockbeteende ses som ett fenomen där investerare påverkas av andra investerares beslut, vilket leder till att stora mängder av marknadens aktörer rör sig i samma riktning. Inom starka grupperingar tyder flockbeteende på någon form av irrationellt handlade vilket manifesteras i en form av grupployalitet som leder till att en grups medlemmar agerar i koordination med resterande medlemmar. Eftersom flockbeteende emellertid kan identifieras utanför faktiska grupperingar tyder det emellertid på att ytterligare faktorer spelar in (Shiller 1995).

Inom finansiella marknader handlar flockbeteende om en direkt eller indirekt interaktion mellan marknadsaktörer som leder till att flera investerare tar liknande beslut. Denna typ av beteende kan i tillräckligt stor omfattning påverka marknader genom att en till exempel gemensamt positiv syn på vissa tillgångar orsakar en stigande värdering utav tillgångarna ifråga. Flockbeteende på finansiella marknader kan ta olika form. Om en stor del investerare följer aktierekommendationer som utges av ett analytikerhus kan summan av de individuella investerarnas beteende ge utslag i aktiens kurs. Likaså kan aktuella nyheter påverka flera investerare att under en viss period agera på ett liknande sätt. Flockbeteende kan även ta form utifrån tidigare trender i aktiekurser. Om det visar sig att en aktie stigit i värde under en period och investerare som äger aktien är fortsatt positiva kan detta få andra marknadsaktörer att köpa aktien. Detta köpbeslut kan emellertid visa sig vara icke optimalt då trenden kan vara i ett slutskede (Nofsinger & Sias 1999).

3.5 Hypotesformulering

Tidigare studier har visat att marknaden kan reagera på nya publikationer i media vilket tyder på att aktörer på aktiemarknader följer det som massmedia förmedlar samt stundtals agerar utifrån det som publiceras. Utav en semi-svag form av EMH följer det att priserna reflekterar den information som är publik och inom BF förklarar begreppet tillgänglighet att marknadsaktörer agerar utifrån den mest lättillgängliga informationen. Detta leder till att priser på aktier med hög mediabevakning antas visa en bättre spegelbild av den tillgängliga informationen än priser för aktier med låg mediabevakning. Angående publiceringen av nya aktierekommendationer innebär en låg mediabevakning även att marknadsaktörer har mindre information att ställa i relation till den nya aktierekommendationen. Detta antas innebära att aktiemarknaden har en större förståelse för det befintliga priset på en aktie då aktien har en hög mediabevakning. Detta borde därför innebära att en ny rekommendation för en aktie med hög mediabevakning leder till en mindre prisreaktion än om aktien har en låg mediabevakning.

De ovanstående argumenten har, utifrån den presenterade teorin, lett till att följande hypotes har formulerats: *Marknadens reaktion på aktierekommendationer är mindre då rekommendationerna i fråga föregås av en hög mediabevakning.*

4. Empirisk Metod

I detta avsnitt presenteras vilket urval samt vilken tidsperiod som har valts liksom hur data har samlats in och bearbetats. Läsaren förses även med en förklaring av eventstudiemetodiken och formler för studiens beräkningar samt en diskussion kring metodens validitet.

4.1 Val av Metod

För att uppnå denna studies syfte har eventstudiemetodiken använts. Eventstudier görs för att undersöka huruvida en specifik händelse påverkar en akties avkastning. Metoden används således i denna studie för att identifiera hur avkastningen vid en aktierekommendation avviker sig från den normala avkastningen. Utförandet av en eventstudie styrs inte utav några specifika regler utan snarare riktlinjer och denna undersökning kommer att utforma genomförandet enligt MacKinlays (1997) anvisningar. Eventstudien kommer att förklaras mer ingående i avsnitt 4.6 Metod för Eventstudien.

4.2 Urval

Denna studie kommer att utgå ifrån rekommendationer som berör svenska företag börsnoterade på Nasdaq OMXS Small- Mid- och Large-Cap och är utgivna av välkända analytikerhus. Dessa rekommendationer publiceras i Dagens Industri och innehåller förutom den nuvarande rekommendationen även det som tidigare sagts om aktien. Rekommendationerna har en huvudsaklig del i denna undersökning då de ligger till grund för studiens så kallade event (se 4.4.1 Definition av Händelsen). Av denna anledning är det därför viktigt att de rekommendationer som finns till förfogande genomgår en sorteringsprocess så att studien endast fokuserar på de rekommendationer som anses vara mest relevanta. Enligt Womack (1996) har de rekommendationer som är mer ”extrema” en större kurspåverkande effekt. Detta betyder att denna studie, liksom Womacks, endast kommer att ta hänsyn till rekommendationer som förändrats från neutral till köp, sälj till köp, neutral till sälj eller köp till sälj. Följaktligen innebär detta att studien inte tar upp rekommendationer som ändrats från köp till starkare köp, sälj till starkare sälj eller tvärt om.

Eftersom denna studie emellertid vill identifiera om mediabevakning före en rekommendation påverkar rekommendationens kursdrivande effekt måste aktierekommendationen vara standardiserad. Detta innebär att de undersökta

rekommendationerna, enligt Chen och Dhakals (2008) förslag, har försökts isoleras från andra händelser så att de studerade rekommendationerna har så lika förutsättningar som möjligt. För denna studie betyder detta att de använda rekommendationerna under en fyra månaders period inte får föregås av en tidigare ”extrem” rekommendation. Anledningen till denna isolering är framför allt att insamlingsperioden för mediabevakning är satt till tre månader och studien vill därför undvika situationer där flera beräkningar görs utifrån ett och samma mediabevakningsunderlag.

Urvalet för de artiklar som ligger till grund för mediabevakning baseras på artiklar ur utvalda svenska tidsskrifter samt dess hemsidor. Aman (2010) föreslår en komplicerad process där artiklar viktas utifrån de publicerande tidsskrifternas grad av cirkulation (antalet läsare). Eftersom författarna emellertid menar att de större tidsskrifterna har fler läsare och större trovärdighet kommer denna studie att kringgå denna metod genom att endast utgå ifrån de större svenska tidsskrifterna medan publikationer i mindre tidningar inte beaktas. Urvalet av tidningar blev således: Dagens Industri, DI.se, Dagens Nyheter, Dagens Nyheter Ekonomi, Göteborgs-Posten, Affärsvärlden, Affärsvärlden.se, Börsveckan, Privata Affärer, Privata Affärer.se, Sydsvenskan, Sydsvenskan Ekonomi, Svenska Dagbladet, Svenska Dagbladet Näringsliv, Veckans Affärer och Aktiespararen.

4.3 Testperiod

Testperioden som valts för studien sträcker sig från 2009-10-12 till 2011-10-13. Anledningen till att denna period har valts beror på att det är mer intressant att studera en period som ligger nära i tiden samtidigt som det finns en god möjlighet att extrahera data för denna period gällande både artiklar, aktiekurser samt aktierekommendationer.

4.4 Insamling och Bearbetning av Data

Vid beräkning av avkastning och överavkastning behövs data för de undersökta aktiernas priser vid olika tillfällen. Denna information hämtas genom programmet Thomson Reuters Data Stream, vilket möjliggör en snabb men exakt insamling av de relevanta kursdata. De data som hämtats hem för denna studie sträcker sig över perioden 2008-04-11 till 2012-04-13 och innefattar dagliga stängningskurser. Anledningen till att studien använt sig av en så omfattande period, som sträcker sig längre bak i tiden än testperioden, beror på att man vid en eventstudie måste estimerar värden för de studerade aktiernas alfa och beta (se 4.4.4. The Market Model).

För insamlingen av data som rör mediabevakning har databasen Affärsdata.se använts. Härifrån kan tidsskriftsspecifika publikationer hämtas hem för de undersökta aktierna. Enligt Aman (2010) är det vid studier av mediebevakning viktigt att endast använda sig av artiklar där de undersökta aktierna citeras och eftersom Affärsdata.se tillhandahåller en sådan funktion är det ypperligt att använda sig av denna databas. Eftersom denna studie emellertid fokuserar på frekvensen av media snarare än innehållet i media kommer denna undersökning, liksom Peress och Fangs (2009) studie, endast att beakta kvantiteten av relevanta artiklar. Följaktligen innebär detta att denna studie endast utgår ifrån antalet artiklar vars rubrik innehåller namnet på ett börsnoterat företag medan artiklarnas ton, vare sig positiv eller negativ, har försumrats.

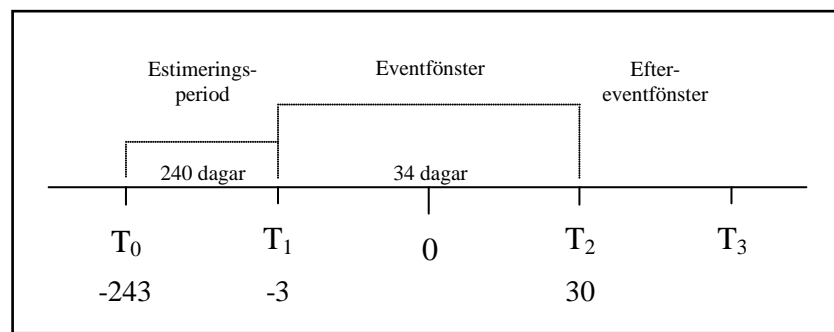
4.5 Datakvalité

De data som samlats in för denna studie innefattar 215 aktierekommendationer varav 139 är köprekommendationer och 76 är säljrekommendationer. Dessa rekommendationer har samlats in under två tolv månaders perioder vilka sträcker sig mellan 2010-10-13 till 2011-10-13 samt 2009-10-12 till 2010-10-12. Anledningen till att studien använt sig av två perioder beror på att de initialt insamlade data inte ansågs vara tillräckligt omfattande, vilket lett till att testperioden utökades med ytterligare tolv månader. De 6017 artiklarna som använts i studien har granskats noggrant för att eliminera potentiella felträffar då vissa företagsnamn kan ligga nära andra orelaterade namn eller begrepp. Exempelvis kan en sökning på telekombolaget "Ericsson" ge en träff på en artikel om uppfinnaren "John Ericsson", vilket uppenbarligen kan leda till oönskade resultat. Sådana felträffar har alltså avlägsnats genom en noggrann kontrollering av de sökta artiklarna.

4.6 Metod för Eventstudien

4.6.1 Definition av Händelsen

För att precisera vilken period som skall undersökas krävs ett avgörande kring vilken typ av händelse som skall studeras (MacKinlay 1997). Då denna studie utgår ifrån isolerade aktierekommendationer är det dessa som utgör dagen noll för samtliga observationer. Efter att den bestämmande händelsen har fastställts följer tre tidintervallsindelningar vilka innefattas av en estimeringsperiod, ett eventfönster samt ett efter-eventfönster.



Figur 4.1: Modell för eventstudien
(Baserad på: McKinlay *Event Studies in Economics and Finance*, p.20, 1997)

Estimeringsperioden sträcker sig enligt Figur 1 från T_0 till T_1 och är den period som bestämmer förutsättningarna för den normala avkastningen. Eftersom de data som samlats in under denna period används för att skatta de variabler som används för beräkningen av förväntad avkastning, det vill säga den normala avkastningen, är det viktigt att estimeringsperioden inte påverkas av den studerade händelsen. Förutom detta är det även viktigt att estimeringsperioden är tillräckligt lång för att de skattade variablerna skall anses vara trovärdiga. Perioden får emellertid inte vara för lång då det kan leda till att de estimerade värdena inte är särskilt aktuella. Med ovannämnda kriterier i åtanke har denna studie använt sig av en estimeringsperiod om ett år, eller 240 handelsdagar ($T_0 = -243$), som avbryts tre dagar innan den studerade händelsen ($T_1 = -3$).

Eventfönstret innefattar den tidsperiod som skall studeras och sträcker sig från dagen T_1 till T_2 . För att identifiera huruvida det finns en överavkastning dagarna innan en aktierekommendation samt under de efterföljande dagarna inleds eventfönstret tre dagar innan den studerade händelsen ($T_1 = -3$) och sträcker sig till och med 30 dagar efter rekommendationen ($T_2 = 30$). Valet av eventfönstrets längd beror på att studien har för avsikt att identifiera skillnader mellan den kortsiktiga effekten som efterföljer två typer av aktierekommendationer, det vill säga aktierekommendationer som föregås av hög respektive låg mediabevakning. Detta kortsiktiga perspektiv har även lett till att studien inte använder sig av ett efter-eventfönster eftersom eventfönstret anses sträcka sig tillräckligt långt fram i tiden för att identifiera den kortsiktiga effekten som aktierekommendationer ofta har samt den eventuella kurskorrigering som ofta efterföljer.

