

**EKONOMI
HÖGSKOLAN**
Lunds universitet

Företagsekonomiska institutionen

Kandidatuppsats
VT 2007

Effekten av analytikerhusens aktierekommendationer med hänseende till de analyserade bolagens storlek

Handledare:
Maria Gårdängen

Författare:
Oskar Adolfsson
Sara Bränden
Magnus Hoffer
Kristoffer Sandman

Sammanfattning

Titel	Effekten av analytikerhusens aktierekommendationer med hänseende till de analyserade bolagens storlek
Författare	Oskar Adolfsson Sara Bränden Magnus Hoffer Kristoffer Sandman
Handledare	Maria Gårdängen
Kurs	FEK582, C-nivå, 10 poäng
Nyckelord	analytiker, rekommendation, överavkastning, eventstudie, aktie
Syfte	Syftet med uppsatsen är att, i ett kort och längre tidsperspektiv, undersöka effekten, i form av överavkastning, på aktiekursen av rekommendationer gjorda under 2005 och 2006 av de högst rankade analytikerhusen i Sverige. Undersökningen genomförs för en tiodagarsperiod omgivande rekommendationsdagen samt för en, tre respektive sex månader. Syftet är också att studera huruvida överavkastningarna skiljer sig åt mellan den svenska börsens Large-Cap lista kontra Mid- och Small-cap listor.
Metod	Deduktiv och kvantitativ metod där eventstudie genomförs
Slutsats	Studien visar att rekommendationer utgivna av analytikerhusen ger effekt på marknaden, mätt som överavkastning, på kort sikt. Effekten skiljer sig åt beroende på vilken lista bolaget är noterat på.

Abstract

Title	The effect of stock recommendations given by analysts with regards to the recommended company's size.
Authors	Oskar Adolfsson Sara Bränden Magnus Hoffer Kristoffer Sandman
Advisor	Maria Gårdängen
Course:	Bachelor thesis in business administration, 10 Swedish Credits (15 ECTS)
Key words	analyst, recommendation, abnormal return, event study, stock
Purpose	The purpose of this essay is to, in a short- and long term perspective, study the effect of stock recommendations, given in 2005 and 2006 by the highest ranked brokers in Sweden, on the stock price, measured as abnormal returns. The study is conducted for a period of ten days, surrounding the recommendation day, as well as for one, three and six months following the recommendation. The purpose is also to study whether abnormal returns differ between companies registered on the Swedish stock market's Large-, Mid- and Small-Cap list.
Method	Deductive and qualitative method, where an event study is conducted.
Conclusions	The study shows that recommendations given by brokers have an effect on the market, measured as abnormal returns, in a short term perspective. The effect differs depending on what list the company is listed on.

1 INLEDNING	6
1.1 BAKGRUND	6
1.2 PROBLEMFORUMLERING	7
1.3 SYFTE	7
1.4 AVGRÄNSNINGAR	8
1.5 UPPSATSENS DISPOSITION	10
1.5.1 Teorier.....	10
1.5.2 Metod.....	10
1.5.3 Resultat.....	10
1.5.4 Analys.....	10
2 TEORI	11
2.1 DEN EFFEKTIVA MARKNADSHYPOTEBEN	11
2.1.1 Svag marknadseffektivitet.....	12
2.1.2 Halvstark marknadseffektivitet.....	12
2.1.3 Stark marknadseffektivitet.....	12
Effektiva marknadshypotesens koppling till studien.....	12
2.2 ANOMALIER.....	13
2.2.1 Småbolagseffekten.....	13
2.2.2 "Behavioural finance"	14
2.3 TIDIGARE FORSKNING	17
2.3.1 Svensk forskning.....	17
2.3.2 Internationell forskning.....	18
3. METOD	20
3.1 FORSKNINGSANSATS	20
3.2. EVENTSTUDIE	21
3.2.1 Steg 1 - Definition av händelse och händelsefönster.....	22
3.2.2 Steg 2 – Urval.....	23
3.2.3 Steg 3 - Beräkning av överavkastningen	24
3.2.4 Steg 4 – Signifikanstest.....	27
3.3 KÄLLKRITIK.....	27
3.3.1. Tendenskritik.....	27
3.3.2 Samtidighetskritik.....	28
3.3.3 Validitet.....	28
3.3.4 Reliabilitet	28
4 RESULTAT	30
4.1 RESULTAT.....	30
4.2 KORT SIKT	31
4.2.1 Samtliga köprekommendationer.....	31
4.2.2 Köprekommendationer, Large-Cap.....	32
4.2.3 Köprekommendationer Mid-Cap.....	33
4.2.4 Köprekommendationer Small-Cap	34
4.2.5 Köprekommendationer Large-, Mid- & Small-Cap.....	35
4.2.6 Samtliga säljrekommendationer	36
4.2.7 Säljrekommendationer Large-Cap	37
4.2.8 Säljrekommendation Mid-, Small-Cap	38
4.2.9 Säljrekommendationer Large-, Mid- & Small-Cap.....	39
4.3 LÅNG SIKT	40
4.3.1 Köprekommendationer Large-Cap.....	40
4.3.2 Köprekommendationer Mid-Cap.....	41
4.3.3 Köprekommendationer Small-Cap	42
4.3.4 Säljrekommendationer Large-Cap	43
4.3.5 Säljrekommendationer Mid- & Small-Cap.....	44
4.3.6 Köprekommendationer Large-, Mid & Small-Cap	45
4.3.7 Säljrekommendationer Large-, Mid & Small-Cap	46
5 ANALYS	47

5.1 KORT SIKT	47
5.1.1 Samtliga köprekommendationer.....	47
5.1.2 Large-Cap	48
5.1.3 Mid-Cap	49
5.1.4 Small-Cap.....	49
5.1.5 Samtliga säljrekommendationer.....	50
5.1.6 Säljrekommendationer, Large-Cap	51
5.1.7 Säljrekommendationer, Mid- & Small-Cap.....	51
5.2 LÅNG SIKT	52
5.2.1 Analys lång sikt	52
5.3 SAMMANSTÄLLNING	52
6 FÖRSLAG TILL FORTSATT FORSKNING	54
7 KÄLLFÖRTECKNING	55
7.1 BÖCKER	55
7.2 ARTIKLAR	55
7.3 UPPSATSER	57
7.4 TIDSKRIFTER.....	58
7.5 ELEKTRONISKA KÄLLOR	58
8 BILAGOR	59
8.1 KÖPREKOMMENDATIONER.....	59
8.2 SÄLJREKOMMENDATIONER	63
8.3 REKOMMENDATIONER KORT SIKT	65
8.4 REKOMMENDATIONER LÅNG SIKT.....	79

1 Inledning

I inledningen ges en kort introduktion till ämnet där en presentation av bakgrund till studien sker samt motivering till val av ämne.

1.1 Bakgrund/Problemdiskussion

Kritiken mot analytiker och deras aktierekommendationer har alltid funnits. Efter flera omdiskuterade skandaler, däribland Enron, och IT-bubblans upplösning i början på 2000-talet, får debatten kanske anses som hetare än någonsin. Analytikerna själva hävdar naturligtvis att deras rekommendationer skapar värde, och detta styrks även av forskning. Slovin *et al*¹ uppvisade ett positivt samband mellan initiala köprekommendationer, den första rekommendationen som ges av ett analytikerhus för ett visst bolag, och en kursuppgång i aktien under handelns första minuter. Barber *et al*² fann att köp (blankning) av aktier med störst (lägst) enighet bland analytiker gällande rekommendationer gav en överavkastning. Elton *et al*,³ Stickel⁴ och Womack⁵ visade i sina studier på ett samband mellan positiva (negativa) överavkastningar och positiva (negativa) rekommendationsändringar där effekten kvarstod i upp till sex månader. Även det stora antalet investerare, privata och institutionella, som idag läser och följer rekommendationerna kan tolkas som ytterligare ett tecken på att det trots allt måste ligga något värde i de rekommendationer som ges.⁶

Ovanstående resonemang om överavkastning strider dock mot den Effektiva marknadshypotesen som säger att aktiepriset reflekterar all tillgänglig information. Detta innebär att det för en investerare inte skulle vara möjligt att systematiskt generera överavkastning genom att följa analytikernas rekommendationer. Effektiva marknadshypotesen har länge haft ett starkt stöd inom den finansiella litteraturen och ekonomiska modeller, såsom "Capital Asset Pricing Model" (CAPM). En teori som just

¹ Kim S. T. & Lin J-C. & Slovin M. B. (1997)

² Barber B. & Lehavy R. & McNichols M & Trueman B. (2001)

³ Elton E J. & Gruber M J. & Grossman S (1986)

⁴ Stickel S E. (1995)

⁵ Womack K L. (1996)

⁶ Kim K A. & Nofsinger J R. (2004) s. 64

bygger på antagandet om en effektiv marknad. På senare år har dessutom fler och fler studier tillkommit som visar på diverse anomalier, avvikelser, på marknaden. En av dessa anomalier är den så kallade Småbolageffekten där man studerar förhållandet mellan en akties avkastning och dess marknadsvärde. Banz⁷ kom i sin studie fram till att små bolag noterade på New York Stock Exchange hade, i genomsnitt, en högre riskjusterad avkastning under åren 1936-1975 jämfört med större bolag noterade på samma börs. Även Reinganum,⁸ Foster *et al.*⁹ Fama och French¹⁰ och Lakonishok *et al.*¹¹ kommer fram till liknande slutsatser för bolag noterade på den amerikanska börsen.

1.2 Problemformulering

Tidigare studier som gjorts inom området har framför allt inriktat sig på den amerikanska marknaden. Utifrån genomförd litteratursökning har ingen av dessa, eller motsvarande svenska undersökningar, studerat rekommendationseffekterna i kombination med storlekseffekten. Denna undersökning är således unik på två sätt då den dels studerar kombinationen av rekommendationseffekter och dels storlekseffekter, i relation till börslistor, samtidigt som vi väljer att fokusera på den svenska marknaden.

1.3 Syfte

Syftet med uppsatsen är att, i ett kort och längre tidsperspektiv, undersöka effekten, i form av överavkastning, på aktiekursen av rekommendationer gjorda under 2005 och 2006 av de högst rankade analytikerhusen i Sverige. Undersökningen genomförs för en tiodagarsperiod omgivande rekommendationsdagen samt för en, tre respektive sex månader. Syftet är också att studera huruvida överavkastningarna skiljer sig åt mellan den svenska börsens Large-Cap lista kontra Mid- och Small-cap listor.