4.6.2 Beräkning av Avkastning

Den observerade, eller faktiska, avkastningen för aktien i beräknas enligt formel 1 där $R_{i,t}$ är den faktiska avkastningen vid tiden t , P_t är aktiekursen vid tiden t och P_{t-1} är aktiekursen vid tiden $t-1$.

$$R_{i,t} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Formel 1: Beräkning av avkastning

4.6.3 Beräkning av Överavkastning

Överavkastning är den oförväntade avkastning som över- eller understiger den förväntade avkastningen. Den över- eller understigande avkastningen för aktien i vid tiden t illustreras med hjälp av formel 2 och 3, där $R_{i,t}$ är den faktiska avkastningen och $K_{i,t}$ den förväntade avkastningen och residualen $\varepsilon_{i,t}$ är en fel term som representerar den oförväntade avkastningen.

$$R_{i,t} = K_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Formel 2: Illustration för sambandet avkastning-överavkastning

$$\varepsilon_{i,t} = R_{i,t} - K_{i,t}$$

Formel 3: Beräkning av överavkastning

4.6.4 The Market Model

För att beräkna överavkastningen för en aktie fordras förutom den faktiska avkastningen även en beräkning utav den förväntade avkastningen. Vid genomförandet av eventstudier finns det emellertid två modeller som kan användas för de nödvändiga beräkningarna. De två modellerna är Constant Mean Return Model (CMR) och The Market Model (MM). I denna studie har MM använts då den enligt MacKinlay (1997) är den mer avancerade modellen som ger ett mer pålitligt resultat. formel 4 illustrerar hur överavkastningen $\varepsilon_{i,t}$ för aktien i vid tiden t kan beräknas med hjälp av The Market Model, där $R_{i,t}$ är den faktiska avkastningen för aktien i och $R_{m,t}$ är den faktiska avkastningen för den marknadsgenomsnittliga portföljen. Variabeln α_i representerar den avkastning som är oberoende av den systematiska risken β_i .

$$\epsilon_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i \times R_{m,t})$$

Formel 4: The Market Model

(Baserad på: McKinlay *Event Studies in Economics and Finance*, p.20, 1997)

För att uppskatta värdet på variablerna α_i och β_i utförs en linjär regressionsanalys som ställer avkastningen för varje enskild aktie i relation till marknadsportföljen under det tidsintervall som bestäms av estimeringsperioden. Då denna undersökning studerar aktier noterade på OMXS Large-, Mid- och Small-Cap har Affärsvärldens Generalindex (AFGX) använts som dataunderlag för den marknadsgenomsnittliga avkastningen. AFGX är Sveriges äldsta index och mäter den genomsnittliga kursutvecklingen för hela Stockholmsbörsen (affarsvarlden.se). För detaljer kring regressionsanalysen som utförts hänvisas läsaren till nästkommande avsnitt.

4.6.5 Linjär Regression

Studiens användning av The Market Model innebär att den systematiska risken, β , samt den avkastning som är oberoende av den systematiska risken, α , måste beräknas. Dessa två variabler beräknas med hjälp av en linjär regressionsanalys vilken har utförts med hjälp av två viktiga funktioner i Excel vilka heter *SLOPE* respektive *INTERCEPT*. Med hjälp av *SLOPE* funktionen beräknas lutningen på en linjär regressionslinje som baseras på specificerade datapunkter. *INTERCEPT* funktionen beräknar däremot regressionslinjens skärningspunkt på y-axeln för de nämnda datapunkterna. Detta innebär följaktligen att då den linjära regressionslinjen representeras av formeln $y = \alpha + \beta x$ kan α beräknas med hjälp av *INTERCEPT* funktionen medan β kan beräknas med hjälp av *SLOPE* funktionen. De datapunkter som används vid regressionsanalysen är avkastningen för varje enskild aktie samt avkastningen för marknadsportföljen (AFGX). Datapunkterna som används sträcker sig över den tidsperiod som bestäms av estimeringsperioden för en specifik aktie vilket innebär att regressionsanalysen baseras på avkastningen för dagen -243 till och med dagen -3.

Att använda dessa två funktioner för att beräkna α respektive β snarare än att utföra en traditionell regressionsanalys med hjälp av ett diagram är att föredra då denna studie genomför ett stort antal regressioner. De två nämnda funktionerna tillåter en snabb replikering och omjustering av datapunkter vilket möjliggör undersökningens förmåga att studera ett högt antal rekommendationer. Vidare ger funktionerna *INTERCEPT* och

SLOPE samma värden på α respektive β som en traditionellt utförd enkel linjär regressionsanalys. Eftersom poängen med studien dessutom inte ligger i att grafiskt studera den systematiska risken är det inte heller särskilt produktivt att lägga ner tid på att framställa ett tvåhundra-tal diagram. Syftet med studiens regressionsanalyser är att beräkna de två variabler som är nödvändiga vid användandet av The Market Model och studien har därför valt att utföra dessa beräkningar på det sätt som är mest tidseffektivt.

INTERCEPT och *SLOPE* funktionerna har med hjälp av Excel använts vid beräkningen av samtliga beta- och alfavärden, vilka finns att hitta i Bilaga 7 och 8. Något som dock bör noteras angående dessa bilagor är att de presenterade siffrorna har avrundats till två decimaler för beta respektive fyra decimaler för alfa.

4.6.6 Genomsnittlig Överavkastning

För att kunna dra några generella slutsatser kring en aktierekommendations påverkan på aktiekursen vid en specifik tidpunkt krävs en beräkning av den genomsnittliga överavkastningen för de studerade aktierna. Av denna anledning har överavkastningen aggregerats tvärs igenom aktierna enligt formel 5, där \overline{AR}_t är den aggregerade överavkastningen för N aktier vid tidpunkten t och $AR_{i,t}$ överavkastningen för en aktie vid tiden t (tidigare skrivet som $\epsilon_{i,t}$).

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$$

Formel 5: Genomsnittlig Överavkastning
(Baserad på: McKinlay *Event Studies in Economics and Finance*, p.24, 1997)

4.6.7 Genomsnittlig Kumulativ Överavkastning

För en analys av hur överavkastningen som efterföljer en aktierekommendation förändras över tiden beräknas en genomsnittlig kumulativ överavkastning, vilken är en genomsnittlig överavkastning aggregerad genom tiden. Av formel 6 följer det att den kumulativa överavkastningen för tidsintervallet t_1 till t_2 , $\overline{CAR}(t_1, t_2)$, beräknas genom att den genomsnittliga överavkastningen, \overline{AR}_t , succesivt adderas vid varje tidpunkt som ingår i det specificerade tidsintervallet.

$$\overline{CAR}(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} \overline{AR}_t$$

Formel 6: Kumulerad Överavkastning
(Baserad på: McKinlay *Event Studies in Economics and Finance*, p.24, 1997)

4.6.8 Kategorisering av Rekommendationer

Beräkningen av genomsnittlig och kumulativ överavkastning (\overline{AR}_t och $\overline{CAR}(t_1, t_2)$) görs separat för olika rekommendationsgrupperingar. Först och främst bör det noteras att sälj- och köprekommendationer analyseras var för sig. Säljrekommendationer leder till negativ överavkastning och köprekommendationer till positiv överavkastning och för att värdena inte ska radera ut varandra måste de således bilda två olika analysgrupper.

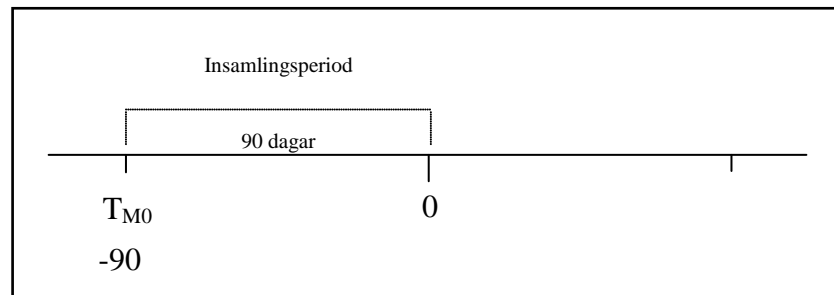
Initialt kategoriseras aktierekommendationerna efter aktiens börsnotering, det vill säga beroende på om företaget är listat på Large-, Mid- eller Small-Cap. Detta görs för att testa huruvida de insamlade datavärdena verkar pålitlig men även för att bidra med ytterligare underlag inför analysen. Vid detta skede identifierades en ovanligt hög överavkastning för aktierekommendationer rörande Small-Cap aktier. Efter en närmre analys av priserna på Small-Cap framgick det att många aktiers priser var oförändrade under flera dagar för att sedan förändras ganska kraftigt över en dag (Se bilaga 3 & 4). Detta tyder på en låg likviditet på marknaden och eftersom denna studie inte vill riskera att det slutgiltiga resultatet påverkas av detta har inga rekommendationer gällande Small-Cap aktier använts vid studiens fortsättning.

För att uppfylla studiens mål att identifiera en skillnad mellan aktierekommendationer som föregås av hög respektive låg mediabevakning krävs det en kategorisering utifrån dessa två grupper. Eftersom graden av mediabevakning emellertid måste mätas innan en indelning kan ske presenteras studiens metod för kvantifieringen av mediabevakning i nästa avsnitt, följt av den valda kategoriseringen.

4.7 Mediabevakning

Som tidigare nämnts mäter denna studie mediabevakning i form av antalet artiklar där ett visst företag citeras i artikelns rubrik. Antalet artiklar hämtas under en period som enligt Figur 2 sträcker sig från 90 dagar före en aktierekommendations publikation ($T_{M0} = -90$) fram till publiceringsdagen för rekommendationen (dvs. dagen 0).

Anledningen till att en period om tre månader har valts beror på att perioden anses vara tillräckligt lång för att ta upp relevant information. En för lång period kan resultera i att artiklar med gammal och oväsentlig information tas med i beräkningarna vilket helst bör undvikas.



Figur 4.2: Illustration av dataperioden för mediabevakning

Efter att antalet artiklar som föregår en aktierekommendation har beräknats delas de studerade rekommendationerna in i två grupper. De som föregås av ett högre antal artiklar grupperas in under *hög mediabevakning* medan de som föregås av ett lägre antal artiklar grupperas in under *låg mediabevakning*. Large- och Mid-Cap aktier skiljs inte åt inom dessa grupper utan behandlas endast utifrån graden av Mediabevakning. Detta har gjorts för att få fler observationer inom de två grupperna vilket bör öka resultatets statistiska pålitlighet.

I denna studie har medianen använts som gräns för hög respektive låg mediabevakning beroende på att den fördelning som sågs efter insamlingen av artiklar. De vanligaste observationerna innefattade ett lågt antal artiklar, det vill säga en låg mediabevakning, vilket gjorde att studien valde att skilja de mest förekommande observationerna ifrån de mer ovanliga observationerna (se bilaga 1).

I likhet med tidigare avsnitt (4.4.5.) beräknas \overline{AR} och \overline{CAR} för de bestämda grupperna, vilket lett till att uträkningar gjorts för följande fyra analysgrupper:

		Mediabevakning	
		Hög	Låg
Rekommendationer	Köp	1	2
	Sälj	3	4

Figur 4.3: Illustration av de fyra analysgrupperna

Efter uträkningen görs en analys utifrån resultatet på varje grupp, från ett till fyra, för att identifiera likheter och skillnader mellan överavkastningen för de olika grupperna

4.8 Hypotestest

För att testa studiens resultat görs ett t-test på 5 procents signifikansnivå för \overline{CAR} vid varje tid under eventfönstret. Testet utförs kategorivis för att undersöka om de studerade rekommendationerna i respektive kategorierna ger en signifikant överavkastning över tiden. Vidare görs ett two-sample t-test för att undersöka huruvida det finns några skillnader mellan de rekommendationer som föregås av en hög respektive låg mediabevakning.

$$H_0: \overline{CAR} = 0$$

$$H_1: \overline{CAR} \neq 0$$

$$H_0: \overline{CAR}_H = \overline{CAR}_L$$

$$H_1: \overline{CAR}_H \neq \overline{CAR}_L$$

Eftersom variansen för $\overline{CAR}(t_1, t_2)$ i praktiken inte är känd skattas en varians utifrån tvärsnittet för varje grupp samt varje tidsintervall. Tvärsnittsvariansen fås enligt följande formel 7.

$$\text{var}(\overline{CAR}(t_1, t_2)) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N (CAR_i(t_1, t_2) - \overline{CAR}_i(t_1, t_2))^2$$

Formel 7: Varians för Kumulativ Överavkastning
(Baserad på: McKinlay *Event Studies in Economics and Finance*, p.28, 1997)

Hypotestestet kan sedan genomföras med fem procents signifikans för varje tidsintervall från dag -3 till dag +30 enligt formel 10.

$$t = \frac{\overline{CAR}(t_1, t_2)}{\text{var}(\overline{CAR}(t_1, t_2))}$$

Formel 8: Beräkning av t-värde
(Baserad på: McKinlay *Event Studies in Economics and Finance*, p.24, 1997)

4.9 Validitet

För att styrka undersökningens validitet krävs ett väl genomtänkt genomförande där både data och metod kan anses vara pålitliga. I denna studie har insamlingen och bearbetningen av alla individuella observationer utförts på samma sätt enligt samma riktlinjer igenom hela studiens gång för att resultatet inom varje typ av datagrupp (dvs. rekommendationer, aktiekurser & artiklar) skall anses vara fullständigt korrekt.

För att öka den använda metodens validitet har studiens modeller för insamling, bearbetning och uträkning av relevant data utgått ifrån tidigare beprövade metoder. De modeller som använts vid tidigare studier av liknande slag har sålunda använts som viktiga riktlinjer för denna studie, vilket har lett till att hanteringen av både aktierekommendationer, aktiekurser och artiklar håller en god standard. Den använda metoden har sett till att hålla validiteten hög genom att studien, som tidigare nämnts, följt viktiga principer genom hela studiens gång. Ett exempel på detta är att studien endast använt sig av "extrema" samt isolerade aktierekommendationer medan icke-isolerade rekommendationer sorterats bort (se 4.2 Urval). Ett annat exempel är att de artiklar som använts i studien noggrant har granskats för att se till att de faktiskt belyser de studerade aktierna (se 4.5. Datakvalité). För att kontrollera att studiens beräkningar av avkastning och överavkastning håller samma nivå som resten av studien har alla beräkningar genomförts i Excel och kontrollerats både matematiskt, utifrån tabeller, och grafiskt, utifrån diagram.

4.10 Kritik mot Metod

En vanlig kritik mot eventstudier är att den studerade händelsen antas vara den enda påverkande faktorn. Med andra ord antas det att den överavkastning som identifieras under eventfönstret endast beror på den publicerade aktierekommendationen. Om det emellertid skulle vara så att ytterligare viktiga händelser sker under samma dag så kan detta innebära att resultatet för studien blir missvisande (Chen och Dhakals (2008)). Det är på grund av detta som det är viktigt att isolera aktierekommendationerna från andra händelser till högsta möjliga grad.

En annan nackdel med eventstudier är att marknaden vid olika rekommendationer kan befinna sig i varierande trender då datumet för eventdagen är olika för varje observation. Detta är emellertid något som är svårt att undvika eftersom aktiemarknader ofta befinner sig i olika trender och dessa kan skifta under studiens testperiod.

Det är tveksamt om alla de artiklar som använts i studien når ut till en lika stor publik, varför det hade varit intressant att vikta artiklar utifrån antalet läsare. Eftersom det emellertid inte funnits tid eller resurser för denna metod har studien endast fokuserat på artiklar ur de mer kända tidskrifterna och dess hemsidor. Vidare kan det diskuteras var gränsen går för vad som anses vara hög respektive låg mediabevakning. Den metod som använts i denna studie har utifrån histogram och sedan utgått ifrån vad som är mer och mindre förekommande för att sedan bestämma en delningspunkt för hög respektive låg mediabevakning.

5. Resultat

I kapitel fem redovisas de resultat som studien funnit samt en beskrivning av dem. Initialt presenteras alla relevanta resultat i diagram och tabeller för köprekommendationer följt av motsvarande resultat för säljrekommendationer.

I detta kapitel presenteras endast diagramm för dagarna -3 till +10. Detta görs eftersom det är lättare att få en tydlig överblick över diagrammen under denna tidsperiod samt att denna period innefattar de största och mest intressanta förändringarna i överavkastning. Vidare kan studien inte säkerställa att ny information inte tillfaller marknaden under dagarna -11 till -30 varför dessa diagram inte kommenteras. För diagrammen som sträcker sig från -3 till +30 dagar hänvisas läsaren istället till bilaga (2).

5.1. Resultat för Köprekommendationer

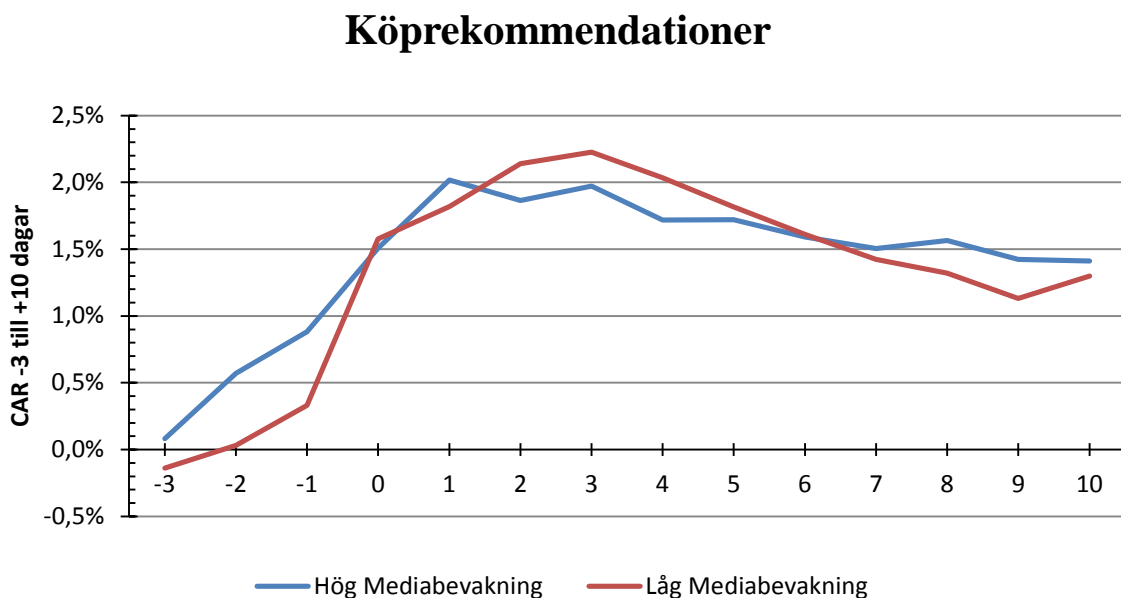


Diagram 5. 1: Köprekommendationer

I diagrammet ovan visas den kumulativa överavkastningen (\overline{CAR}) för de två analysgrupperna som innefattar köprekommendationer. Den blåa kurvan visar överavkastningen för de aktierekommendationer som föregås av en hög mediabevakning medan den röda kurvan visar överavkastningen för de rekommendationer som föregås av en låg mediabevakning.

I diagrammet kan det tydas att överavkastningen för de aktierekommendationer som grupperas in under hög mediabevakning påbörjar en tydlig stigandeprocess vid dagen -3 och ökar därefter stabilt fram till dag 1. Diagrammet visar även att den kumulativa överavkastningen för de rekommendationer som föregås av en hög mediabevakning börjar sjunka successivt efter dag 1. De största ökningarna av överavkastningen återfinns vid dagen för aktierekommendationen (dag 0) samt dagen därefter (dag 1) och uppgår till 0,63 respektive 0,51 procent medan de största värdena för den kumulativa överavkastningen uppgår till 1,51 procent för publiceringsdagen samt 2,02, 1,86, 1,97 för dagarna +1, +2 respektive +3.

För de aktierekommendationer som föregås av en låg mediabevakning börjar kurvan liksom för tidigare analysgrupp att öka från och med dag -3 och stiger sedan något fram till dag -1. Under dagen för aktierekommendationen kan det ur diagrammet urskiljas att den beräknade överavkastningen tilltar relativt mycket. Diagrammet visar även att kurvan därefter avtar något men ändå stiger fram till dagen 3 för att sedan påbörja en neråtgående rörelse som sträcker sig fram till dagen 10. Den största ökningen av den kumulativa överavkastningen återfinns vid publikationsdagen och uppgår till 1,25 procent och de högsta uppnådda värdena uppgår till 1,58 procent vid publiceringsdagen samt 1,82, 2,14, 2,23 och 2,04 procent för dagarna 1, 2, 3 och 4.

Vid en jämförelse av de två kurvorna är det svårt att identifiera några större skillnader men det går ändå att tyda några små intressanta olikheter. För den analysgrupp som innefattar aktierekommendationer som föregås av en hög mediabevakning ser utvecklingen av överavkastningen ut att vara mer linjär från dag -3 fram till dag 1. Med andra ord verkar det som att överavkastningen börjar tillta strax innan rekommendationen och fortsätter att stiga i samma takt efter rekommendationen. För den andra analysgruppen, det vill säga köprekommendationer som föregås av en låg mediabevakning, verkar det emellertid som att utvecklingen av överavkastningen initialt tar formen av en J-kurva. Med andra ord tycks den kumulativa överavkastningen öka relativt lite innan rekommendationen och sedan mer under publikationsdagen. Beträffande det högsta värdet på den kumulativa överavkastningen visar analysgrupp hög en överavkastning på 2,02 procent medan analysgrupp låg visar en överavkastning på 2,23 procent. Den största ökningen av överavkastning är även högst för analysgrupp låg på 1,25 procent medan analysgrupp hög som mest ökar 0,63 procent. Både dessa ökningar sker under publikationsdagen.

För att testa nollhypotesen att överavkastningen signifikant kan påvisas under den studerade tidsperioden har t-test gjorts på 95-procents signifikansnivå för de båda analysgrupperna. Vidare har även ett two-sample t-test gjorts för att testa huruvida studien kan påvisa några skillnader mellan den överavkastning som följer rekommendationer som föregås av hög respektive låg mediabevakning. Resultatet för undersökningens statistiska tester presenteras i tabellen nedan.

Tabell 5. 1: t-test för köprekommendationer

Hög Mediabevakning				Låg Mediabevakning			
Dag	t_{obs}	$t_{0,05,67}$	CAR	Dag	t_{obs}	$t_{0,05,70}$	CAR
-3	0,363	1,998	0,08 %	-3	-0,692	1,997	-0,14 %
-2	1,237	1,998	0,57 %	-2	0,084	1,997	0,03 %
-1	1,536	1,998	0,88 %	-1	0,541	1,997	0,33 %
0	2,247	1,998	1,51 % *	0	2,180	1,997	1,58 % *
1	3,069	1,998	2,02 % *	1	2,689	1,997	1,82 % *
2	2,684	1,998	1,86 % *	2	2,943	1,997	2,14 % *
3	2,667	1,998	1,97 % *	3	2,852	1,997	2,23 % *
4	2,255	1,998	1,72 % *	4	2,602	1,997	2,04 % *
5	2,202	1,998	1,72 % *	5	2,152	1,997	1,82 % *
6	2,060	1,998	1,59 % *	6	1,879	1,997	1,61 %
7	1,863	1,998	1,50 %	7	1,644	1,997	1,42 %
8	1,934	1,998	1,56 %	8	1,459	1,997	1,32 %
9	1,697	1,998	1,42 %	9	1,255	1,997	1,13 %
10	1,699	1,998	1,41 %	10	1,422	1,997	1,30 %

* = signifikant större än noll på 95% t-test

** = signifikant skillnad mellan H/L på 95% two-sample t-test

Av tabellen ovan visas de statistiska tester som gjorts på den observerade överavkastningen. De t-test som har genomförts för de båda analysgrupperna visar att överavkastningen för de rekommendationer som föregås av en hög mediabevakning är signifikant större än noll vid dagarna 0 till 6 medan överavkastningen för den andra analysgruppen kan styrkas vid dagarna 0 till 5. För att, som tidigare nämnts, testa om det finns några skillnader mellan de båda analysgrupperna utförs även ett two-sample t-test. De resultat som erhållits av dessa tester visar dock inga signifikanta skillnader mellan de två analysgrupperna.

5.2. Resultat för Säljrekommendationer

Säljrekommendationer

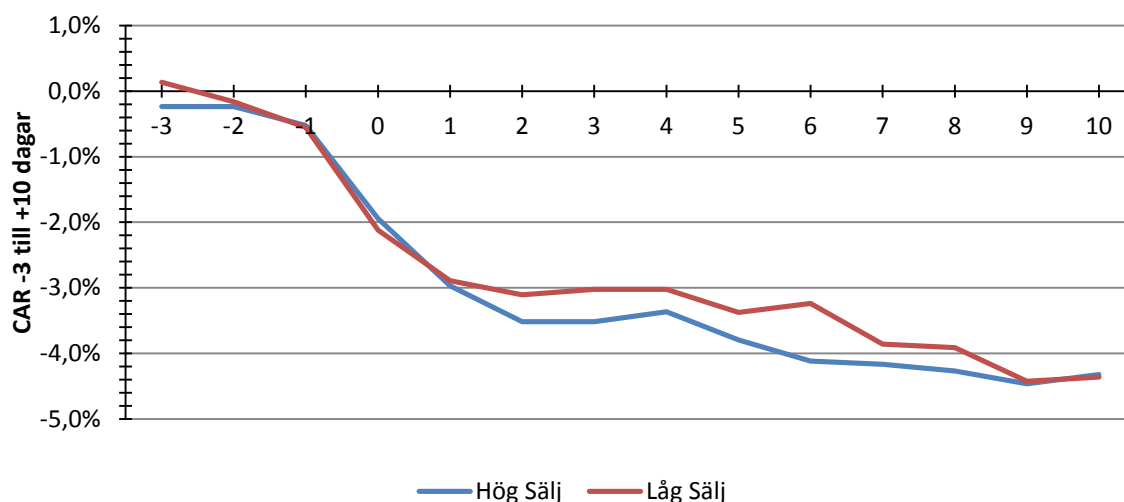


Diagram 5. 2: Säljrekommendationer

Diagrammet ovan visar den kumulativa överavkastningen för säljrekommendationer som föregås av hög respektive låg mediabevakning. Den blåa kurvan visar den kumulativa överavkastningen för de säljrekommendationer som tillhör analysgrupp hög medan den röda kurvan visar den kumulativa överavkastningen som tillhör analysgrupp låg.