⁷ Banz R W. (1981)

⁸ Reinganum M R. (1981)

⁹ Foster G F. & Olsen C. & Shevlin T. (1984)

¹⁰ Fama E F & French K R (1992)

¹¹ Lakonishok J. & Shleifer A. & Vishny R W, (1994)

1.4 Avgränsningar

Undersökningen sträcker sig över tidsperioden januari 2005 till december 2006. Motivet till valet av denna tidsperiod är Finansinspektionens beslut om ”allmänna råd om hantering av intressekonflikter som berör analytiker vid värdepappersinstitut”¹² som trädde i kraft i november 2004. ”Av de allmänna råden framgår att värdepappersinstitut bör införa riktlinjer i syfte att hindra att analyser och rekommendationer påverkas av analytikers handel för egen räkning eller ekonomiska intressen samt institutets värdepappershandel eller andra ekonomiska intressen. Vidare bör instituten ha riktlinjer för att undvika att analyser och rekommendationer påverkas av eventuella affärsförbindelser med analyserade företag.”¹³ Motivet till vår avgränsning är att minska risken för att avkastningarna kan ha påverkats positivt respektive negativt av ovanstående intressekonflikt. Vi hoppas samtidigt kunna öka studiens relevans då den är giltig för de spelregler som gäller på marknaden idag.

I denna studie undersöks enbart rekommendationer från de av StarMine¹⁴ åtta högst rankade analytikerhusen i Sverige för den svenska börsens Large-cap lista respektive de åtta bästa för Mid- och Small-Cap listan. Studiens urval grundar sig på studier gjorda av Stickel¹⁵ som visar på en positiv korrelation mellan en analytikers rykte, storleken på analytikerhuset och ”performance” samt en positiv relation mellan ”Institutional Investor” ranking och ”forecast accuracy”¹⁶ vilket kan tolkas som en indikation på att rekommendationer från topprankade analytikerhus skulle ha ett större investeringsvärde. Rekommendationer från följande analytikerhus kommer att ingå i studien.

<u>Large-Cap</u>	<u>Mid- och Small-Cap</u>
UBS	Carnegie Investment bank
Handelsbanken Capital Markets	CA Cheuvreux
Citigroup	SEB Enskilda
Evli/Nordic Partners	Handelsbanken Capital Markets
Credit Suisse	Swedbank Securities
CA Cheuvreux	Danske Equities
Deutsche Bank Securities	ABG Sundal Collier
J.P. Morgan	Kaupthing Bank

Figur 1.1 Utvalda analytikerhus vars rekommendationer kommer att ingå i studien

¹² http://www.fi.se/Templates/Page____1885.aspx (2007-05-29)

¹³ http://www.fi.se/Templates/RegulationPage____2845.aspx (2007-05-29)

¹⁴ www.starmine.com/broker_rankings/index.phtml?year=2006&ranking=sweden (2007-05-29)

¹⁵ Stickel S. (1995)

¹⁶ Stickel S. (1992)

Följande urvalskriterier har tillämpats för val av rekommendationer:

- Rekommendationerna skall finnas tillgängliga via finansstidningen Privata Affärers hemsida.
- Aktiekurserna skall finnas tillgängliga via finansdatasystemet Datastream.
- Aktiekurserna skall finnas att tillgå 155 dagar innan det att rekommendationen gavs.
- Enbart rekommendationer gjorda för företag noterade på Stockholmsbörsens Large-, Mid- respektive Small-cap lista inkluderas. Detta för att undvika illikvida företag med lågt institutionellt intresse.
- Rekommendationer av både initial och fortsatt karaktär inkluderas. En initial rekommendation definieras som den initiala rekommendation som ges av ett analytikerhus efter det att ett bolag för första gången tagits upp till bevakning. Efterföljande rekommendationer betecknas som fortsatta rekommendationer
- Initiala rekommendationer antas i vår undersökning föregås av en neutral rekommendation.
- Vid fortsatta rekommendationer ska minst ett analytikerhus ha utgivit en rekommendation för aktien och ändrat rekommendationen under testperioden. Rekommendationen ska antingen vara en uppgradering eller en nedgradering från tidigare rekommendation.
- Rekommendationer som föregås av en annan rekommendation utgiven längre tillbaka i tiden än ett år ses som initiala rekommendationer. Detta för att i studien försäkra att analytikerhusen aktivt följer aktien samtidigt som risken för datafel minskar.
- Bolag som av någon anledning (uppköp, konkurs etc.) avnoterats från börserna under eller efter undersökningsperioden exkluderas.

1.5 Uppsatsens disposition

För att underlätta för läsaren beskrivs de kapitel som ingår i studien.

1.5.1 Teorier

I teorikapitlet beskrivs de teorier som utgör den teoretiska referensram som sedan tillämpas vid analys av insamlad data. Avslutningsvis ges en presentation av tidigare genomförd forskning inom området.

1.5.2 Metod

I metodavsnittet redogörs för de tillvägagångssätt och metoder som använts i undersökningen. Nödvändiga definitioner förklaras för att underlätta för läsaren.

1.5.3 Resultat

I resultatavsnittet förklaras den data som uppsatsen behandlar. Kapitlet presenterar på ett enkelt sett genom tabeller, grafer och text en sammanställning av all data

1.5.4 Analys

I analysavsnittet analyseras studiens resultat mot bakgrund av de i undersökningen redovisade teorier. Inledningsvis förs en diskussion avseende köprekommendationer på kort sikt som åtföljs av säljrekommendationer på kort sikt. Avslutningsvis behandlas alla rekommendationer, både köp- och säljrekommendationer, på lång sikt.

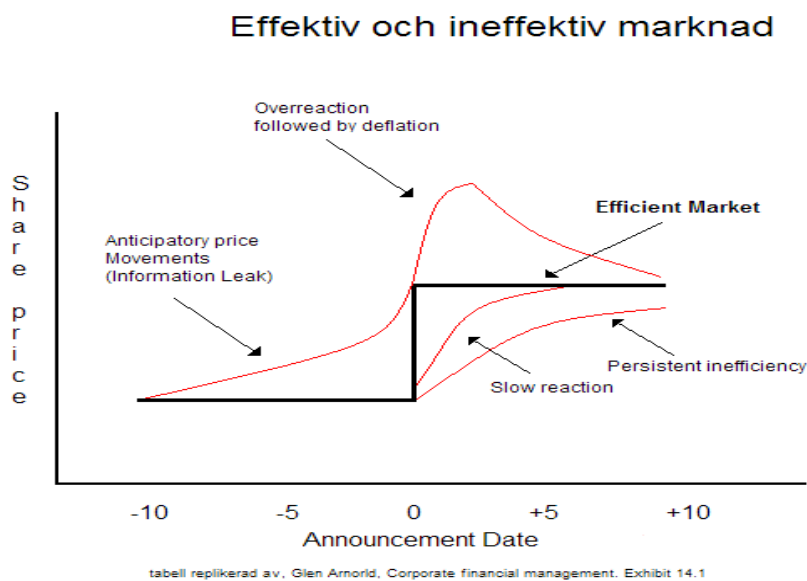
2 Teori

I teorikapitlet beskrivs de teorier som utgör den teoretiska referensram som sedan tillämpas vid analys av insamlad data. Avslutningsvis ges en presentation av tidigare genomförd forskning inom området.

2.1 Den Effektiva marknadshypotesen

Med utgångspunkt i Effektiva marknadshypotesen kan resonemang föras kring marknadens egenskaper och mått av effektivitet. Kunskap om dessa egenskaper kan i sin tur skapa möjligheter till potentiell överavkastning.

Den egenskap som hypotesen fokuserar mest på är marknadens informationseffektivitet och informationstransparens. Med detta menas hur pass effektivt marknaden hanterar informationsflödet. Marknadens förmåga att korrigera aktiekurserna då ny information tillkommer ger ett mått på dess effektivitet. Om marknaden korrigerar aktiekurserna på ett effektivt sätt lämnas inget utrymme för överavkastning. På den effektiva marknaden förekommer heller ingen informationsasymmetri.



Figur 2.1 Effektiv och ineffektiv marknad¹⁷

¹⁷ Arnold G. (1998) s. 374

1970 definierade Fama¹⁸ tre nivåer av marknadseffektivitet (svag, halvstark och stark), som ett sätt att dela in olika marknader.

2.1.1 Svag marknadseffektivitet

På en svagt effektiv marknad reflekterar marknadspriset fullständigt all tillgänglig historisk information. Teknisk analys av historisk kursutveckling blir av denna anledning verkningslös, överavkastning går ej att uppnå. Marknadens ineffektivitet gör dock att fundamental analys blir effektiv.

2.1.2 Halvstark marknadseffektivitet

På en något mer effektiv marknad återspeglar marknadspriserna även samtlig publik information såsom bland annat pressmeddelanden, årsredovisningar, framtidsprognoser med mera. Fundamental analys är ej lönsam på en halvstarkt effektiv marknad.

2.1.3 Stark marknadseffektivitet

På en starkt effektiv marknad förekommer ingen informationsasymmetri över huvudtaget. All information om företaget återspeglas omedelbart i aktiekursen, inte ens insiderinformation ger möjlighet till överavkastning.

Effektiva marknadshypotesens koppling till studien

Vid ett antagande om att den marknad som undersöks är starkt effektiv förväntas resultatet av studien visa att rekommendationerna inte påverkar aktiekursutvecklingen. Detta baserat på att den information rekommendationerna grundas på redan finns tillgänglig för marknaden. Motsvarande slutsats borde vara giltig om marknaden är halvstarkt effektiv. Om analytikerhusens rekommendationer faktiskt påverkar och därmed resulterar i en överavkastning, definieras marknaden enligt Fama som svagt effektiv.

¹⁸ Fama E F. (1970)

2.2 Anomalier

En divergerande uppfattning till Effektiva marknadshypotesen gällande marknadseffektivitet presenteras i teorin om anomalier, det vill säga avvikelser i avkastning som skiljer sig från det marknaden förväntar sig. Den Effektiva marknadshypotesen betonar frånvaron av felaktigt prissatta aktier på en effektiv marknad. Fama poängterar att detta icke motsäger Effektiva marknadshypotesen som man menar tolererar temporära och strikt tidsbegränsade prisavvikelser.¹⁹ Den effektiva marknaden kommer att i förlängningen neutralisera felaktigheterna. Förekomst av anomalier förklaras bland annat med hjälp av teorier om "Behavioural finance". Individens irrationella beteende motiveras utifrån att individen påverkas av psykologiska faktorer på marknaden istället för att agera rationellt. Nedan beskrivs de anomalier som har relevans för studien.

2.2.1 Småbolagseffekten

Småbolagseffekten är ett exempel på en anomali vilken är sammankopplad med marknadsvärdet på förtegets samtliga aktier. Denna effekt förklarar varför avkastningen på mindre bolag ofta blir högre i förhållande till större trots samma risknivå.

Småbolagseffektens betydelse för studien

Småbolagseffekten är av intresse för denna undersökning då syftet är att undersöka om det förekommer skillnader mellan effekterna av rekommendationerna på olika listor, det vill säga huruvida Småbolagseffekten faktiskt påverkar marknadens agerande på rekommendationer.

¹⁹ Fama E F. (1998)

2.2.2 "Behavioural finance"

En av grundpelarna i modern portföljvalsteori är teorin om den Effektiva marknadshypotesen. En värderingsteori som förutsätter att marknaden endast består av välinformerade och rationella individer. Individer som endast fattar genomtänkta och rationella beslut, beslut som resulterar i att marknadsens alla tillgångar värderas till sitt sanna värde.²⁰

Teorin om "behavioural finance" förhåller sig dock kritisk till detta grundantagande. Enligt "behavioural finance" teorin är människan irrationell, begår ständigt misstag och fattar suboptimala beslut, ofta på ett förutsägbart sett.²¹ Denna tendens gäller självklart även vid beslut av finansiell karaktär såsom till exempel värderingar av tillgångar. Systematiska felprissättningar kan i längden resultera i att tillgångars värde kraftigt avviker från sitt egentliga värde. Inom "Behavioural finance" teorin beskrivs ett flertal mänskliga egenskaper och beteenden som kan resultera i systematiska felprissättningar. Dessa fenomen anses på ett effektivt sätt kunna förklara uppkomsten av anomalier, regelbundna felaktigheter.

2.2.2.1 Överoptimism och överdrivet självförtroende

Den förmodligen mest dokumenterade psykologiska biasen är överoptimism.²² Individer tenderar att övervärdera sin egen kapacitet och förmåga att handla rationellt och korrekt. En övertro på förmågan att objektivt kunna bedöma en situation grundat på rekommendationer kan betyda att felaktiga beslut fattas. Denna tendens resulterar i att investerare underskattar riskmomentet vid placeringar och att de ökar omfattningen av sin handel och därmed även sina transaktionskostnader vilket i längden riskerar möjlig vinst.²³

²⁰ Stewart P. (2006) s. 46

²¹ Montier J. (2002) s. 1ff.

²² Ibid. s. 1 ff.

²³ Arnold G. (1998) s.722

Överoptimism och överdrivet självförtroendes koppling till studien

En tendens till övertro på aktierekommendationer skulle kunna resultera i en överreaktion på aktiepriserna och en övervärdering. Denna teori skulle kunna tillämpas som en potentiell förklaring till en kraftig överreaktion på en svag effektiv marknad (se figur 2.1).

2.2.2.2 Konservativ snedvridning och tendens till underreaktion

Individer tenderar att vidhålla en personlig uppfattning oberoende av ny finansiell information. Det upplevs svårt att ändra sin uppfattning och anpassa sig när ny information tillkommer och när detta verkligen görs sker det långsamt och försiktigt.²⁴

Konservativ snedvridning och tendens till underreaktions koppling till studien

Konservativ snedvridning och tendens till underreaktion skulle kunna vara en möjlig förklaring till att investerare tenderar att behålla sina aktier, detta trots publicerade rekommendationer.

2.2.2.3 ”Disposition effect”

”Disposition effect” definieras som den tendens då investeraren undviker att sälja en tidigare köpt aktie i syfte att undvika att behöva erkänna att man gjort en dålig investering.²⁵ Shefrin²⁶ visar i sin studie att investerare tenderar att behålla fallande aktier av just den anledningen och att effekten av säljrekommendationer därmed inte kommer att ske omedelbart utan spridas ut över en längre tidsperiod.

²⁴ Montier J. (2002) s. 4

²⁵ Shefrin H. Statman M. (1985)

²⁶ Shefrin H. Statman M. (2000)

”Disposition effects” koppling till studien

Om investerares beslut påverkas av denna effekt kan man förvänta sig en fördröjning i reaktionen på säljrekommendationer i det empiriska materialet. Detta reaktionsmönster skulle kunna synliggöras i ett kursfall ett par dagar efter rekommendationens publicering.

2.2.2.4” Herding” (flockbeteende)

En persons överväganden påverkas i stor utsträckning av dess omgivning, av informationsspridning och andra individers handlingar. Dessa influenser kan påverka personen positivt till att utvecklas och lära sig nya saker. Dock är inte alltid omgivningens påverkan av konstruktiv karaktär. Influenserna kan påverka personen att fatta irrationella och suboptimala beslut. Besluten kan tyckas rationella för majoriteten men behöver inte tvunget gynna den enskildes behov. Det förekommer alltså en tendens att individer imiterar och agerar ”kollektivt”, detta fenomen benämns ”Herding” inom teorin om ”behvioural finance”. Denna tendens kan antas förekomma både bland privata och professionella investerare. Ett flertal undersökningar av givna rekommendationer och framtidsprognoser visar på att analytiker tenderar att agera i linje med majoriteten.²⁷

”Herding” koppling till studien

En kraftig förändring av aktiekursen torde återspegla att antalet investerare som efterfrågar eller utbjuder aktier ökar. Ökad omsättning leder i sin tur till att kursen haussas eller pressas ner. I vår undersökning kan ”Herding”, beroende på resultat, förklara eventuella överreaktioner på marknaden.

²⁷ Ashiya M. & Doi T. (2001)

2.3 Tidigare forskning

Nedan presenteras tidigare forskning i syfte att ge läsaren en helhetsbild av det forskningsläge som råder på det område som undersökningen behandlar.

2.3.1 Svensk forskning

Lindén²⁸ publicerade år 2006 en forskningsrapport där effekten av köp- säljrekommendationer publicerade av svenska affärstidningar analyserades. Analysen undersökte rekommendationer givna under tidsperioden 1995 – 2000. Resultatet av undersökningen visade att det varken på kort eller längre sikt lönade sig att följa köprekommendationer. Dock resulterade säljrekommendationer givna på små företag en överavkastning.

År 2005 undersöktes 232 stycken köprekommendationer publicerade av Affärsvärlden samt Veckans Affärer under tidsperioden 2002 – 2003 i en uppsats av Dismorr, Ingvarson och Hammarbäck.²⁹ Undersökningen syftade till att undersöka huruvida köprekommendationerna påverkade aktiekursen och huruvida de kunde generera någon överavkastning. Överavkastningen mättes i förhållande till Affärsvärldens generalindex, detta på både kort respektive lång sikt. Med kort sikt avsågs ett eventfönster på fem dagar kring rekommendationens publiceringsdag. Lång sikt definierades som sex respektive tolv månader. Studien visade att båda tidningarnas rekommendationer resulterade i en statistiskt signifikant överavkastning på publiceringsdagen. På längre sikt kunde man inte visa någon statistisk signifikans för Affärsvärldens påverkan. Veckans Affärers köprekommendationer gav däremot en överavkastning på både 6 respektive 12 månaders sikt.

Även Carnebring *et al*³⁰ har undersökt rekommendationers påverkan på aktiekurser samt dess förmåga att skapa överavkastning. Resultaten sammanfaller med ovannämnda studie när motsvarande köprekommendationer under perioden 1996 – 1998 studerats,

²⁸ Lindén (2006)

²⁹ Dismorr & Ingvarson & Hammarbäck (2005)

³⁰ Carnebring & Ekstrand & Pettersson (1999)

nämligen att rekommendationerna genererar överavkastning på kort sikt. Aktierekommendationer publicerade under 1998 av Aktiespararen, Börsinsikt, Dagens Industri och Veckans Affärer har undersökts av Berglund *et al*³¹ Motsvarande resultat kunde konstateras även vid denna undersökning, nämligen att det finns en direkt kurspåverkan på kortare sikt men att det inte lönar sig att följa rekommendationerna på längre sikt.

2.3.2 Internationell forskning

Från internationell forskning kan slutsatsen dras att liknande resultat har konstaterats beträffande rekommendationers påverkan på aktiekurserna. Dock uppvisar internationell forskning generellt sett en aningen starkare påverkan på kursen för rekommendationernas inverkan.

Det har genomförts en rad undersökningar på rekommendationer publicerade av amerikanska finansstidningar. Methas³² undersökning från 2004 påvisar att 69 procent av tidskriften Fortunes publicerade köprekommendationer resulterade i en kursutveckling som antingen hade en motsvarande eller bättre utveckling än index. Publicerade säljrekommendationer gav motsvarande utveckling.

”The performance of popular investment magazine stock analysts” är en undersökning genomförd av ”Journal of Applied business research”.³³ Syftet med undersökningen var att utreda huruvida rekommendationer givna av tidningarna Money respektive Changnig Times verkligen levde upp till påståendet om en onormal vinst vid handel på deras rekommendationer. Det empiriska resultatet stämde dock inte överens med utlovade löften då man inte kunde påvisa någon överavkastning. Slutsatsen i analysen poängterar att materialet understöder teorin om effektiva marknader där utnyttjandet av informationsasymmetrin inte genererar någon överavkastning.

³¹ Berglund & Kullenberg & Stenberg (1999)

³² Metha (2004)

³³ Brody R G. & Rees L. (1995-1996)

År 2003 genomförde Financial Analyst Journal en eventstudie av potentiell överavkastning, ”Wall Street Week: Information or entertainment?”.³⁴ Studien undersökte rekommendationer givna under 1997 av analytiker medverkande i tv programmet ”Wall Street Week with Louis Rukeyser”. Överavkastningen mättes på kort sikt och man lyckades statistiskt säkerställa en positiv överavkastning på 0,65 procent på första handelsdagen efter att rekommendationen publicerats.

³⁴ Ferreira E J. & Smith S D. (2003)

3. Metod

I metodavsnittet redogörs för de tillvägagångssätt och metoder som använts i undersökningen. Nödvändiga definitioner förklaras för att underlätta för läsaren.

3.1 Forskningsansats

För att besvara syftet med undersökningen väljs en deduktiv forskningsansats. En ansats där aktuell forskning samt relevanta teorier tillåts styra undersökningens utformning och genomförande.³⁵ Ambitionen är att pröva i vad mån teorin är applicerbar på det material som studeras. Med utgångspunkt i denna teoriprovande ansats tillämpas en kvantitativ forskningsstrategi.³⁶ Valet av metod för analys av data är en konsekvens av de frågeställningar som denna studie avser att besvara.

Ambitionen med studien är att med hjälp av givna teorier kunna dra slutsatser av insamlat empiriskt material. Dessa slutsatser skall förhoppningsvis i nästa steg lämna utrymme för generaliseringar på en högre och vidare analysnivå. Hög generaliserbarhet, extern validitet, hos materialet, önskas uppnås.³⁷ Denna egenskap hos ett material är av stor vikt för undersökningar som är av kvantitativ karaktär. En förutsättning för att dessa generaliseringar skall vara möjliga är att det studerade urvalet är representativt för hela populationen. Väldefinierade urvalskriterier samt en välformulerad urvalsmetod är av yttersta vikt för att denna representativitet skall kunna uppnås.