Utvecklingen av överavkastningen som följer rekommendationerna inom de båda kategorierna är ganska likformig. Överavkastningen för de båda analysgrupperna börjar minska vid dag -2 och -1 för att sedan se ett större avtagande vid dagen för rekommendationen. Efter dag 0 påbörjas en negativ trend som avtar något under dag 2, 3 och 4 för att sedan fortsätta på en bana neråt igen. Den negativa kumulativa överavkastningen vid rekommendationsdagen uppgår till -1,94 procent för de rekommendationer som tillhör analysgrupp hög medan överavkastningen uppgår till -2,12 procent för de rekommendationer som tillhör analysgrupp låg. De högsta värdena på överavkastningen under tiodagarsperioden uppgår till -4,47 procent för de rekommendationer som föregås av en hög mediabevakning och -4,43 procent för de rekommendationer som föregås av en låg mediabevakning. De största negativa ökningarna av överavkastningen kan för de båda analysgrupperna identifieras vid publikationsdagen och uppgår till -1,42 procent för analysgrupp hög och -1,57 procent för analysgrupp låg.

För att testa nollhypotesen att överavkastningen signifikant kan påvisas under den studerade tidsperioden har t-test, liksom i föregående avsnitt, gjorts på 95-procents signifikansnivå för de båda analysgrupperna. Vidare har även ett two-sample t-test gjorts för att testa om studien kan påvisa någon skillnad mellan de två analysgrupperna.

Tabell 5. 2: t-test för säljrekommendationer

Hög Mediabevakning					Låg Mediabevakning				
Dag	t_{obs}	$t_{0,05,36}$	CAR		Dag	t_{obs}	$t_{0,05,41}$	CAR	
-3	-0,686	2,029	-0,14%		-3	0,328	2,021	0,14%	
-2	-0,506	2,029	0,03%		-2	-0,391	1,997	-0,16%	
-1	-0,877	2,029	0,33%		-1	-1,149	1,997	-0,55%	
0	-2,875	2,029	1,58%	*	0	-3,558	1,997	-2,12%	*
1	-3,846	2,029	1,82%	*	1	-3,960	1,997	-2,89%	*
2	-4,298	2,029	2,14%	*	2	-4,058	1,997	-3,10%	*
3	-4,513	2,029	2,23%	*	3	-3,666	1,997	-3,03%	*
4	-3,771	2,029	2,04%	*	4	-3,108	1,997	-3,02%	*
5	-3,928	2,029	1,82%	*	5	-3,182	1,997	-3,37%	*
6	-4,069	2,029	1,61%	*	6	-2,833	1,997	-3,24%	*
7	-4,492	2,029	1,42%	*	7	-3,205	1,997	-3,86%	*
8	-3,651	2,029	1,32%	*	8	-3,277	1,997	-3,91%	*
9	-3,905	2,029	1,13%	*	9	-3,635	1,997	-4,43%	*
10	-3,836	2,029	1,30%	*	10	-3,517	1,997	-4,36%	*

* = signifikant större än noll på 95% t-test

** = signifikant skillnad mellan H/L på 95% two-sample t-test

De t-test som gjorts visar enligt tabellen ovan att överavkastningen för de båda analysgrupperna går att säkerställa under större delen av perioden. Överavkastningen kan på en 95-procentig signifikansnivå statistiskt bevisas från och med dag 0 till och med dag 10. Detta gäller både för de rekommendationer som föregås av en hög mediabevakning samt de aktierekommendationer som föregås av en låg mediabevakning. Vid de two-sample t-test som genomförts mellan de två analysgrupperna kan det emellertid inte påvisas någon skillnad vilket inte är svårt att förstå då diagrammet visar tydliga likheter.

6. Analys

I följande kapitel sker en analys där studiens resultat knyts samman med den teoretiska referensramen samt de tidigare studier som gjorts på området.

6.1. Analys av Resultat

Syftet med denna undersökning har varit att försöka identifiera eventuella skillnader i marknadens reaktion på nya aktierekommendationer beroende på den historiska mediabevakning som föregår rekommendationerna i fråga. Utifrån denna grundläggande avsikt har studien gjort en empirisk undersökning av den avkastning som föregår och efterföljer en aktierekommendation under olika utgångspunkter för mediabevakning. Resultatet kommer emellertid först att analyseras med hjälp av den teoretiska referensramen samt kopplas till tidigare studier för att sedan gå över mot studiens ändamål.

Vid de studier som tidigare gjorts på aktierekommendationer har en överavkastning ofta kunnat identifieras vid rekommendationsdagen följt av en korrigerande utveckling därefter (Davies & Canes 1978). Denna studie uppnår ett liknande resultat för köprekommendationerna som visar att en överavkastning kan påvisas först under dagen för den publicerade aktierekommendationen samt att överavkastningen ökar mest under denna dag. De största ökningarna av överavkastningen vid publikationsdagen uppgår till 0,63 procent för analysgrupp hög och 1,25 procent för analysgrupp låg medan den kumulativa överavkastningen uppgår till 1,51 respektive 1,58 procent. Dessa resultat liknar Barber och Loefflers (1978) studie som visade en överavkastning på 3,53 procent vid publikationsdagen. En annan intressant observation är att även om överavkastningen inte signifikant kan påvisas under dagarna innan rekommendationens publicering kan man se en stigande effekt strax innan dag 0. Detta skulle kunna tyda på att analytiker, liksom i Sant och Zamans (1996) studie låter sina klienter ta del av en viss rekommendation innan den sedan publiceras för allmänheten.

En ytterligare observation som kan göras ur resultatet är att vi kan se att överavkastningen stiger något under två till tre dagar efter publikationsdagen för att nå sitt högsta värde på 2,23 procent för analysgrupp låg vid dag 3 samt 2,02 procent för analysgrupp hög vid dag 2. Detta kan tyda på två saker: först och främst kan det innebära att den starka och semi-starka Effektiva Marknadshypotesen inte gäller men det tyder även på att ett bestående flockbeteende uppstår. Den svaga formen av den

Effektiva Marknadshypotesen förklarar att priser fullständigt reflekterar historisk information men inte nödvändigtvis aktuell information (Malkiel 2011) och eftersom vi kan se en ökande överavkastning under de efterföljande dagarna kan vi anta att det är denna variant av EMH som är gällande. Om någon av de starkare formerna hade varit gällande skulle priset redan ha justerats efter all den publika informationen vilket betyder att en ökning av överavkastning inte skulle kunna finnas i dagarna efter publikationen. Det bör dock nämnas att den överavkastning som uppstår i de följande dagarna är väldigt marginell då den stiger med 0,54 procent vid dag 1 för köprekommendationerna i analysgrupp hög och 0,32 procent vid dag 2 för analysgrupp låg. Beträffande den kumulativa överavkastningen som följer rekommendationen kan detta tyda på att ett bestående flockbeteende uppstår. Detta betyder alltså att flera marknadsaktörer identifierar samma information och agerar utifrån denna vilket ger upphov till att priset i detta fall stiger (Nofsinger & Sias 1999). Det sista som kan utläsas ur diagrammet är en korrigerande kursutveckling vilket innebär att den kumulativa överavkastningen efter en period börjar minska och röra sig mer mot nollgränsen igen. Utifrån diagrammet når kurvorna aldrig nollpunkten men då vi inte längre kan påvisa någon kumulativ överavkastning efter dag 5 och dag 6 samt att kurvorna rör sig neråt antas det att överavkastningen genomgår en korrigering.

En intressant iakttagelse av resultatet är att säljrekommendationer leder till en något större reaktion än köprekommendationerna. Vid publikationsdagen är minskningen av överavkastningen för säljrekommendationer marginellt större än ökningen för köprekommendationerna. Skillnaden är däremot förändringen över tiden vilket visar att säljrekommendationerna i båda analysgrupperna leder till en neråt sluttande kurva för de 10 dagarna efter publikationen. Detta skulle kunna tyda på att negativ information har en större påverkan på aktiemarknadens aktörer samt att flockbeteende i detta fall är mer vanligt. Anledningen bakom detta kan vara att säljrekommendationer orsakar någon form av rädsla för förlust vilket ger upphov till en större reaktion hos marknadens aktörer. Detta visar sig i att den kumulativa överavkastningen för säljrekommendationerna når ett lägsta värde på -4,47 procent för analysgrupp hög samt -4,43 procent för analysgrupp låg samt att båda dessa värden identifieras vid dag 9.

Beträffande skillnaderna mellan de aktierekommendationer som föregås av en hög mediabevakning samt de som föregås av en låg mediabevakning krävs en djupare

analys som dels kopplas den teoretiska referensramen men även till tidigare stycken i analysen.

Syftet med denna uppsats bygger på en hypotesformulering utifrån de två följande huvudteorierna: den Effektiva Marknadshypotesen som förklarar hur priset som råder på en effektiv kapitalmarknad speglar all den information som finns tillgänglig för marknadens aktörer (Fama 1970) och heuristiken tillgänglighet inom Behavioral Finance som förklarar att marknadens aktörer agerar utifrån den information som är lättast tillgå (Sewell 2007). Om det är så att marknadens aktörer agerar utifrån den information som är mest lättillgängliga följer det alltså i enlighet med en svag eller semi-stark form av EMH att de priser som råder för en aktie med en hög grad av lättillgänglig information är en bättre reflektion av all information än för en aktie med låg grad av lättillgänglig information. Detta borde visa sig i att priset för en aktie med hög mediabevakning med större sannolikhet har ett mer korrekt pris. Fromlet (2001) föreslår att BF och EMH kan användas som komplementär teorier och om detta ovanstående samband stämmer skulle detta kunna vara ett intressant exempel på hur de två teorierna kan användas tillsammans.

Av stycket ovan följer det alltså att om en aktie har en hög mediabevakning, det vill säga en hög grad av lättillgänglig information, har marknaden enligt EMH en bättre insyn i aktiens värde vilket således borde leda till ett mer korrekt pris och följaktligen en mindre prisförändring vid publikationen av en aktierekommendation. Marknaden har helt enkelt mer lättillgänglig information att ställa i relation till aktierekommendationen. Vid undersökningen av denna hypotes har det därför gjorts två tester för köp- och säljrekommendationer som föregåtts av en hög respektive låg mediabevakning. För resultatet av köprekommendationer kunde inga statistiskt signifikanta skillnader påvisas mellan de två analysgrupperna hög och låg däremot kan en del intressanta tendenser identifieras utifrån diagram 5.1. För köprekommendationer som tillhör analysgrupp hög stiger den kumulativa överavkastningen näst intill linjärt ända fram till dag 1 för att sedan påbörja en korrigerande rörelse. Det verkar alltså som att publikationen för rekommendationen som tillhör analysgrupp hög inte har en särskilt stor påverkan på aktiernas priser, vilket skulle kunna tyda på att marknaden utifrån den lättillgängliga informationen har en god förståelse för att aktiens pris är för lågt vilket driver upp priserna redan innan rekommendationsdagen. För de rekommendationer som föregås av en låg mediabevakning ser den kumulativa överavkastningen en låg ökning från dagarna

-3 till -1 följt av en relativt kraftig ökning vid publikationsdagen för rekommendationen. Här verkar det som att rekommendationen möjligtvis kan ha en större påverkan på marknadens aktörer vilket skulle kunna bero på avsaknaden av lättillgänglig information. Detta grundar sig i att avsaknaden av information leder till att marknaden sätter ett mindre korrekt pris vilket leder till att köprekommendationen ger en större förändring vid publikationen av rekommendationen. Även om kurvorna i diagrammen visar en intressant marginell skillnad kan det som tidigare nämnts inte påvisas någon signifikant skillnad vilket innebär att det är svårt att konstatera några skillnader.

För säljrekommendationerna kan inga signifikanta skillnader identifieras mellan de två analysgrupperna och det är även svårt att försöka urskilja några skillnader utifrån diagram 5.2. Anledningen till detta skulle kunna vara att säljrekommendationer, som tidigare nämnts, orsakar någon form av rädsla hos marknadens aktörer vilket i båda fallen leder till en negativ utveckling.

Att följa publicerade aktierekommendationer som någon form av investeringsstrategi skulle kunna tänkas vara en god tanke om en betydelsefull överavkastning kan finnas efter rekommendationens publikation. För köprekommendationer visar denna studie emellertid en väldigt marginell överavkastning där den största ökningen återfinns vid publikationsdagen. Dessutom sker det även en korrigerande rörelse några dagar efter och rekommendationen verkar således inte heller leda till någon avsevärd avkastning under en tiodagarsperiod framöver. För säljrekommendationer är fallet emellertid annorlunda eftersom överavkastningen verkar leda till en negativ trend under de 10 dagar som följer rekommendationen. Om det skulle vara så att en skillnad i mediabevakning visat på mer eller mindre felaktiga priser skulle detta ha kunnat leda till en strategi där en investerare identifierar aktier med låg mediabevakning för att sedan eventuellt uppleva en högre överavkastning vid publicerandet av nya rekommendationer. Eftersom denna studie emellertid inte fann några sådana resultat kan några sådana strategier inte utvecklas.

7. Slutsats

I detta kapitel presenteras den slutsats som kan dras av undersökningens resultat och analys. Vidare presenteras även förslag på framtida forskning.

Syftet med denna studie är att förklara hur den historiska mediabevakningen som föregår publikationen av aktierekommendationer påverkar hela aktiemarknadens aktörer.