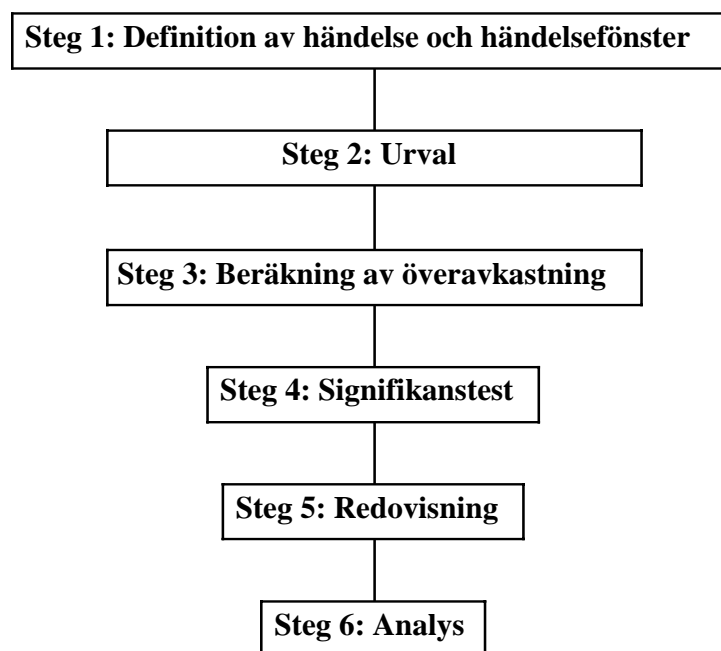
³⁵ Thurén T. (1991)

³⁶ Bryman A. & Bell E. (2003)

³⁷ Ibid. s. 102

3.2. Eventstudie

För att mäta effekten av givna rekommendationer på aktiekursen genomförs en eventstudie. Metoden får anses allmänt vedertagen och återfinns bland annat i studier genomförda av Dolley,³⁸ Ball och Brown³⁹ samt Fama *et al*⁴⁰ Eventstudien gör det möjligt att mäta effekten av en rekommendation på ett företags marknadsvärde genom att studera dess aktiekurs. Fördelen med metoden är att aktiekurserna, i enlighet med Effektiva marknadshypotesen, snabbt kommer att reflektera all ny information och endast en kortare tidsperiod behöver därmed studeras. I enlighet med MacKinlay⁴¹ genomförs studien i sex steg:



Figur 3.1 Eventstudiens sex steg⁴²

³⁸ Dolley J C. (1933)

³⁹ Ball R. & Brown P. (1968)

⁴⁰ Fama E F. & Fisher L. & Jensen M C. (1969)

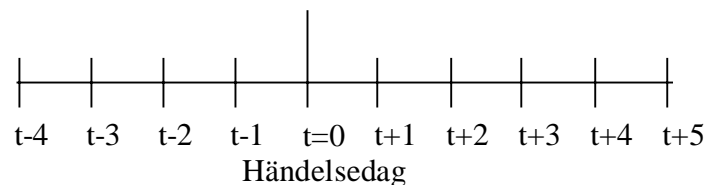
⁴¹ MacKinlay C A. (1997)

⁴² Ibid.

3.2.1 Steg 1 - Definition av händelse och händelsefönster

En händelse definieras som den företeelse som ligger till grund för själva studien och utgörs i det här fallet av den givna rekommendationen.

Händelsefönstret är den period över vilken aktiekurserna för de företag som ingår i studien kommer att studeras. Enligt MacKinlay⁴³ är det vanligt att händelsefönstret utgörs av en period längre än själva händelsedagen, den dag då händelsen inträffar, och tidigare studier uppvisar händelsefönster på alltifrån två⁴⁴ till 181 dagar⁴⁵. Vi har i vår studie valt att använda oss av ett händelsefönster som sträcker sig över en tiodagars period, från fyra dagar innan rekommendationen släpps till och med fem dagar efter händelsen, samt på en, tre respektive sex månaders sikt. Detta för att försöka uppnå rimlighet i antagandet om konstanta parametrar vilket, vid användandet av längre händelsefönster, riskerar att minska och därmed försämra testresultaten⁴⁶ samtidigt som hänsyn tas till förekomsten av eventuella informationsläckage, det vill säga då en del av marknaden får tillgång till informationen innan den når ut till allmänheten. Valet gör det också möjligt att begränsa antalet utomstående faktorer som kan tänkas påverka aktiekursen vid längre händelsefönster.



Figur 3.2 Händelsefönstret

⁴³ MacKinlay C A. (1997)

⁴⁴ Jeongsuk K & Venkatraman N. (1991)

⁴⁵ Davidson III W. N. & Worrell D L. (1992)

⁴⁶ Brown S J. & Warner J B. (1985)

3.2.2 Steg 2 – Urval

Valet av analytikerhus har gjorts med utgångspunkt från StarMine's undersökning i Sverige för år 2006.⁴⁷ StarMine är, enligt egna uppgifter, störst i världen på rankning av analytikerhus baserat på avkastningen på givna rekommendationer samt träffsäkerheten i att förutse företagets framtida vinster. Företaget samarbetar med välkända och välrenommerade bolag såsom Forbes, Dagens Industri och Financiaal Times.

Rekommendationerna inhämtas via Privata Affärers hemsida⁴⁸ där det i dagsläget, avseende de senaste tre åren, finns 9722 analyser att tillgå. Rekommendationerna standardiseras därefter i en fem-gradig skala där 1=köp, 2=öka, 3=behåll, 4=minska och 5=sälj. Köprekommendationer definieras som alla revideringar uppåt till 1 eller 2 från 3, 4 eller 5. Säljrekommendationer definieras som alla revideringar till 5 eller 4 från 1, 2 eller 3 samt alla revideringar till 3 från 1 eller 2. Enligt denna definition kommer förändringar från ”öka” till ”behåll” att tolkas som en säljrekommendation vilket är analogt med Stickel.⁴⁹ Alla revideringar från 1 till 2, från 5 till 4, från 5 till 3 och från 4 till 3 rensas för.

Köprekommendation		Säljrekommendation	
<i>Tidigare rek.</i>	<i>Ny rek.</i>	<i>Tidigare rek.</i>	<i>Ny rek.</i>
Behåll (3)	Köp (1) / Öka (2)	Köp (1)	Behåll (3) / Minska (4) / Sälj (5)
Minska (4)	Köp (1) / Öka (2)	Öka (2)	Behåll (3) / Minska (4) / Sälj (5)
Sälj (5)	Köp (1) / Öka (2)	Behåll (3)	Minska (4) / Sälj (5)

Figur 3.3 Standardisering av rekommendationer klassificerade enligt köp- respektive säljrekommendation baserat på tidigare respektive ny rekommendation.

Urvalet resulterade i 300 rekommendationer fördelat på 227 köprekommendationer respektive 73 säljrekommendationer.

⁴⁷ http://www.starmine.com/broker_rankings/index.phtml?year=2006&ranking=sweden (2007-05-29)

⁴⁸ www.privataaffarer.se/analyser/?intwebpageid=121 (2007-05-29)

⁴⁹ Stickel S. (1995)

Deskriptiv statistik för analyshusens rekommendationer			
	Uppgradering		Nedgradering
Lista			
Large-Cap	104		26
Mid-Cap	85		38
Small-Cap	38		11
Analyshus			
UBS	5		
Handelsbanken	55		6
Citigroup	1		
Evi/Nordic	6		1
Credit Suisse	13		5
CA Cheuvreux	31		20
Deutsche Bank	9		1
JP Morgan			
Merrill Lynch	7		
Danske Equities	8		1
Carnegie	19		17
SEB Enskilda	11		1
Swedbank	9		2
ABG Sundal Collier	3		
Kaupthing Bank	38		17
Hagströmer & Qviberg	11		2
ABN Amro	1		
Totalt	227		73

Figur 3.4 Sammanställning av valda rekommendationer

3.2.3 Steg 3 - Beräkning av överavkastningen

Överavkastningen för en aktie definieras som den verkliga avkastningen på aktien, R_{it} , minus den förväntade avkastningen på aktien, $E(R_{it} | X_{t-\tau})$ och beräknas för varje företag och dag inom händelsefönstret.

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it} | X_{t-\tau})$$

Överavkastningen kan förväntas vara noll i de fall då rekommendationerna inte ger upphov till ny prisrelevant information. Att rekommendationer visar på överavkastning behöver inte betyda att utfallet för aktiekurserna är positiva. Överavkastning skall istället tolkas som att den verkliga avkastningen är större än den förväntade. Vid undersökning av rekommendationer på kort sikt har överavkastningen räknats ut dagligen på fyra olika

stängningskurser: senast betalt, köpkurs, säljkurs och (köpkurs+säljkurs)/2. Detta har gjorts för att undvika datafel till följd av asymmetri i handeln.

Den förväntade avkastningen definieras som den avkastningen som skulle uppstå i avsaknad av rekommendationen. Det finns tre olika sätt att beräkna den förväntade avkastningen enligt Brown och Warner⁵⁰: 1) marknadsmodellen, 2) justerade marknadsmodellen och 3) genomsnittsjusterade marknadsmodellen. Marknadsmodellen är den metod som tycks vara vanligast förekommande och flera studier har visat att skillnaderna mellan de olika modellerna är ytterst små (Brown och Warner,⁵¹ Klein och Rosenfeld,⁵² MacKinlay⁵³). I vår studie använder vi oss därför av marknadsmodellen där den förväntade avkastningen baseras på antagandet om ett linjärt förhållande mellan avkastningen på marknadsportföljen och avkastningen på aktien:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

där

R_{it} = avkastningen på aktie i för dag t

R_{mt} = avkastningen på marknadsportföljen för dag t . Marknadsportföljen representeras i det här fallet av Affärsvärldens generalindex där data inhämtas via DataStream.⁵⁴

β_i = visar aktiens volatilitet i förhållande till marknads

α_i = den del i en akties avkastning som inte kan förklaras av Beta eller underliggande index.

ε_{it} = feltermen, vars förväntade värde är lika med noll och som bland annat visar effekter av utelämnade variabler och icke mätbara händelser

Den verkliga avkastningen är den avkastning som går att observera i händelsefönstret, justerat för eventuella nyemissioner och splittar. Vi använder oss i vår studie av fyra olika tillvägagångssätt där vi tittar på fyra olika kurser; sista avslut för dagen, köp- respektive säljkurs vid slutet av dagen samt ett medelvärde av de två sistnämnda. Aktiekurserna inhämtas via DataStream där justering för eventuella splittar sker med automatik. Eventuella utdelningar under händelsefönstret justeras för i efterhand genom att på X-dagen, första dagen

⁵⁰ Brown S J. & Warner J B. (1985)

⁵¹ Ibid.

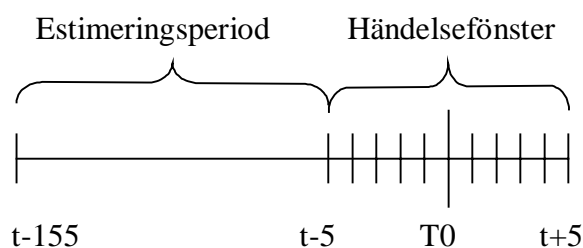
⁵² Klein A. & Rosenfeld J. (1987)

⁵³ MacKinlay A C (1997)

⁵⁴ www.thomson.com (2007-05-29)

som aktien handlas utan rätt till utdelning, föra tillbaka utdelningen till aktiekursen. Information om utdelningar och X-dagar inhämtas via Reuters⁵⁵ datasystem.

Variablerna α_i och β_i skattas historiskt genom regressionsanalys med minsta-kvadratmetoden i Excel. En estimeringsperiod på 150 dagar, från t-155 till t-5, har använts för att undvika alltför stor påverkan från utomstående faktorer och därigenom försöka få fram, för händelsefönstret, så relevanta siffror som möjligt. Estimeringsperioden har medvetet hållits skild från eventfönstret för att undvika datafel till följd av eventuella överavkastningar från händelsen. Nio rekommendationer, 5 köp- och 4 säljrekommendationer, föll bort för analys under perioden t-4 till t+5 till följd av otillgänglig data samt ytterligare 28 rekommendationer, 16 köp- och 12 säljrekommendationer, för analysen på sex månader.



Figur 3.5 Estimeringsperiod och händelsefönster

För att beräkna den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen i händelsefönstret, ”CAAR”, på aktierna adderas överavkastning, AR_{it} , och divideras sedan med antalet observationer, N:

$$CAAR_t = (1/N) \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

⁵⁵ www.reuters.com (2007-05-29)

3.2.4 Steg 4 – Signifikanstest

För att undersöka huruvida den observerade överavkastningen är statistiskt signifikant, det vill säga inte kan förklaras av slumpen, genomförs ett ”one sample t-test” i datasystemet SPSS. Nollhypotesen och alternativhypotesen ställs upp enligt följande:

Nollhypotes H_0 : Överavkastningen = 0

Mothypotes H_A : Överavkastningen $\neq 0$

och testas med 95-procentigt konfidensintervall. I de fall då p-värdet är mindre än gränsvärdet 0,05 så förkastas nollhypotesen till fördel för alternativhypotesen, det vill säga det finns statistisk signifikans för att överavkastningen är skild från noll.

En förutsättning för att kunna genomföra testet är att mätvärdena är normalfördelade. Centrala gränsvärdessatsen säger att summan av många små slumpmässigt varierande tal är approximativt normalfördelad.⁵⁶ Vi har i vår studie även valt att pröva överavkastningarnas normalfördelning genom att använda oss av ett Kolmogorov-Smirnov test där samtliga test visade sig vara normalfördelade.

3.3 Källkritik

Ett källkritiskt förhållningssätt är av yttersta vikt vid genomförandet av vetenskapliga studier, för att möjliggöra objektiva analyser och rättvisande resultat. Nedan presenteras två källkritiska bedömningsgrunder som för uppsatsen anses relevanta.⁵⁷

3.3.1. Tendenskritik

Begreppet tendenskritik besvarar frågan ifall en källa har ett egenintresse i den information som ges ut.⁵⁸ Undersökningens datainformation har erhållits från datasystemen Reuters och Datastream. Båda dessa företag utger sig för att leverera en objektiv, sannhetsenlig

⁵⁶ http://www.ne.se/jsp/search/article.jsp?i_art_id=142673&i_word=centrala%20gr%e4nsv%e4rdessatsen (2007-05-29)

⁵⁷ Eriksson & Wiedersheim P. (1997)

⁵⁸ Ibid.

datainformation. Det föreligger ingen orsak till misstanke om att publicerad data inte skulle vara av objektiv karaktär. För att styrka de resonemang och teorier hämtats från böcker och artiklar har informationen bekräftats av fler än en källa.

3.3.2 Samtidighetskritik

Samtidighetskritiken syftar till att mana till ett kritiskt förhållningssätt till den tidsperiod som förlöpt mellan händelsen (aktierekommendationen) tills att densamme studeras och analyseras.⁵⁹ Det är av yttersta vikt för tillförlitligheten att studiens information är sannhetsenlig och aktuell. Studien får anses uppfylla dessa krav då både undersökningsperiod och data kommer från samma period.

3.3.3 Validitet

Validitet är ett mått på träffsäkerhet, huruvida en undersökning verkligen mäter den föreställning den syftar sig göra.⁶⁰ Begreppet är relevant i sammanhanget för att kunna påvisa studiens trovärdighet. Mäter undersökningen i själva verket effekten av aktierekommendationer? För att erhålla hög validitet används i studien enbart etablerade källor och beprövade metoder.

3.3.4 Reliabilitet

Ett mått av hög reliabilitet vittnar om frånvaron av slumpmässiga fel i undersökningsmetoden. Om en undersökning har en hög reliabilitet innebär det att den är replikerbar, en oberoende part skulle med samma undersökningsmetod komma fram till samma resultat. Med en hög reliabilitet anses en metod vara pålitlig och stabil.⁶¹

Då empirin baseras på objektiv information från oberoende datasystem såsom Datastream samt Reuters bör undersökningen ha hög reliabilitet. Statistiska beräkningar av samma

⁵⁹ Eriksson & Wiedersheim P. (1997)

⁶⁰ Bryman & Bell (2005) s. 94

⁶¹ Bryman & Bell (2005) s.48

material skall resultera i likartat resultat förutsatt att tillämpad metod har en hög reliabilitet. För att motverka förekomsten av slumpmässiga fel har data kontrollerats vid ett flertal tillfällen, även slumpmässiga stickprov har utförts för att ytterligare stärka studiens reliabilitet. Då antalet observationer i populationen är mycket stort minskar effekten av eventuella slumpmässiga fel på empirins utfall.

4 Resultat

I resultatavsnittet förklaras den data som uppsatsen behandlar. Kapitlet presenterar på ett enkelt sett genom tabeller, grafer och text en sammanställning av all data

4.1 Resultat

Resultatkapitlet är indelat i tre huvudområden som inleds med en beskrivning av resultatet från givna köprekommendationer på kort sikt, det vill säga fyra dagar innan till fem dagar efter rekommendationsdagen. Vidare presenteras resultatet från säljrekommendationerna på kort sikt och avslutningsvis behandlas alla rekommendationer, både köp- och säljrekommendationer, på lång sikt, det vill säga på en, tre och sex månaders sikt.

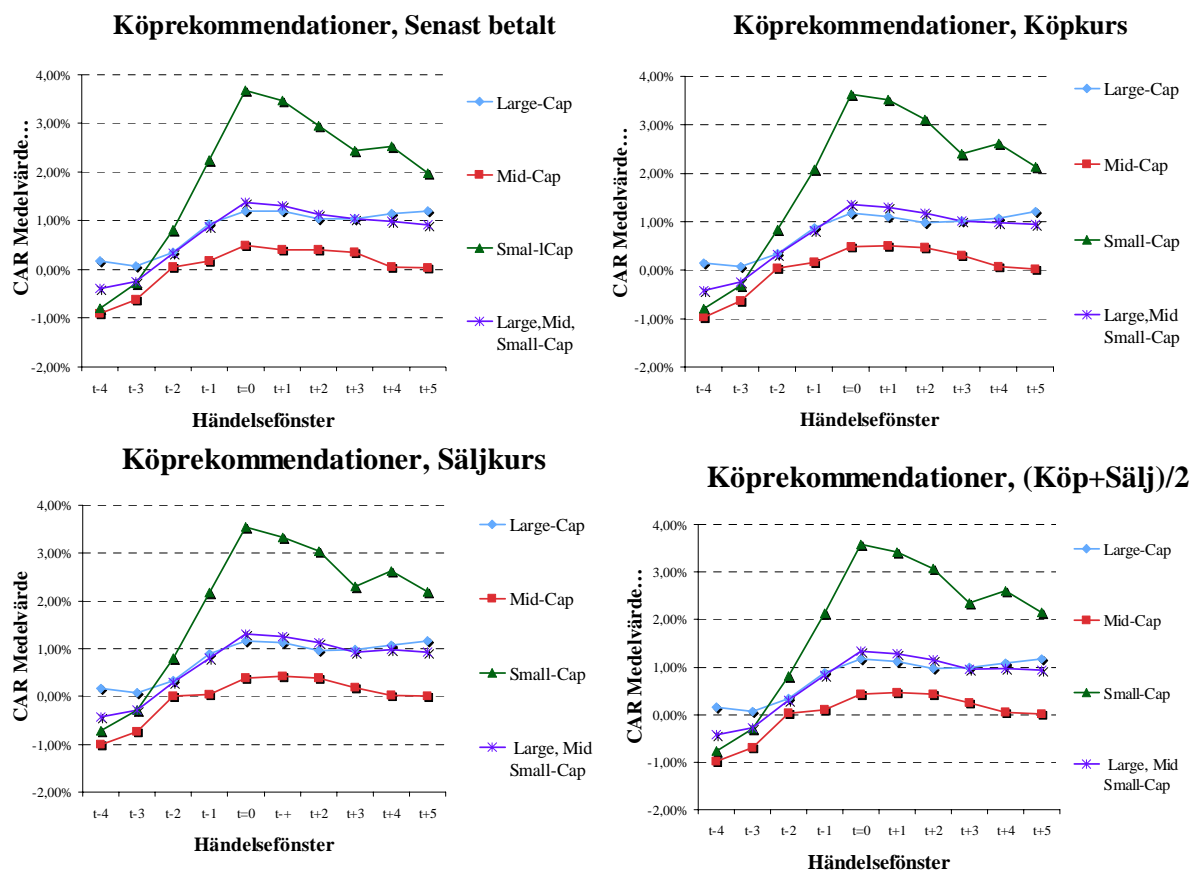
Undersökningen uppvisar endast marginella skillnader mellan de olika kurserna senast betalt, köp-, sälj- och $(\text{köp} + \text{säljkurs})/2$ vid beräkning av överavkastningen. Därför redovisas enbart resultaten för beräkningar gjorda på kursen för senast betalt vid stängning. I bilaga redovisas resultat för övriga kurser. På lång sikt har enbart senast betalt vid stängning studerats och tabeller för övriga kurser finns därmed inte att tillgå. Tabellerna visar aktiernas överavkastning och signifikansvärde samt, för det korta tidsperspektivet, den ackumulerade överavkastningen. Den ackumulerade överavkastningen på lång sikt redovisas i bilaga.

För att överavkastningen på en specifik dag ska vara statistiskt säkerställd har vi valt anse att sådan föreligger endast om det finns en statistisk signifikans vid tre av de fyra stängningskurserna (markeras med gul färg i tabellen). Som tidigare nämnts används ett 95-procentigt konfidensintervall för att testa hypoteserna.

Till varje tabell i vårt resultatavsnitt finns det dessutom en graf som åskådliggör den data tabellen genererar. På kort sikt visar grafen den ackumulerade överavkastning, CAAR, som aktierna uppvisar gentemot index (index = 0 procent i grafen) och på lång sikt visas enbart överavkastningen, AR, vid given tidpunkt.

4.2 Kort sikt

4.2.1 Samtliga köprekommendationer



Graferna ovan visar alla köprekommendationers överavkastning, fördelat på listor, gentemot index vid de olika stängningskurserna. Överavkastningen på köprekommendationerna oavsett vilken lista som studeras visar på liknande mönster, dock reagerar de olika stark beroende på vilken lista som studeras.

Undersökningen av köprekommendationer visar generellt på en negativ överavkastning i början av eventfönstret för Large-, Mid- och Small-Cap. Därefter kan en uppåtgående trend skönjas för dagarna innan och under recommendationsdagen för att sedan vända nedåt eller plana ut mot sista dagen i eventfönstret.