Undersökningens resultat antyder att analytikernas aktierekommendationer ger upphov till reaktioner på aktiemarknaden då rekommendationerna ifråga publiceras för allmänheten. Reaktionen visar sig i en överavkastning som uppstår vid dagen för publikationen samt någon dag därefter. Eftersom en överavkastning även kan identifieras dagarna innan publikationen av rekommendationen verkar det som att analytikernas klienter får ta del av informationen strax innan den publiceras. Den överavkastning som följer publikationen av en köprekommendation verkar inte ge upphov till någon bestående trend för köprekommendationer medan en negativ trend kan identifieras över den tiodagarsperiod som efterföljer en säljrekommendation. Detta tyder på att säljrekommendationer möjligtvis ger upphov till ett bestående flockbeteende som kan grunda sig i rädsla.

Vid studiens försök att identifiera några skillnader mellan aktierekommendationer som föregås av en hög respektive låg mediabevakning kunde inga större skillnader observeras. För köprekommendationer kunde en väldigt liten skillnad antydans i utvecklingen för överavkastning men eftersom det inte gick att påvisa denna skillnad utifrån de statistiska tester som genomfördes är det svårt att dra några slutsatser. Om det hade varit så att studien identifierat några skillnader i resultatet mellan analysgrupperna hög och låg skulle det möjligtvis kunna leda till en slutsats kring medias förmåga att hålla aktiemarknaden informerad. Eftersom den marginella skillnaden emellertid inte kunde påvisas innebär detta att studien inte heller kan konstatera att en högre grad av mediabevakning, det vill säga mer lättillgänglig information, leder till mer informerade marknadsaktörer.

7.1 Förslag till vidare studier

Författarna anser att det skulle vara intressant att genomföra en liknande studie med mer data över en längre period. Om man möjligen hade utökat perioden till tio istället för två år hade man kunnat införskaffa mer data att jobba med för att möjligtvis nå mer intressanta resultat. På grund av tidsbrist fick denna studie emellertid baseras på två år.

Något som även skulle kunna vara intressant att studera är hur marknaden reagerar på aktierekommendationer under dagen för publikationen. Man skulle med andra ord kunna studera prisförändringen mellan kortare tidpunkter, som exempelvis minuter eller timmar, för att identifiera hur snabbt marknaden egentligen reagerar på aktierekommendationerna. Ett annat förslag på vidare studier är att titta på aktier som överhuvudtaget inte har någon mediabevakning samt ställa dessa i relation till företag som har hög mediabevakning.

Källförteckning

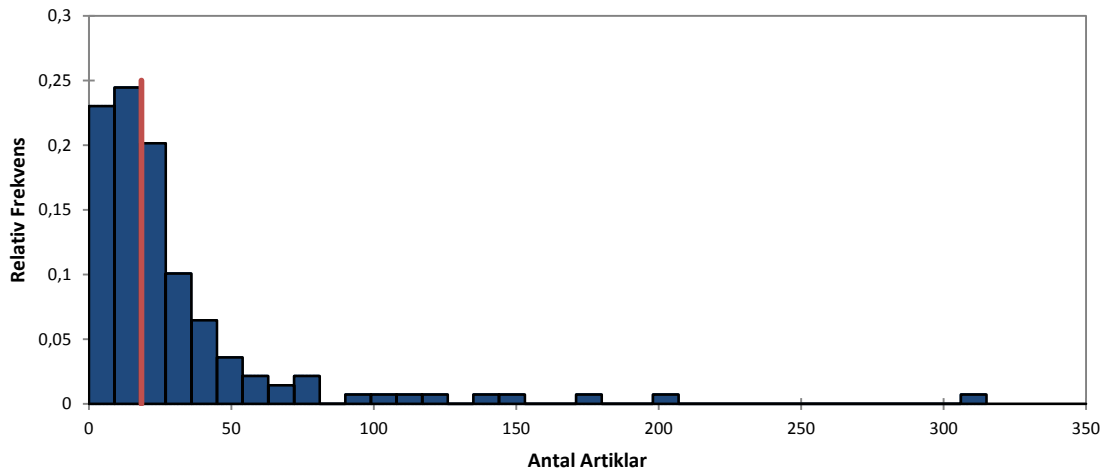
- Affärsvärlden.se (2012). *Om AFGX*. [Online] Tillgänglig på: <<http://bors.affarsvarlden.se/>> (Cited 15 Maj 2012).
- Aharony J & Swary. (1980). Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, Mar, 35 (01), p. 1-12.
- Aman H. (2010). *Firm-Specific volatility of Stock returns, the credibility of management forecast, and media coverage: Evidence from Japanese firms*. Konan University [Online] Tillgänglig på: <<http://www.sciencedirect.com>> (Cited 15 April 2012).
- Andreassen P. (1990). Judgmental Extrapolation and Market Overreaction. *Journal of Behavioral Decision Making*, Jul/Sept, 3 (3), p. 153-174.
- Barber B & Loeffler D. (1993). The Dartboard Column. Second-Hand Information and Price Pressure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Jun, 28 (2), p. 273-284.
- Barberis N & Thaler R. (2002). *A Survey of Behavioral Finance*. University of Chicago [Online] Tillgänglig på: <<http://papers.ssrn.com>> (Cited 15 April 2012).
- Busse J & Green C. (2002). Market Efficiency in Real-Time. *Journal of Financial Economics*. May, 65, p. 415-437.
- Chen C & Dhakal D. (2008). *The Influence of Rumors on Price Changes and Trading Activity in Taiwan's Stock Market*. Tennessee State University [Online] Tillgänglig på: <<http://fma2.org/>>
- Cutler D, Poterba J & Summers H. (1989). What Moves Stock Prices? *Journal of Portfolio Management*, 15 (3), p. 4-12.
- Dagens Industri (2012). *Stockwatch*. Dagens Industri [Online] Tillgänglig på: <<http://www.di.se/>> (Cited 5 Maj 2012).
- Davies L & Canes M. (1978). Stock Prices and the Publication of Second-Hand Information. *Journal of Business*, Jan, 51 (1), p. 43-57.
- De Bondt W & Thaler R. (1995). Financial decision-making in markets and firms: a behavioural perspective. R. Jarrow *et al.*, Eds, *Handbooks in OR & MS*. 9, p. 385-410.
- Fama E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*. May, 25 (2), p. 383-417.
- Fama E. (1991). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*. Dec. 46 (5), p. 1575-1617.
- Fang L & Peress J. (2009). Media Coverage and the Cross-Section of Stock Returns. *The Journal of Finance*. 64 (5), p. 2023-2052.
- Fromlet H. (2001). Behavioral Finance – Theory and Practical Application. *The National Association for Business Economics*. Jul, 36 (3), p. 63-69.
- Fuller R. (1998). Behavioral Finance and the Sources of Alpha. *Journal of Pension Plan Investing*, Feb, 2 (3), p. 1-21

- Goldberg J & von Nitzsch R. (2001). *Behavioral Finance*. New York: John Wiley & Sons.
- Gupta R, Basu P. (2007). Weak Form Efficiency in Indian Stock Markets. *International Business & Economics Research Journal*. Mar. 6 (3), p. 57-64.
- Lo A. (2005). Reconciling Efficient Markets With Behavioral Finance. *Journal of Investment Consulting*. 7 (2), p. 21-44.
- Malkiel B. (1999). *A Random Walk Down Wall Street*. New York: W.W. Norton & Company.
- Malkiel B. (2011). *The Efficient-Market and the Financial Crisis*. Princeton University [Online] Tillgänglig på: <<http://campus.unibo.it/>> (cited 23 April 2012).
- MacKinlay C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*. Mar. 35 (1), p. 13-39.
- Nofsinger J & Sias R. (1999). Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors. *The Journal of Finance*. Dec. 54 (6), p. 2263-2295.
- Pesaran H. (2010). *Predictability of Asset Returns and the Efficient Market Hypothesis*. Cambridge University. [Online] Tillgänglig på: <<http://www.papers.ssrn.>> (Cited 4 April 2012).
- Ritter J. (2003). Behavioral Finance. *Pacific-Basin Finance Journal*. Sep, 11 (4), p. 429-437.
- Röder, K. (2000). Die Informationswirkung von Ad hoc-Meldungen. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 70, p. 567-593
- Samuelson P. (1965). Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly. *Industrial Management Review*. 6 (2), p. 41-49.
- Sant R & Zaman M. (1996). Market Reaction to Business Week 'Inside Wall Street' Column. A Self-Fulfilling Prophecy. *Journal of Banking and Finance*, Feb, 20 (4), p. 617-643.
- Saunders M, Lewis P & Thornhill A. (2007) *Research Methods for Business Students*. Fourth ed. Harlow: Pearson Education Limited.
- Schuster T. (2006). *The Market and the Media*. Oxford: Lexington Books.
- Sewell M. (2007). *Behavioral Finance*. University College London [Online] Tillgänglig på: <<http://molaah.com/>> (cited 14 April 2012)
- Shiller R. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton: Princeton University Press.
- Stice E. (1991). The Market Reaction to 10-K and 10-Q Filings and to be Subsequent. *The Accounting Review*, Jan, 66 (1), p. 42-55.
- Thaler R. (1999). The End of Behavioral Finance. *Financial Analyst Journal*, Nov/Dec. 55 (6), p. 12-17.
- Womack K. (1996). Do Broker Analyst's' Recommendations Have Investment Value?. *The Journal of Finance*. Mar. 51 (1), p. 137-167.

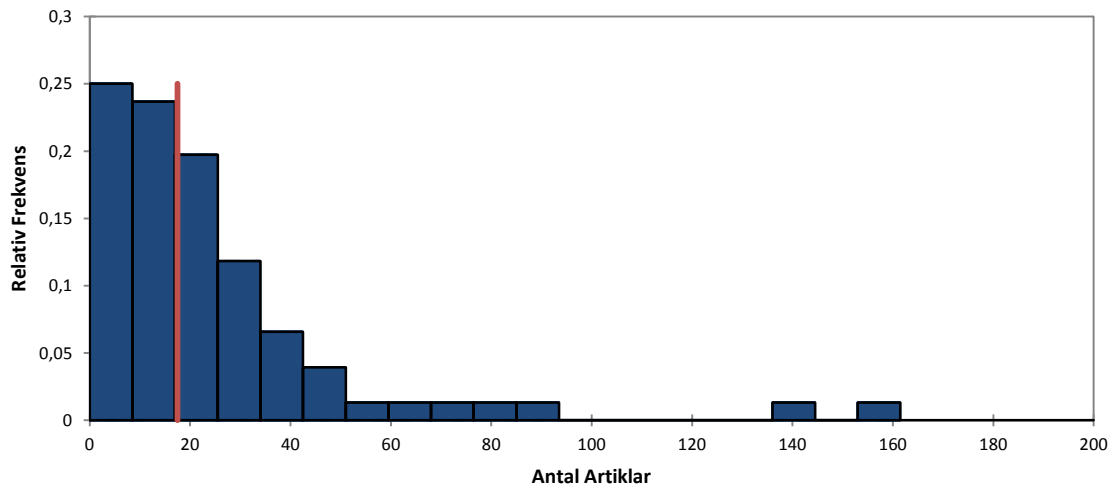
Bilagor

Bilaga 1: Fördelning av Hög respektive Låg Mediabevakning

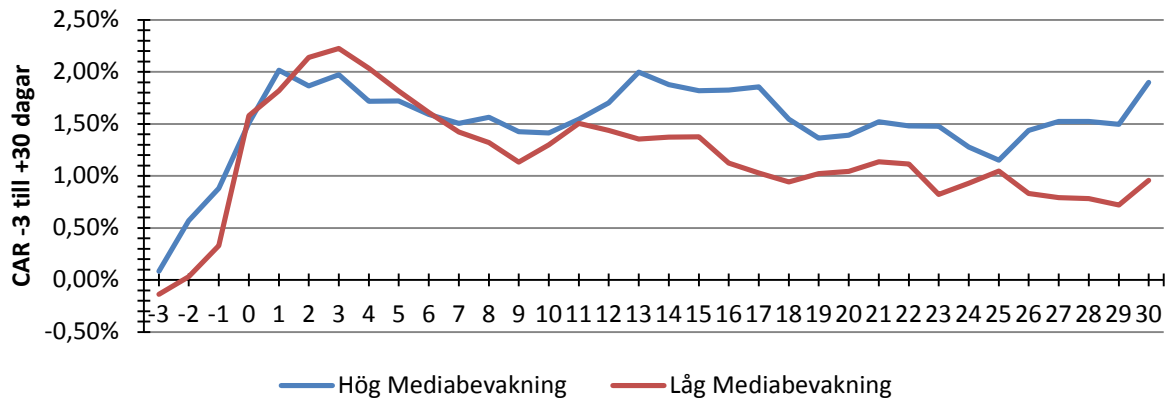
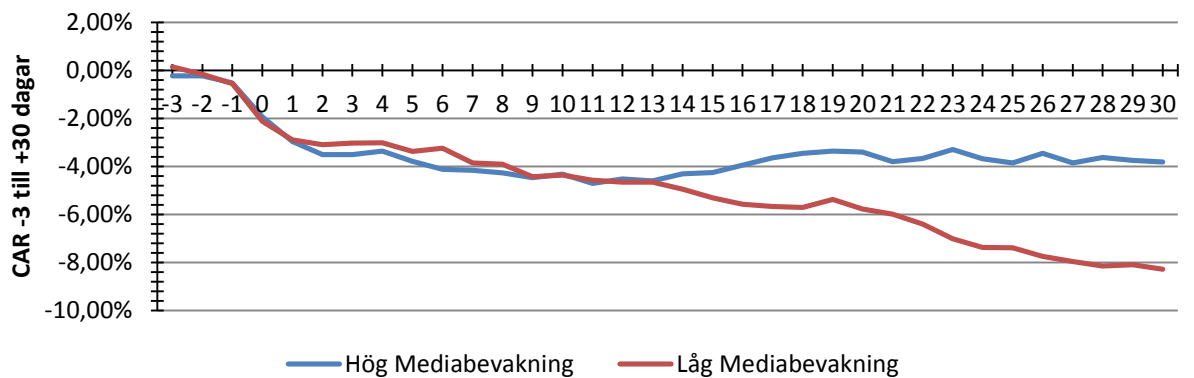
Fördelning av Hög/Låg Mediabevakning för Köprekommendationer