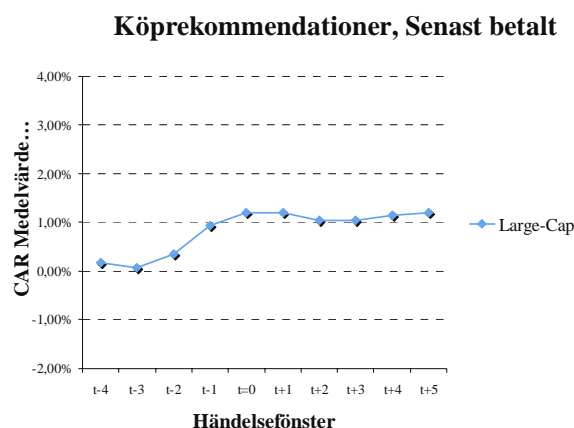
För att underlätta för läsaren kommer studien i fortsättningen enbart att fokusera på stängningskursen senast betalt, då alla fyra stängningskurser uppvisar liknande resultat.

4.2.2 Köprekommendationer, Large-Cap

TABELL 1
Köprekommendationer • Large-Cap • Senast Betalt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	0,18%	0,10%	0,2651	0,18%	0,10%	0,2551
t-3	-0,11%	-0,01%	0,6985	0,07%	0,25%	0,8249
t-2	0,29%	0,09%	0,2963	0,36%	0,46%	0,4352
t-1	0,58%	0,22%	0,0311	0,94%	0,48%	0,0829
t=0	0,27%	-0,19%	0,2449	1,21%	0,70%	0,0421
t+1	-0,01%	-0,02%	0,9198	1,20%	0,95%	0,0400
t+2	-0,16%	-0,20%	0,2502	1,04%	1,04%	0,0950
t+3	0,00%	-0,08%	0,9761	1,04%	1,06%	0,1011
t+4	0,11%	-0,14%	0,5405	1,15%	0,81%	0,0891
t+5	0,06%	-0,13%	0,7818	1,21%	1,29%	0,0886

Tabell 1 visar den procentuella kursförändringen, baserat på stängningskursen för den aktuella dagen, fyra dagar innan rekommendationen ges fram till och med fem dagar efter rekommendationsdagen. Överavkastning och ackumulerad överavkastningen visas som medelvärde samt median. Statistisk säkerhet mäts med p-värden. Data bygger på 103 köprekommendationer gjorda av tidigare nämnda analytikerhus (se sidan 30) avseende bolag på den svenska börsens Large-Cap lista för tiden mellan januari 2005 till och med december 2006. Statistisk signifikans på köprekommendationer gällande Large-Cap uppvisas i vår studie enbart för dagen innan rekommendationsdagen.

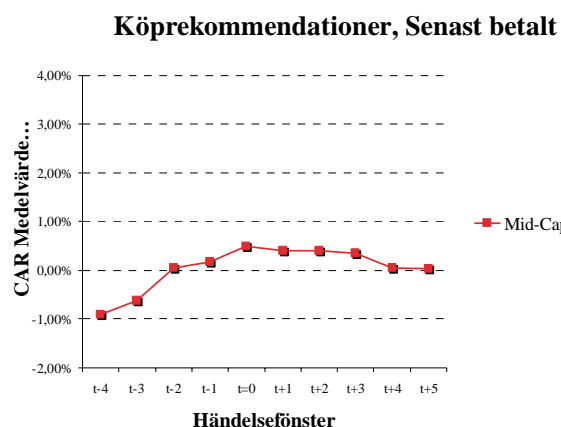


Undersökningen av Large-Cap visar på en svagt uppåtgående trend för dagarna innan rekommendationen släpps. Något tydligt mönster kan dock inte urskiljas utan uppgångar varvas med nedgångar i överavkastningen. Endast en av dagarna, t-1, uppvisar vad vi betecknar som en stark reaktion (över 0,5 procent) och CAR Medelvärde håller sig på en relativt stabil nivå mellan 0,07 och 1,21 procent.

4.2.3 Köprekommendationer Mid-Cap

TABELL 2
Köprekommendationer • Mid-Cap • Senast Betalt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,91%	-0,27%	0,1313	-0,91%	-0,27%	0,1313
t-3	0,29%	0,04%	0,3431	-0,62%	-0,16%	0,3833
t-2	0,66%	0,31%	0,0701	0,05%	0,38%	0,9586
t-1	0,13%	0,14%	0,7571	0,17%	0,48%	0,8596
t=0	0,32%	-0,07%	0,3031	0,49%	0,63%	0,6239
t+1	-0,08%	-0,35%	0,7787	0,40%	0,37%	0,6963
t+2	-0,01%	-0,28%	0,9751	0,40%	1,37%	0,7210
t+3	-0,04%	-0,12%	0,8224	0,36%	1,15%	0,7542
t+4	-0,31%	-0,47%	0,1109	0,05%	0,58%	0,9645
t+5	-0,02%	-0,15%	0,8999	0,03%	0,85%	0,9814



Tabell 2 visar den procentuella kursförändringen, baserat på stängningskursen för den aktuella dagen, fyra dagar innan rekommendationen ges fram till och med fem dagar efter rekommendationsdagen. Överavkastning och ackumulerad överavkastningen visas som medelvärde samt median. Statistisk säkerhet mäts med p-värden. Data bygger på 80 köprekommendationer gjorda av tidigare nämnda analytikerhus (se sidan 30) avseende bolag på den svenska börsens Mid-Cap lista för tiden mellan januari 2005 till och med december 2006. Ingen statistisk signifikans uppvisas.

Undersökningen visar på en svagt uppåtgående trend för dagarna innan rekommendationen släpps. Ett tydligt mönster kan urskiljas där uppgången börjar redan tre dagar innan rekommendationen ges, t-3, för att sedan fortsätta fram till och med rekommendationsdagen, t=0. Endast en av dagarna, t-2, uppvisar vad vi betecknar som en stark reaktion (över 0,5 procent) och CAAR håller sig på en relativt stabil nivå mellan -0,91 och 0,49 procent.

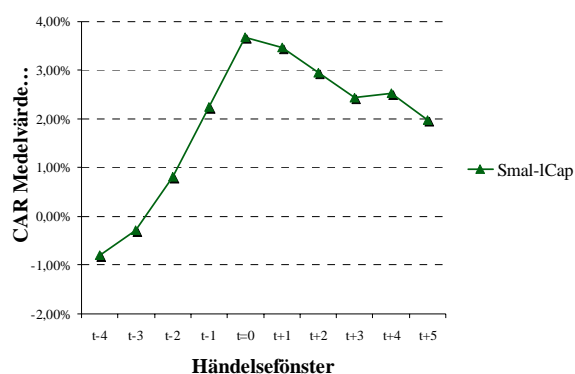
4.2.4 Köprekommendationer Small-Cap

TABELL 3

Köprekommendationer • Small-Cap • Senast Betalt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,79%	-0,53%	0,1138	-0,79%	-0,53%	0,1138
t-3	0,50%	0,04%	0,3099	-0,29%	-0,89%	0,6701
t-2	1,10%	1,26%	0,0793	0,81%	1,38%	0,3535
t-1	1,44%	0,98%	0,0263	2,25%	2,78%	0,0623
t=0	1,44%	0,44%	0,1749	3,69%	3,16%	0,0397
t+1	-0,22%	-0,46%	0,4941	3,47%	2,51%	0,0451
t+2	-0,51%	-0,79%	0,1358	2,96%	1,65%	0,0735
t+3	-0,51%	-0,51%	0,0903	2,44%	1,85%	0,1276
t+4	0,09%	-0,12%	0,8378	2,53%	1,14%	0,1254
t+5	-0,54%	-0,56%	0,0569	1,99%	-0,33%	0,2408

Köprekommendationer, Senast betalt



Tabell 3 visar den procentuella kursförändringen, baserat på stängningskursen för den aktuella dagen, fyra dagar innan rekommendationen ges fram till och med fem dagar efter rekommendationsdagen. Överavkastning och ackumulerad överavkastningen visas som medelvärde samt median. Statistisk säkerhet mäts med p-värden. Data bygger på 39 köprekommendationer gjorda av tidigare nämnda analytikerhus (se sidan 30) avseende bolag på den svenska börsens Small-Cap lista för tiden mellan januari 2005 till och med december 2006. Statistisk signifikans uppvisas för köprekommendationer på Small-cap listan enbart för dagen innan rekommendationsdagen.

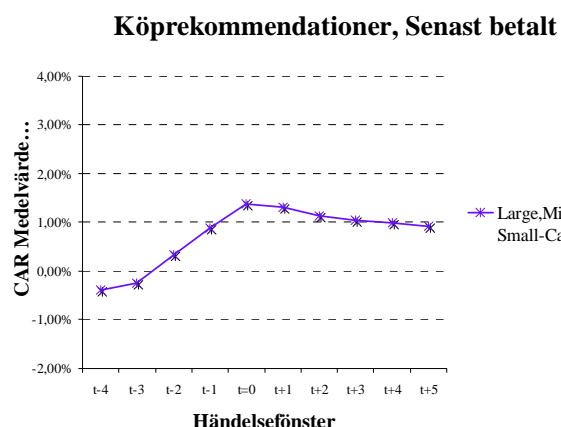
Undersökningen visar på en starkt uppåtgående trend för dagarna innan rekommendationen släpps för att därefter vända nedåt. Ett tydligt mönster urskiljas där uppgången börjar redan tre dagar innan rekommendationen ges, t-3, för att sedan fortsätta fram till och med rekommendationsdagen, t=0. Volatiliteten är hög och en stark reaktion (över 0,5 procent) kan observeras i åtta av de tio undersökta dagarna i händelsefönstret.

4.2.5 Köprekommendationer Large-, Mid- & Small-Cap

TABELL 5
Köprekommendationer • Large-, Mid- & Small-Cap • Senast Betalt

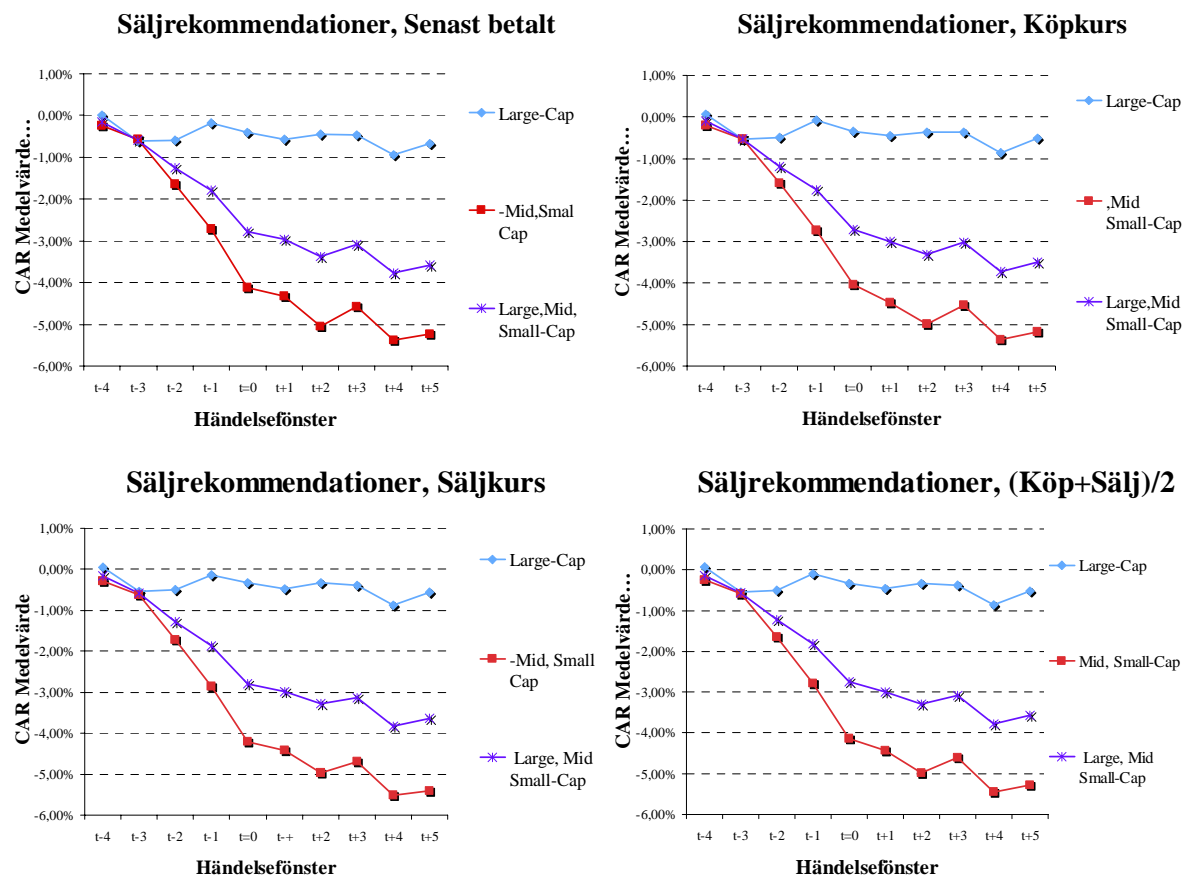
	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,39%	-0,11%	0,1156	-0,39%	-0,11%	0,1156
t-3	0,14%	0,00%	0,4464	-0,24%	-0,04%	0,4449
t-2	0,57%	0,19%	0,0081	0,33%	0,58%	0,4265
t-1	0,57%	0,24%	0,018	0,89%	0,66%	0,0610
t=0	0,49%	0,03%	0,0406	1,38%	0,82%	0,0116
t+1	-0,07%	-0,20%	0,5721	1,31%	1,00%	0,0172
t+2	-0,17%	-0,24%	0,1718	1,14%	1,22%	0,0446
t+3	-0,10%	-0,19%	0,3067	1,04%	1,24%	0,0704
t+4	-0,04%	-0,17%	0,7449	1,00%	0,80%	0,0920
t+5	-0,08%	-0,19%	0,5571	0,92%	0,83%	0,1320

Tabell 5 visar den procentuella kursförändringen, baserat på stängningskursen för den aktuella dagen, fyra dagar innan rekommendationen ges fram till och med fem dagar efter händelsen. Överavkastning och ackumulerad överavkastningen visas som medelvärde samt median. Statistisk säkerhet mäts med p-värden. Data bygger på 222 köprekommendationer gjorda av tidigare nämnda analytikerhus (se sidan 30) avseende bolag på den svenska börsens Large-, Mid- och Small-Cap lista för tiden mellan januari 2005 till och med december 2006. Överavkastning kan i undersökningen statistiskt påvisas i två och en dagar innan och på rekommendationsdagen.



Undersökningen visar på en svagt uppåtgående trend för dagarna innan rekommendationen släpps för att därefter vända nedåt. Ett tydligt mönster kan urskiljas där en stabil uppgång börjar redan tre dagar innan rekommendationen ges i t-3, för att sedan fortsätta fram till och med rekommendationsdagen, t=0. Endast två av dagarna, t-2 och t-1, uppvisar vad vi betecknar som en stark reaktion (över 0,5 procent).

4.2.6 Samtliga säljrekommendationer



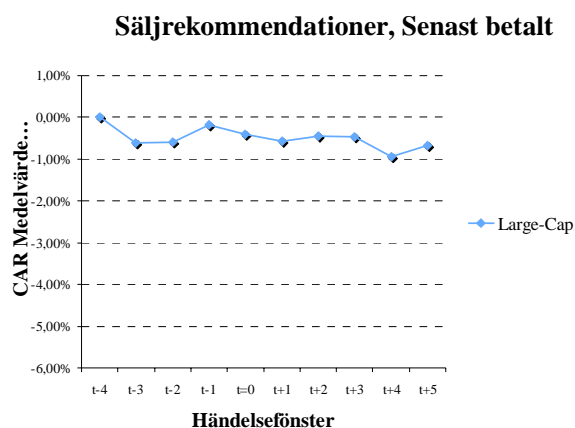
Graferna ovan visar säljrekommendationers överavkastning fördelat på de fyra olika stängningskurserna. De listor som studeras i graferna är Large-Cap, Mid- & Small-Cap och alla säljrekommendationer gemensamt. Anledningen till att Mid- och Small-Cap redovisas ihop är för att det i vår undersökning inte finns ett tillfredställande antal säljrekommendationer på Small-Cap (9st).

Undersökningen av säljrekommendationer visar generellt på en nedåtgående trend där mönstret blir som tydligast för Mid- & Small-Cap listan. Reaktionerna får anses vara större för säljrekommendationer jämfört med köprekommendationer på Mid- & Small-Cap. Både Large-Cap och Mid- & Small-Cap listorna uppvisar en positiv reaktion på den sista dagen i händelsefönstret, t+5.

4.2.7 Säljrekommendationer Large-Cap

TABELL 6
Säljrekommendationer • Large-Cap • Senast Betalt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	0,00%	-0,04%	0,9971	0,00%	-0,04%	0,9971
t-3	-0,61%	-0,59%	0,0758	-0,61%	-0,18%	0,0978
t-2	0,01%	-0,09%	0,9582	-0,60%	-0,43%	0,1427
t-1	0,41%	-0,06%	0,5141	-0,18%	-0,66%	0,8137
t=0	-0,22%	-0,53%	0,4302	-0,40%	-1,02%	0,6709
t+1	-0,16%	-0,32%	0,3828	-0,57%	-1,52%	0,5623
t+2	0,13%	-0,06%	0,5193	-0,44%	-1,29%	0,6772
t+3	-0,03%	0,13%	0,9226	-0,47%	-1,24%	0,6311
t+4	-0,47%	-0,29%	0,0844	-0,94%	-1,11%	0,3362
t+5	0,27%	-0,21%	0,5579	-0,67%	-1,73%	0,5365



Tabell 6 visar den procentuella kursförändringen, baserat på stängningskursen för den aktuella dagen, fyra dagar innan rekommendationen ges fram till och med fem dagar efter rekommendationsdagen. Överavkastning och ackumulerad överavkastningen visas som medelvärde samt median. Statistisk säkerhet mäts med p-värden. Data bygger på 25 säljrekommendationer gjorda av tidigare nämnda analytikerhus (se sidan 30) avseende bolag på den svenska börsens Large-Cap lista för tiden mellan januari 2005 till och med december 2006. Ingen statistisk signifikans på överavkastning kan påvisas gällande säljrekommendationer på Large-Cap.

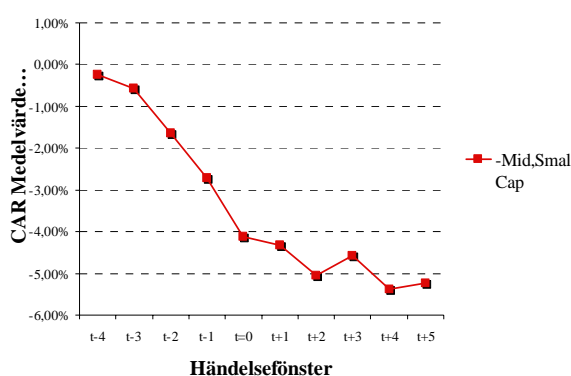
Undersökningen visar på en svagt neråtgående trend. Något tydligt mönster kan inte urskiljas utan uppgångar varvas med nedgångar i överavkastningen. Endast en av dagarna, t-3, uppvisar vad vi betecknar som en stark reaktion (över 0,5 procent) och CAAR håller sig på en relativt stabil nivå mellan noll och -0,94 procent för överavkastningen.

4.2.8 Säljrekommendation Mid-, Small-Cap

TABELL 9
Säljrekommendationer • Mid & Small-Cap • Senast Betalt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,23%	0,01%	0,3482	-0,23%	0,01%	0,3482
t-3	-0,34%	0,13%	0,499	-0,57%	-0,47%	0,3423
t-2	-1,07%	-0,88%	0,0593	-1,64%	-1,01%	0,0802
t-1	-1,07%	-0,38%	0,1829	-2,71%	-1,10%	0,0321
t=0	-1,41%	-0,44%	0,1181	-4,12%	-1,54%	0,0074
t+1	-0,21%	0,03%	0,436	-4,33%	-1,51%	0,0075
t+2	-0,71%	-0,18%	0,0371	-5,04%	-2,11%	0,0039
t+3	0,46%	0,09%	0,1543	-4,58%	-2,38%	0,0087
t+4	-0,81%	-0,73%	0,0222	-5,39%	-3,60%	0,0032
t+5	0,16%	0,05%	0,6108	-5,23%	-3,57%	0,0059

Säljrekommendationer, Senast betalt



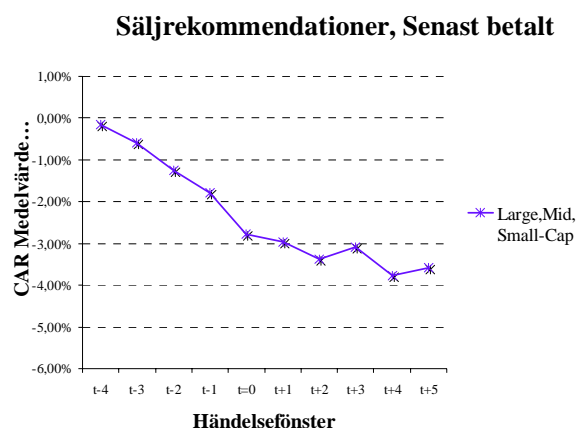
Tabell 7 visar den procentuella kursförändringen, baserat på stängningskursen för den aktuella dagen, fyra dagar innan rekommendationen ges fram till och med fem dagar efter rekommendationer. Överavkastning och ackumulerad överavkastningen visas som medelvärde samt median. Statistisk säkerhet mäts med p-värden. Data bygger på 44 säljrekommendationer gjorda av tidigare nämnda analytikerhus (se sidan 30) avseende bolag på den svenska börsens Mid- och Small-Cap lista för tiden mellan januari 2005 till och med december 2006. Fjärde dagen efter rekommendationsdagen är den enda dag i undersökning har statistisk signifikans.

Undersökningen visar på en starkt neråtgående trend. Ett tydligt mönster kan urskiljas där en negativ överavkastning kan urskiljas redan fyra dagar innan rekommendationen ges i t-4, för att sedan fortsätta fram till och med två dagar efter händelsen, t+2. En stark reaktion (över 0,5 procent) kan observeras i fem av de tio undersökta dagarna i händelsefönstret.