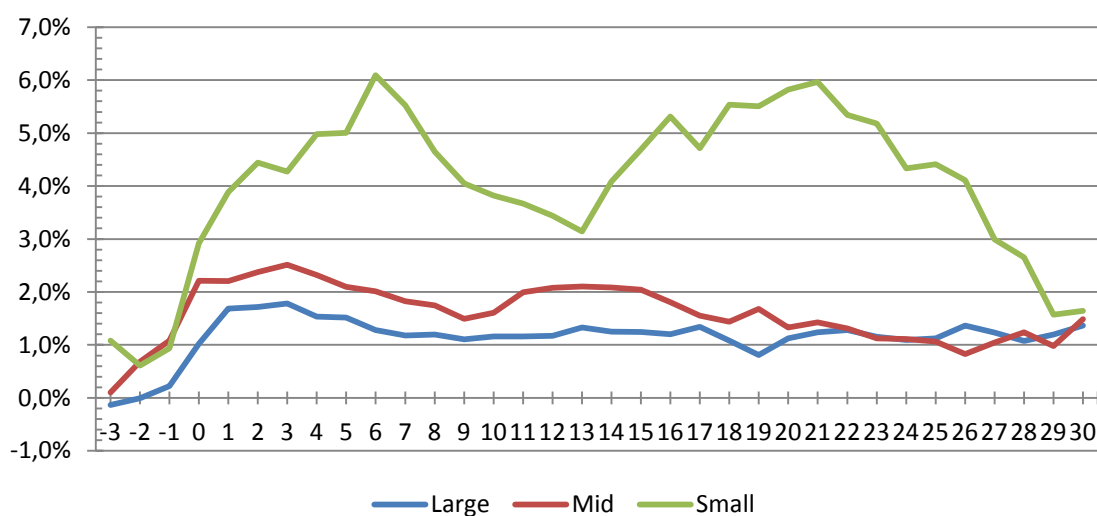
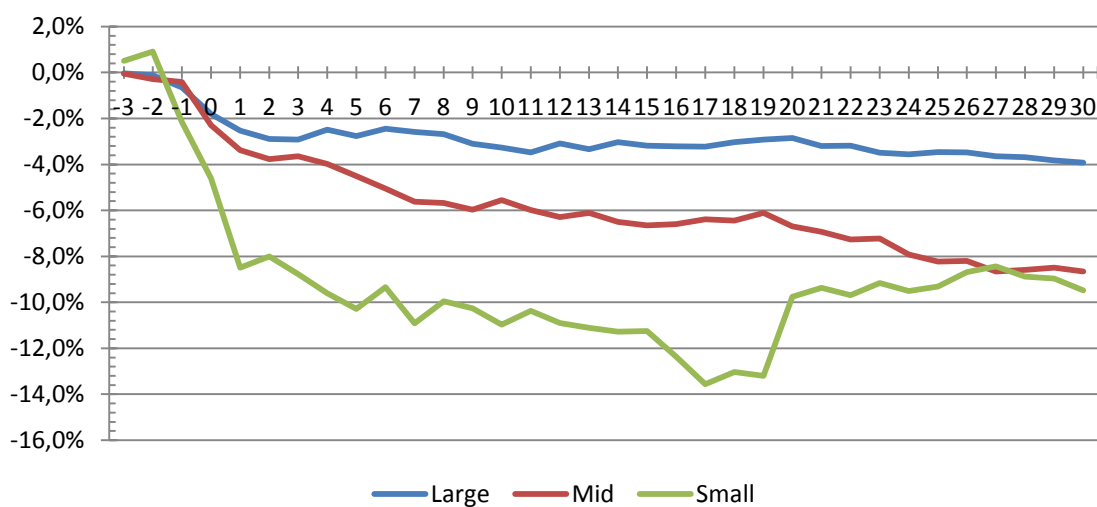


Fördelning av Hög/Låg Mediabevakning för Säljrekommendationer



Histogrammen ovan visar det antal observationer som gjorts för aktierekommendationer som föregås av ett visst antal artiklar där x-axeln visar antalet artiklar som föregår rekommendationen i fråga och y-axeln visar den relativa frekvensen för antalet observationer som gjorts för denna typ av rekommendation. Den röda linjen visar var gränsen går för vad som anses vara hög respektive låg mediabevakning där allt till höger om linjen anses vara hög mediabevakning medan allt till vänster anses vara låg mediabevakning.

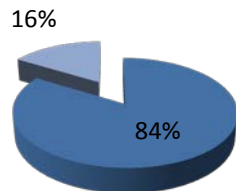
Bilaga 2: Kumulativ överavkastning för -3 till +30 dagar**Köp rekommendation****Säljrekommendation**

Bilaga 3: Kumulativ överavkastning för Large-, Mid- och Small-Cap aktier**Köprekommendationer****Säljrekommendationer**

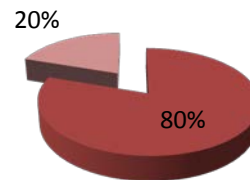
Diagrammet visar den överavkastning som följer köp- respektive säljaktierekommendationer för aktier på Nasdaq OMXS Large-, Mid- samt Small-Cap.

Bilaga 4: Utdrag ur Nasdaq OMXS Small-CAP

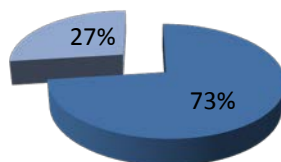
Name	AFGX	A-COM	ACAP INVEST 'A'	ACAP INVEST	ARTIMPLANT	BTS GROUP	BONG	BOULE DIAGNOSTICS
2011-09-29	279,79	0,88	41,5	21	0,11	48,5	23,5	32,3
2011-09-30	274,02	0,94	41,5	21,4	0,11	47,5	23,2	32,7
2011-10-03	271,61	0,94	41,5	21	0,11	47,5	23,2	32,7
2011-10-04	261,16	0,94	41,5	20,4	0,11	45	22	34,1
2011-10-05	270,21	0,94	41,5	19,8	0,11	45	21,2	34
2011-10-06	276,46	0,92	41,5	19,8	0,11	45	21	34,5
2011-10-07	276,12	0,93	41,5	19,5	0,11	47,5	20,8	34,5
2011-10-10	284,1	0,93	41,5	19,5	0,12	47,5	20,7	32,8
2011-10-11	283,79	0,88	41,5	19,5	0,12	47,5	20,8	32,7
2011-10-12	287,6	0,88	41,5	19,5	0,11	47,5	20,8	32,7
2011-10-13	281,64	0,87	41,5	19,5	0,12	47,5	20,8	32,7
2011-10-14	287,65	0,94	41,5	19,9	0,12	47,5	20,5	32,7
2011-10-17	283,4	0,94	41,5	19,3	0,11	47,5	22	32,7
2011-10-18	285,19	0,93	41,5	19,3	0,11	47,5	22	32,7
2011-10-19	283,72	0,88	41,5	19,8	0,12	47,5	22,8	32,7
2011-10-20	281,83	0,88	41,5	19,6	0,12	47,5	22	33,9
2011-10-21	289,99	0,88	41,5	20,6	0,12	47,9	22,8	33,7
2011-10-24	294,45	0,93	41,5	20	0,12	47,9	22,5	34,1
2011-10-25	293,28	0,93	41,5	22,5	0,11	47,9	22,5	33,7
2011-10-26	295,5	0,93	41,5	21,3	0,12	47,9	22,5	33,7
2011-10-27	308,42	0,93	41,5	21,4	0,12	48	23,3	35,9
2011-10-28	307,8	0,93	41,5	21	0,12	48,5	24,3	35
2011-10-31	298,22	0,93	41,5	21,5	0,11	48,5	24,7	34,4
2011-11-01	284,84	0,91	41,5	20,5	0,1	48,5	24	34,9

Bilaga 5: Rekommendationsfördelning inom de studerade analysgrupperna**Hög Mediabevakning
Köprekommendationer**

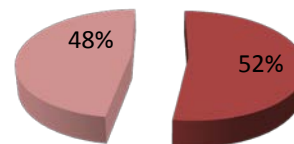
■ Köp från Neutral ■ Köp från Sälj

**Låg Mediabevakning
Köprekommendationer**

■ Köp från Neutral ■ Köp från Sälj

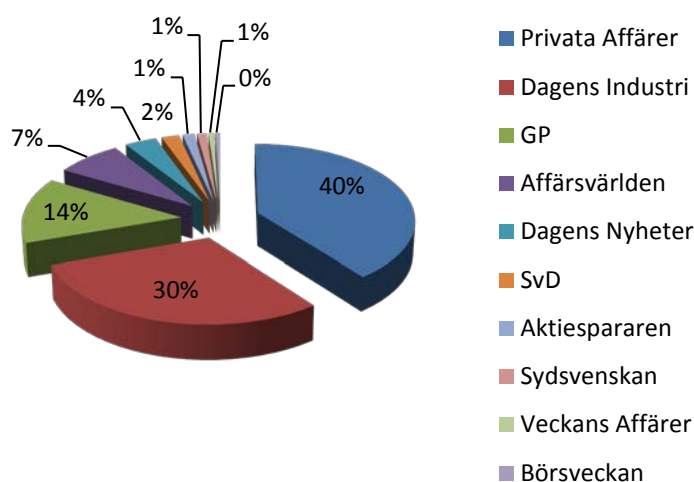
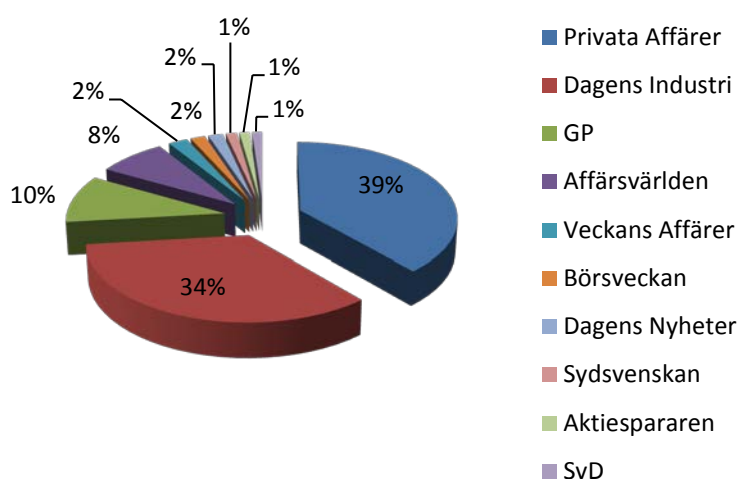
**Hög Mediabevakning
Säljrekommendationer**

■ Sälj från Neutral ■ Sälj från Köp

**Låg Mediabevakning
Säljrekommendationer**

■ Sälj från Neutral ■ Sälj från Köp

Diagrammen ovan visar fördelningen av rekommendationer inom de olika analysgrupperna. För köprekommendationer syns en ganska likvärd fördelning av rekommendationstyperna då det bara skiljer fyra procentenheter. För säljrekommendationer är skillnaden däremot större på 21 procentenheter.

Bilaga 6: Artiklar per tidsskrift**Hög Mediabevakning****Låg Mediabevakning**

Cirkeldiagrammen ovan visar fördelningen av artiklar per tidsskrift. Av diagrammet framgår det att Privata Affärer följt av Dagens Industri, Göteborgsposten och Affärsvärlden är de tidningar som publicerar högst antal artiklar angående de studerade aktierna. Detta gäller både för de aktier som har en hög mediabevakning liksom de som har en låg mediabevakning och det är således svårt att identifiera att någon tidning skulle vara bättre på att belysa företag som generellt sett får mindre uppmärksamhet i media. En viss skillnad kan ses för de tidningar som publicerat ett lågt antal artiklar men då skillnaden är så pass liten är det svårt dra några slutsatser utifrån den.

Bilaga 7: Använda Företag – Köprekommendationer

Kategori	Börslista	Företag	Rekommendation	Analytikerhus	Datum	Publikationer	β	α
Hög mediabevakning	Large CAP	ABB (OME)	Köp från Neutral	ABG Sundal Collier	2011-10-05	91	0,81	0,0001
		ABB (OME)	Köp från Neutral	Natixis Securities	2011-02-17	68	0,73	-0,0002
		ABB (OME)	Köp från Neutral	JP Morgan	2010-01-07	50	0,87	-0,0005
		ALFA LA VAL	Köp från Neutral	Nordea	2011-06-30	25	1,27	0,0004
		ALFA LA VAL	Köp från Neutral	Morgan Stanley	2011-01-11	61	1,11	0,0006
		ALFA LA VAL	Köp från Sälj	JP Morgan	2009-10-26	23	1,34	0,0004
		ASSA ABLOY 'B'	Köp från Sälj	Barclays Capital	2011-06-07	25	1,13	-0,0004
		ASSA ABLOY 'B'	Köp från Sälj	Handelsbanken Capital Markets	2010-11-15	25	1,03	0,0006
		ATLAS COPCO 'A'	Köp från Neutral	HSBC	2011-06-10	40	1,41	0,0006
		ATLAS COPCO 'A'	Köp från Neutral	Exane BNP Paribas	2010-10-11	26	1,30	0,0003
		AUTOLIV SDB	Köp från Neutral	SEB Enskilda	2011-04-14	35	1,00	0,0003
		AUTOLIV SDB	Köp från Neutral	Deutsche Bank	2010-02-01	115	0,91	0,0015
		AUTOLIV SDB	Köp från Neutral	SEB Enskilda	2010-07-26	56	0,94	0,0011
		BOLIDEN	Köp från Neutral	Pareto Öhman	2010-01-18	102	1,59	0,0046
		CASTELLUM	Köp från Neutral	Royal Bank of Scotland	2010-05-11	20	0,84	-0,0002
		ELECTROLUX 'B'	Köp från Neutral	Deutsche Bank	2011-09-22	80	1,00	-0,0011
		ELECTROLUX 'B'	Köp från Neutral	Carnegie	2011-05-31	43	1,15	-0,0012
		ELECTROLUX 'B'	Köp från Neutral	SEB Enskilda	2010-02-04	149	1,40	0,0020
		ELEKTA 'B'	Köp från Neutral	Carnegie	2011-01-12	28	0,73	0,0011
		ERICSSON 'B'	Köp från Sälj	Nordea	2010-10-25	140	0,90	-0,0005
		GETINGE	Köp från Neutral	Deutsche Bank	2010-01-15	78	0,67	0,0005
		HENNES & MAURITZ 'B'	Köp från Neutral	SG Equity Research	2011-09-07	58	0,77	-0,0004
		HENNES & MAURITZ 'B'	Köp från Neutral	Swedbank	2010-08-17	32	0,81	-0,0001
		HOLMEN 'A'	Köp från Neutral	Nordea	2011-04-07	33	0,70	0,0004
		HUSQVARNA 'B'	Köp från Neutral	Nordea	2011-07-20	33	1,01	-0,0011
		INVESTOR 'B'	Köp från Neutral	Nordea	2010-11-10	41	0,94	-0,0003
		INVESTOR 'B'	Köp från Neutral	Nordea	2010-10-04	23	0,96	-0,0005
		KINNEVIK 'B'	Köp från Neutral	Nordea	2011-08-31	22	0,98	0,0000
		LUNDIN PETROLEUM	Köp från Neutral	Bank Of America	2011-03-08	27	1,32	0,0016
		MEDA 'A'	Köp från Neutral	Pareto Öhman	2010-11-11	25	0,88	-0,0010
		MODERN TIMES GP.MTG 'B'	Köp från Neutral	Danske Markets Equities	2011-05-30	48	1,06	-0,0002

Kategori	Börslista	Företag	Rekommendation	Analytikerhus	Datum	Publikationer	β	α
Hög mediabevakning	Large CAP	MODERN TIMES GP.MTG 'B'	Köp från Neutral	SEB Ens kilda	2010-02-12	25	1,28	0,0019
		NCC 'B'	Köp från Sälj	Pareto Öhman	2011-06-09	52	1,13	0,0003
		NCC 'B'	Köp från Sälj	Handelsbanken Capital Markets	2010-02-04	24	1,29	0,0015
		ORIFLAME COSMETICS SDR	Köp från Neutral	Deutsche Bank	2011-01-04	19	0,95	-0,0015
		PEAB 'B'	Köp från Neutral	SEB Ens kilda	2010-02-18	35	1,04	0,0007
		PEAB 'B'	Köp från Neutral	Carnegie	2010-08-25	30	0,99	-0,0004
		SCA 'B'	Köp från Neutral	DNB Markets	2011-01-31	23	0,85	-0,0002
		SCA 'B'	Köp från Neutral	SEB Ens kilda	2010-01-29	25	0,83	0,0003
		SCANIA 'B'	Köp från Neutral	Swedbank	2010-11-25	50	1,27	0,0009
		SCANIA 'B'	Köp från Neutral	Danske Markets Equities	2010-02-04	43	1,30	-0,0007
		SECURITAS 'B'	Köp från Neutral	SEB Ens kilda	2011-05-05	43	0,79	-0,0003
		SKANSKA 'B'	Köp från Neutral	Nordea	2010-10-15	37	1,07	-0,0001
		SKANSKA 'B'	Köp från Neutral	DNB Markets	2010-02-08	76	1,04	0,0002
		SKANSKA 'B'	Köp från Neutral	Carnegie	2010-10-07	36	1,06	-0,0002
		SSAB 'B'	Köp från Sälj	Credit Suisse	2010-08-04	22	1,27	-0,0004
		STORA ENSO 'R'	Köp från Neutral	Credit Suisse	2011-04-26	35	1,13	0,0007
		STORA ENSO 'R'	Köp från Neutral	Carnegie	2010-12-22	33	1,10	0,0003
		TELIASONERA	Köp från Neutral	Carnegie	2011-02-04	46	0,70	-0,0004
		TELIASONERA	Köp från Neutral	UBS	2009-10-23	68	0,72	0,0001
		TIETO CORPORATION (OME)	Köp från Neutral	Carnegie	2011-07-25	32	0,62	-0,0008
VOLVO 'B'	Köp från Neutral	UBS	2010-12-01	206	1,29	0,0008		
VOLVO 'B'	Köp från Neutral	Nomura Equitie Research	2010-02-04	308	1,72	-0,0001		
VOLVO 'B'	Köp från Neutral	Pareto Öhman	2010-10-04	173	1,31	0,0008		
AXIS	Köp från Neutral	Swedbank	2011-04-15	20	0,89	0,0003		
BETSSON 'B'	Köp från Neutral	SEB Ens kilda	2011-05-06	33	0,70	0,0012		
CLAS OHLSON 'B'	Köp från Sälj	Swedbank	2010-01-18	20	0,46	0,0025		
GUNNEBO	Köp från Neutral	SEB Ens kilda	2011-02-10	23	0,69	0,0019		
HALDEX	Köp från Neutral	Carnegie	2011-11-09	21	1,15	0,0006		
KUNGSLEDEN	Köp från Neutral	Swedbank	2010-12-21	27	0,87	0,0002		
NOBIA	Köp från Neutral	Nordea	2011-06-30	20	1,15	0,0000		
ORESUND INVESTMENT	Köp från Neutral	Swedbank	2010-10-15	41	0,82	-0,0008		
SAS	Köp från Neutral	Citi Investment Research	2011-01-06	123	1,07	-0,0038		
Mid CAP								

Kategori	Börslista	Företag	Rekommendation	Analytikerhus	Datum	Publikationer	β	α
Hög mediabevakning	Mid CAP	SKISTAR 'B'	Köp från Sälj	Swedbank	2011-05-13	23	0,48	-0,0011
		SWECO 'B'	Köp från Sälj	Handelsbanken Capital Markets	2011-11-29	43	0,43	0,0002
		UNIBET GROUP SDB	Köp från Sälj	Handelsbanken Capital Markets	2011-10-03	21	0,80	0,0003
Låg mediabevakning	Large CAP	ÅF 'B'	Köp från Neutral	Nordea	2010-10-22	21	0,75	0,0011
		ÅF 'B'	Köp från Neutral	Carnegie	2011-05-31	19	0,68	0,0001
		ASSA ABLOY 'B'	Köp från Neutral	Nordea	2010-01-12	12	1,09	0,0003
		ATLAS COPCO 'A'	Köp från Neutral	JP Morgan	2010-01-11	14	1,54	0,0001
		ELEKTA 'B'	Köp från Neutral	Nordea	2011-01-12	16	0,88	0,0011
		ELEKTA 'B'	Köp från Sälj	Handelsbanken Capital Markets	2010-02-09	10	0,70	0,0016
		FABEGE	Köp från Neutral	UBS	2011-10-13	6	1,02	-0,0004
		FABEGE	Köp från Neutral	Royal Bank of Scotland	2010-07-09	14	1,04	0,0011
		HEXAGON 'B'	Köp från Neutral	Nordea	2010-01-26	6	1,61	0,0031
		HUFVUDSTADEN 'A'	Köp från Neutral	Royal Bank of Scotland	2011-06-01	5	0,67	0,0008
		HUFVUDSTADEN 'A'	Köp från Sälj	Handelsbanken Capital Markets	2010-02-17	2	0,68	-0,0006
		INDUSTRIVARDEN 'C'	Köp från Neutral	Goldman, Sachs & Co	2011-09-22	17	1,16	0,0001
		INDUSTRIVARDEN 'C'	Köp från Neutral	Swedbank	2010-07-02	18	1,24	0,0000
		KINNEVIK 'B'	Köp från Neutral	Swedbank	2011-01-19	9	1,05	0,0000
		KINNEVIK 'B'	Köp från Neutral	UBS	2010-01-22	14	1,03	0,0007
		LUNDBERGFÖRETAGEN 'B'	Köp från Sälj	Handelsbanken Capital Markets	2011-04-28	2	0,68	0,0010
		LUNDBERGFÖRETAGEN 'B'	Köp från Neutral	Handelsbanken Capital Markets	2011-04-20	3	0,73	0,0010
LUNDBERGFÖRETAGEN 'B'	Köp från Neutral	Swedbank	2010-02-22	4	0,61	-0,0002		
MILJICOM INTL.CELU.SDR	Köp från Neutral	Goldman, Sachs & Co	2011-07-08	18	0,68	0,0001		
MILJICOM INTL.CELU.SDR	Köp från Sälj	CA Cheuvreux	2010-02-08	1	0,86	0,0012		
MODERN TIMES GP.MTG 'B'	Köp från Neutral	Pareto Öhman	2010-09-08	16	1,30	0,0008		
ORIFLAME COSMETICS SDR	Köp från Neutral	Morgan Stanley	2010-07-27	2	0,81	0,0002		
R.A.TOS 'B'	Köp från Neutral	Pareto Öhman	2010-09-29	18	1,05	0,0007		
SKF 'B'	Köp från Neutral	UBS	2010-01-29	18	1,39	-0,0002		
TELE2 'B'	Köp från Neutral	Credit Suisse	2010-10-19	10	0,93	0,0011		
TELE2 'B'	Köp från Neutral	Swedbank	2010-06-03	10	0,89	0,0010		
A.ARHUSKARLSHAMN	Köp från Neutral	SEB Ensilda	2010-11-17	10	0,74	-0,0001		
ACTIVE BIOTECH	Köp från Neutral	Nordea	2011-02-21	17	0,69	0,0015		
ADDTTECH 'B'	Köp från Neutral	Carnegie	2011-01-28	6	0,43	0,0020		

Kategori	Börslista	Företag	Rekommendation	Analytikerhus	Datum	Publikationer	β	α
Låg mediabevakning	Mid CAP	ADDETECH 'B'	Köp från Sälj	Handelsbanken Capital Markets	2010-02-05	2	0,37	0,0013
		AXIS	Köp från Neutral	Swedbank	2010-01-21	9	0,72	0,0015
		BE GROUP	Köp från Neutral	SEB Enskilda	2010-10-25	6	1,24	-0,0005
		BILLA 'A'	Köp från Neutral	SEB Enskilda	2010-07-29	12	0,87	0,0023
		BILLERUD	Köp från Sälj	CA Cheuvreux	2010-03-29	9	0,75	0,0052
		BJORN BORG	Köp från Neutral	SEB Enskilda	2011-09-07	8	0,92	-0,0010
		BJORN BORG	Köp från Neutral	SEB Enskilda	2010-02-27	5	0,40	0,0018
		BLACK EARTH FARMING SDB	Köp från Neutral	Pareto Öhman	2011-08-26	2	0,94	0,0006
		BLACK EARTH FARMING SDB	Köp från Neutral	Swedbank	2010-06-02	4	0,93	-0,0012
		DIOS FASTIGHETER	Köp från Neutral	Swedbank	2010-09-06	1	0,27	-0,0002
		G & L BEJER	Köp från Sälj	Handelsbanken Capital Markets	2011-02-14	1	0,33	0,0017
		HIQ INTERNATIONAL	Köp från Neutral	SEB Enskilda	2011-02-01	16	0,77	0,0000
		HIQ INTERNATIONAL	Köp från Sälj	Carnegie	2010-01-29	4	0,45	0,0010
		HIQ INTERNATIONAL	Köp från Sälj	Handelsbanken Capital Markets	2010-08-19	5	0,83	0,0004
		INTRUM JUSTITIA	Köp från Neutral	SEB Enskilda	2011-05-04	17	0,75	0,0001
		INTRUM JUSTITIA	Köp från Neutral	Carnegie	2010-01-28	2	0,67	0,0001
		JM	Köp från Neutral	Swedbank	2011-08-17	10	1,29	0,0000
		JM	Köp från Sälj	Swedbank	2010-08-24	9	1,32	0,0011
		KAPPAHL	Köp från Neutral	Goldman, Sachs & Co	2010-09-07	14	0,86	0,0008
		KLOVERN	Köp från Neutral	SEB Enskilda	2011-06-28	8	0,74	0,0007
		KLOVERN	Köp från Neutral	ABG Sundal Collier	2010-01-12	1	0,67	-0,0001
		KLOVERN	Köp från Neutral	Nordea	2010-06-17	0	0,75	0,0008
		KUNGSLEDEN	Köp från Sälj	Handelsbanken Capital Markets	2011-08-19	13	0,84	0,0008
		KUNGSLEDEN	Köp från Neutral	SEB Enskilda	2011-08-19	14	0,83	0,0007
		KUNGSLEDEN	Köp från Sälj	CA Cheuvreux	2010-05-20	5	0,87	-0,0006
		LINDAB INTERNATIONAL	Köp från Neutral	Nordea	2011-06-23	15	0,97	-0,0009
		MEKONOMEN	Köp från Neutral	SEB Enskilda	2011-08-25	14	0,74	0,0004
		MEKONOMEN	Köp från Neutral	SEB Enskilda	2010-08-25	16	0,79	0,0011
		NET INSIGHT 'B'	Köp från Neutral	Nordea	2010-10-28	4	0,48	-0,0011
		NEW WAVE GROUP 'B'	Köp från Neutral	SEB Enskilda	2010-09-13	10	1,31	0,0007
		NIBE INDUSTRIER 'B'	Köp från Neutral	SEB Enskilda	2010-11-05	9	0,73	-0,0003
		NIBE INDUSTRIER 'B'	Köp från Sälj	Danske Markets Equities	2010-08-19	8	0,73	-0,0002

Kategori	Börslista	Företag	Rekommendation	Analytikerhus	Datum	Publikationer β	α	
Låg mediabevakning	Mid CAP	NOBIA	Köp från Neutral	ABG Sundal Collier	2010-02-09	1	1,23	0,0018
		PA RESOURCES 'B'	Köp från Neutral	Pareto Öhman	2011-08-15	14	1,23	-0,0016
		PA RESOURCES 'B'	Köp från Neutral	Nordea	2010-02-18	4	1,11	0,0015
		PROFFICE 'B'	Köp från Neutral	SEB Enskilda	2010-05-07	9	0,35	0,0024
		REZIDOR HOTEL GROUP	Köp från Neutral	SEB Enskilda	2011-02-23	6	1,01	0,0009
		REZIDOR HOTEL GROUP	Köp från Neutral	Credit Suisse	2010-05-04	4	0,77	0,0025
		SAGAX	Köp från Neutral	SEB Enskilda	2011-08-29	9	0,31	0,0008
		SWEDISH ORPHAN BIVITRUM	Köp från Neutral	Pareto Öhman	2010-09-27	4	0,68	0,0009
		SYSTEMAIR	Köp från Neutral	Nordea	2011-06-10	9	0,39	0,0014
		TRADEDOUBLER	Köp från Neutral	SEB Enskilda	2010-11-05	13	0,66	-0,0017
		UNIBET GROUP SDB	Köp från Sälj	Handelsbanken Capital Markets	2010-10-15	14	0,54	-0,0020
		WHLBORGS FASTIGHETER	Köp från Neutral	Carnegie	2010-12-13	12	0,79	0,0008

Bilaga 8: Alla Företag – Säljrekommendationer

Kategori	Börslista	Företag	Rekommendation	Analytikerhus	Datum	Publikationer	β	α
Hög mediabevakning	Large CAP	ABB (OME)	Sälj från Neutral	SG Equity Research	2010-09-13	39	0,75	-0,0003
		ASSA ABLOY 'B'	Sälj från Neutral	Bank Of America	2011-01-13	46	1,02	0,0007
		ASTRAZENECA (OME)	Sälj från Neutral	Credit Suisse	2010-12-07	37	0,23	0,0000
		ATLAS COPCO 'A'	Sälj från Neutral	Nomura Equite Research	2010-12-17	37	1,28	0,0010
		AUTOLIV SDB	Sälj från Köp	Morgan Stanley	2010-11-24	23	0,95	0,0020
		AUTOLIV SDB	Sälj från Neutral	Goldman, Sachs & Co	2011-08-19	27	0,95	0,0000
		AXFOOD	Sälj från Neutral	SEB Enskilda	2011-01-21	27	0,35	0,0004
		BOLIDEN	Sälj från Neutral	Exane BNP Paribas	2011-01-05	30	1,54	0,0002
		BOLIDEN	Sälj från Neutral	SEB Enskilda	2011-05-04	38	1,36	0,0009
		ELECTROLUX 'B'	Sälj från Neutral	Redburn Partners	2011-01-01	60	1,15	-0,0004
		ERICSSON 'B'	Sälj från Neutral	SEB Enskilda	2009-11-30	158	0,94	-0,0005
		GETINGE	Sälj från Neutral	Pareto Öhman	2010-10-20	22	0,90	0,0001
		HENNES & MAURITZ 'B'	Sälj från Neutral	HSBC	2010-12-16	74	0,83	0,0002
		HENNES & MAURITZ 'B'	Sälj från Neutral	Bank Of America	2010-01-05	78	0,66	0,0000
		HEXAGON 'B'	Sälj från Köp	Handelsbanken Capital Markets	2011-10-06	22	1,47	0,0006
		HOLMEN 'A'	Sälj från Neutral	Goldman, Sachs & Co	2010-01-25	24	0,20	0,0005
		HUSQVARNA 'B'	Sälj från Neutral	Goldman, Sachs & Co	2010-11-17	25	1,03	-0,0006
		HUSQVARNA 'B'	Sälj från köp	Handelsbanken Capital Markets	2010-10-12	23	1,04	-0,0007
		LUNDIN PETROLEUM	Sälj från Köp	Handelsbanken Capital Markets	2010-10-28	20	1,23	0,0003
		MODERN TIMES CP.MTG 'A'	Sälj från Köp	Handelsbanken Capital Markets	2010-12-01	20	1,02	0,0015
		SECURITAS 'B'	Sälj från Köp	CA Cheuvreux	2011-05-05	43	0,79	-0,0003
		TELE2 'B'	Sälj från Neutral	ABG Sundal Collier	2011-01-12	29	0,90	0,0005
		BILLERUD	Sälj från Köp	CA Cheuvreux	2011-04-21	25	1,30	0,0005
		CLAS OHLSON 'B'	Sälj från Neutral	Nordea	2010-11-25	33	0,63	-0,0010
		CLAS OHLSON 'B'	Sälj från Neutral	Nordea	2011-08-26	26	0,69	-0,0014
		ENIRO	Sälj från Köp	Handelsbanken Capital Markets	2011-03-31	28	1,57	-0,0073
		ENIRO	Sälj från Neutral	S&P Capital IQ	2010-06-11	143	1,19	-0,0033
		G & L BEIJER	Sälj från Köp	Handelsbanken Capital Markets	2011-09-21	19	0,55	0,0006
		JM	Sälj från Neutral	S&P Capital IQ	2010-04-20	34	1,39	0,0015
		KAPPAHL	Sälj från Neutral	Nordea	2010-11-18	21	0,86	-0,0004
		KAPPAHL	Sälj från Neutral	Pareto Öhman	2011-06-14	31	0,67	-0,0026

Kategori	Börslista	Företag	Rekommendation	Analytikerhus	Datum	Publikationer	β	α
Hög mediabevakning	Mid CAP	MEKONOMEN	Sälj från Neutral	Carnegie	2010-03-29	46	0,31	0,0020
		NEW WAVE GROUP 'B'	Sälj från Neutral	Swedbank	2010-02-08	59	1,10	0,0049
		PA RESOURCES 'B'	Sälj från Köp	Handelsbanken Capital Markets	2011-01-13	29	1,29	-0,0031
		SAS	Sälj från Neutral	Royal Bank of Scotland	2011-09-13	87	1,06	-0,0017
Låg mediabevakning	Large CAP	SKISTAR 'B'	Sälj från Neutral	Swedbank	2010-12-22	25	0,57	-0,0001
		SKISTAR 'B'	Sälj från Neutral	Swedbank	2009-12-21	18	0,06	0,0032
		ALFA LAVAL	Sälj från neutral	HSBC	2010-03-30	12	1,2	0,00008
		ASTRAZENECA (OME)	Sälj från Köp	Natixis Securities	2010-01-29	3	-0,1	0,00046
		ASTRAZENECA (OME)	Sälj från Köp	Berenberg Bank	2010-09-08	2	0,3	0,00052
		AXFOOD	Sälj från Köp	Swedbank	2010-03-10	12	0,2	0,00124
		CASTELLUM	Sälj från neutral	DNB Markets	2011-01-13	12	0,9	0,00047
		CASTELLUM	Sälj från neutral	Morgan Stanley	2011-06-01	11	0,8	0,00079
		CASTELLUM	Sälj från neutral	ABG Sundal Collier	2010-01-12	2	1,0	-0,00088
		GETINGE	Sälj från neutral	DNB Markets	2011-07-01	17	0,8	0,00017
		HOLMEN 'A'	Sälj från neutral	Swedbank	2010-10-18	7	0,2	0,00030
		HUFVUDSTADEN 'A'	Sälj från neutral	Royal Bank of Scotland	2011-01-11	4	0,7	0,00083
		LUNDBERGFÖRETAGEN 'B'	Sälj från Köp	Handelsbanken Capital Markets	2010-12-22	2	0,7	0,00040
		LUNDIN PETROLEUM	Sälj från neutral	SEB Enskilda	2010-04-07	14	1,2	-0,00063
		MILLICOM INTL.CELU.SDR	Sälj från Köp	Handelsbanken Capital Markets	2010-10-14	7	0,7	0,00056
		MILLICOM INTL.CELU.SDR	Sälj från neutral	Swedbank	2010-09-13	8	0,7	0,00077
SANDVIK	Sälj från neutral	Exane	2010-01-15	13	1,6	0,00011		
SSAB 'B'	Sälj från neutral	Pareto Öhman	2010-03-17	10	1,4	-0,00006		
SWEDISH MATCH	Sälj från neutral	Bank Of America	2009-12-02	16	0,3	0,00044		
SWEDISH MATCH	Sälj från neutral	Royal Bank of Scotland	2010-08-13	16	0,4	0,00043		
TIETO CORPORATION (OME)	Sälj från neutral	Credit Suisse	2010-01-08	11	0,6	0,00150		
Mid CAP	Mid CAP	ACTIVE BIOTECH	Sälj från köp	Handelsbanken Capital Markets	2010-01-12	1	0,4	0,00496
		AXIS	Sälj från köp	Pareto Öhman	2010-06-07	8	0,9	0,00071
		BETSSON 'B'	Sälj från köp	Handelsbanken Capital Markets	2010-04-15	5	0,4	0,00107
		BURE EQUITY	Sälj från Köp	Handelsbanken Capital Markets	2010-11-03	13	0,5	-0,00060
		G & L BEIJER	Sälj från Köp	Handelsbanken Capital Markets	2010-10-20	1	0,4	0,00080
		HOGANAS 'B'	Sälj från Köp	Pareto Öhman	2011-05-30	13	1,3	-0,00021
		HOGANAS 'B'	Sälj från köp	Handelsbanken Capital Markets	2010-04-15	4	0,9	0,00230

Kategori	Börslista	Företag	Rekommendation	Analytikerhus	Datum	Publikationer	β	α
Låg mediabevakning	Mid CAP	INTRUM JUSTITIA	Sälj från Neutral	SEB Ens kilda	2010-12-22	17	0,7	0,00003
		JM	Sälj från Neutral	ABG Sundal Collier	2010-10-25	13	1,3	0,00102
		LINDAB INTERNATIONAL	Sälj från Köp	Handelsbanken Capital Markets	2010-10-29	4	1,1	0,00064
		LINDAB INTERNATIONAL	Sälj från köp	Handelsbanken Capital Markets	2010-02-11	6	1,0	0,00045
		ORESUND INVESTMENT	Sälj från neutral	Swedbank	2010-01-25	5	0,5	0,00177
		ORESUND INVESTMENT	Sälj från neutral	Swedbank	2010-08-30	11	0,8	0,00041
		PROFFICE 'B'	Sälj från Köp	SEB Ens kilda	2010-12-27	9	0,8	0,00070
		REZIDOR HOTEL GROUP	Sälj från Köp	Credit Suisse	2011-08-23	12	1,0	-0,00052
		SWEDISH ORPHAN BIOVITRUM	Sälj från neutral	SEB Ens kilda	2010-04-28	4	0,2	0,00111
		SYSTEMAIR	Sälj från Köp	Handelsbanken Capital Markets	2011-06-10	9	0,4	0,00137
		UNIBET GROUP SDB	Sälj från köp	Handelsbanken Capital Markets	2010-02-18	4	0,4	0,00186
		UNIBET GROUP SDB	Sälj från köp	Handelsbanken Capital Markets	2010-10-11	13	0,5	-0,00197
		WIHLBORGS FASTIGHETER	Sälj från neutral	Carnegie	2010-03-19	4	0,7	0,00080
		ÅF 'B'	Sälj från neutral	Nordea	2010-06-15	8	0,7	0,00140