4.2.9 Säljrekommendationer Large-, Mid- & Small-Cap

TABELL 10
Säljrekommendationer • Large-, Mid- & Small-Cap • Senast Betalt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,15%	0,00%	0,3962	-0,15%	0,00%	0,3962
t-3	-0,44%	-0,20%	0,2013	-0,58%	-0,39%	0,1467
t-2	-0,68%	-0,57%	0,0673	-1,26%	-0,92%	0,0395
t-1	-0,53%	-0,21%	0,3408	-1,79%	-0,92%	0,0357
t=0	-0,98%	-0,52%	0,0929	-2,77%	-1,29%	0,0079
t+1	-0,20%	-0,20%	0,2928	-2,97%	-1,52%	0,0067
t+2	-0,40%	-0,12%	0,0777	-3,37%	-1,67%	0,0044
t+3	0,28%	0,13%	0,2299	-3,09%	-1,60%	0,0083
t+4	-0,69%	-0,47%	0,005	-3,78%	-2,97%	0,0020
t+5	0,20%	0,03%	0,4377	-3,58%	-2,66%	0,0051



Tabell 10 visar den procentuella kursförändringen, baserat på stängningskursen för den aktuella dagen, fyra dagar innan rekommendationen ges fram till och med fem dagar efter rekommendationsdagen. Överavkastning och ackumulerad överavkastningen visas som medelvärde samt median. Statistisk säkerhet mäts med p-värden. Data bygger på 69 säljrekommendationer gjorda av tidigare nämnda analytikerhus (se sidan 30) avseende bolag på den svenska börsens Large-, Mid- och Small-Cap lista för tiden mellan januari 2005 till och med december 2006. Alla säljrekommendationer oavsett listnotering ger en statistisk säkerställd överavkastning enbart på tidpunkten fyra dagar efter rekommendationsdag.

Undersökningen visar på en starkt nedåtgående trend. Ett tydligt mönster kan urskiljas där nedgången börjar redan fyra dagar innan rekommendationen ges, t-4, för att sedan fortsätta fram till och med två dagar efter händelsen, t+2. En stark reaktion (över 0,5 procent) kan observeras i fyra av de tio undersökta dagarna i händelsefönstret.

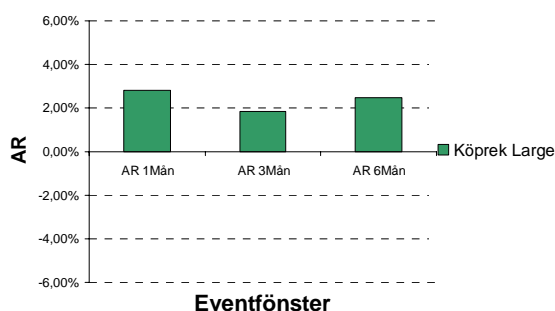
4.3 Lång sikt

4.3.1 Köprekommendationer Large-Cap

TABELL 41

Köprekommendationer • Large-Cap • Senast Betalt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde
t 1 Mån	2,80%	0,49%	0,2531
t 3 Mån	1,86%	-0,83%	0,1537
t 6 Mån	2,49%	2,97%	0,4622



Tabell 41 visar den procentuella överavkastningen, baserat på stängningskursen för en, tre respektive sex månader i förhållande till rekommendationsdagen. Överavkastning visas som medelvärde samt median. Statistisk säkerhet mäts med p-värden. Data för en och tre månader bygger på 103 köprekommendationer gjorda av tidigare nämnda analytikerhus (se sidan 30) avseende bolag på den svenska börsens Large-Cap lista för tiden mellan januari 2005 till och med december 2006. Sex månader efter rekommendationsdagen bygger data på 98 köprekommendationer. Ingen statistisk signifikans på köprekommendationer gällande Large-Cap uppvisas.

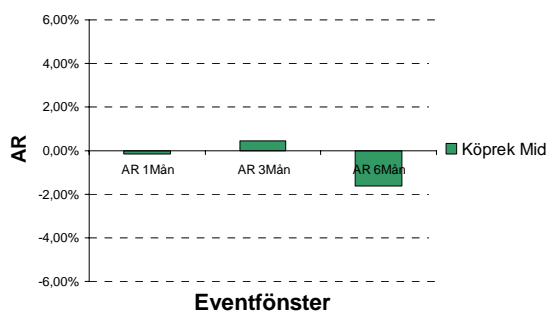
Undersökningen visar en positiv överavkastning på lång sikt för köprekommendationer givna på Large-Cap bolag på en, tre respektive sex månader. Undersökningen finner dock ingen signifikans för någon överavkastning och kan därför inte statistiskt påvisas.

4.3.2 Köprekommendationer Mid-Cap

TABELL 42

Köprekommendationer • Mid-Cap • Senast Betalt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde
t 1 Mån	-0,15%	-0,48%	0,8782
t 3 Mån	0,43%	0,28%	0,8072
t 6 Mån	-1,65%	-0,04%	0,5723



Tabell 42 visar den procentuella överavkastningen, baserat på stängningskursen för en, tre respektive sex månader i förhållande till rekommendationsdagen. Överavkastning och median visas som medelvärde. Statistisk säkerhet mäts med p-värden. Data för en och tre månader bygger på 80 köprekommendationer gjorda av tidigare nämnda analytikerhus (se sidan 30) avseende bolag på den svenska börsens Mid-Cap lista för tiden mellan januari 2005 till och med december 2006. För sex månader efter rekommendationsdagen bygger data på 71 köprekommendationer. Ingen statistisk signifikans på köprekommendationer gällande Mid-Cap uppvisas.

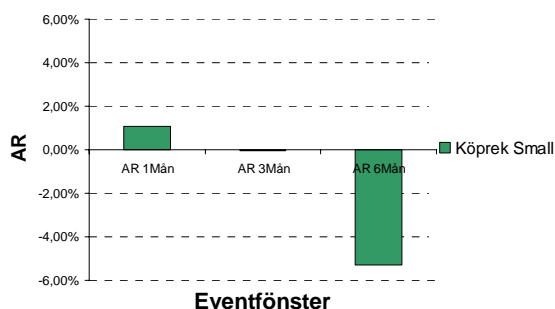
Tabellen och grafen vittnar om en relativt stor överavkastning på sex månaders sikt. Då det är köprekommendationer som studeras kan det tyckas att överavkastningen skall vara positiv vilket den inte är. På kortare sikt, en månad och tre månader, kan vi inte se någon större överavkastning.

4.3.3 Köprekommendationer Small-Cap

TABELL 43

Köprekommendationer • Small-Cap • Senast Betalt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde
t 1 Mån	1,07%	-2,04%	0,6553
t 3 Mån	-0,03%	0,08%	0,9948
t 6 Mån	-5,30%	-10,3%	0,4265



Tabell 43 visar den procentuella överavkastningen, baserat på stängningskursen för en, tre respektive sex månader i förhållande till rekommendationsdagen. Överavkastning och median visas som medelvärde. Statistisk säkerhet mäts med p-värden. Data för en och tre månader bygger på 39 köprekommendationer gjorda av tidigare nämnda analytikerhus (se sidan 30) avseende bolag på den svenska börsens Small-Cap lista för tiden mellan januari 2005 till och med december 2006. För sex månader efter rekommendationsdagen bygger data på 37 köprekommendationer. Ingen statistisk signifikans på köprekommendationer gällande Small-Cap uppvisas.

Köprekommendationer på Small-Cap listan visar på sex månaders sikt upp en stor negativ överavkastning. Då det är köprekommendationer som studeras kan överavkastningen förväntas vara positiv. Den negativa överavkastningen på i genomsnitt 5,3 procent finner dock ingen signifikans i vår undersökning. På kortare sikt ser vi en liten överavkastning på en månads sikt och i princip ingen överavkastning alls på tre månaders sikt.

4.3.4 Säljrekommendationer Large-Cap

TABELL 44

Säljrekommendationer • Large-Cap • Senast Betalt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde
t 1 Mån	0,23%	-0,95%	0,8904
t 3 Mån	1,36%	-1,89%	0,5986
t 6 Mån	2,68%	1,20%	0,3094

AR

Eventfönster

Tabell 44 visar den procentuella överavkastningen, baserat på stängningskursen för en, tre respektive sex månader i förhållande till rekommendationsdagen. Överavkastning och median visas som medelvärde. Statistisk säkerhet mäts med p-värden. Data för en och tre månader bygger på 25 säljrekommendationer gjorda av tidigare nämnda analytikerhus (se sidan 30) avseende bolag på den svenska börsens Large-Cap lista för tiden mellan januari 2005 till och med december 2006. För sex månader efter rekommendationsdagen bygger data på 21 köprekommendationer. Ingen statistisk signifikans på köprekommendationer gällande Large-Cap uppvisas.

Säljrekommendationer givna på Large-Cap bolag visar vid alla tre tidpunkter på en positiv överavkastning. Dock är överavkastningen liten vid en månad. På tre och sex månader är överavkastningen relativt stor 1,36 procent respektive 2,68 procent men vi finner ingen signifikans. Nämnas bör också att säljrekommendationer på kort sikt i vår undersökning oavsett lista reagerat med negativ överavkastning medan de här uppvisar positiv.

4.3.5 Säljrekommendationer Mid- & Small-Cap

TABELL 45

Säljrekommendationer • Mid & Small-Cap • Senast Betalt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	AR
t 1 Mån	0,93%	-0,78%	0,6341	0,93%
t 3 Mån	-2,83%	-3,45%	0,2552	-2,83%
t 6 Mån	-1,58%	-1,99%	0,7355	-1,58%

Tabell 45 visar den procentuella överavkastningen, baserat på stängningskursen för en, tre respektive sex månader i förhållande till rekommendationsdagen. Överavkastning och median visas som medelvärde. Statistisk säkerhet mäts med p-värden. Data för en och tre månader bygger på 44 Säljrekommendationer gjorda av tidigare nämnda analytikerhus (se sidan 30) avseende bolag på den svenska börsens Mid- och Small-Cap lista för tiden mellan januari 2005 till och med december 2006. För sex månader efter rekommendationsdagen bygger data på 36 köprekommendationer. Ingen statistisk signifikans på köprekommendationer gällande Mid- & Small-Cap uppvisas.

Vid undersökning på lång sikt av Mid- & Small-Cap säljrekommendationer uppvisas inget tydligt mönster. Positiv överavkastning påvisas en månad efter rekommendationsdagen och negativa överavkastningar på tre respektive sex månader. Den största reaktionen uppstår efter tre månader men finner inte signifikans i undersökningen och kan därför inte statistisk bevisas.

4.3.6 Köprekommendationer Large-, Mid & Small-Cap

TABELL 46

Köprekommendationer • Large-, Mid- & Small-Cap • Senast Betalt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	
t 1				
Mån	1,43%	-0,27%	0,2530	
t 3				
Mån	1,01%	0,03%	0,4223	
t 6				
Mån	-0,33%	-0,15%	0,8809	

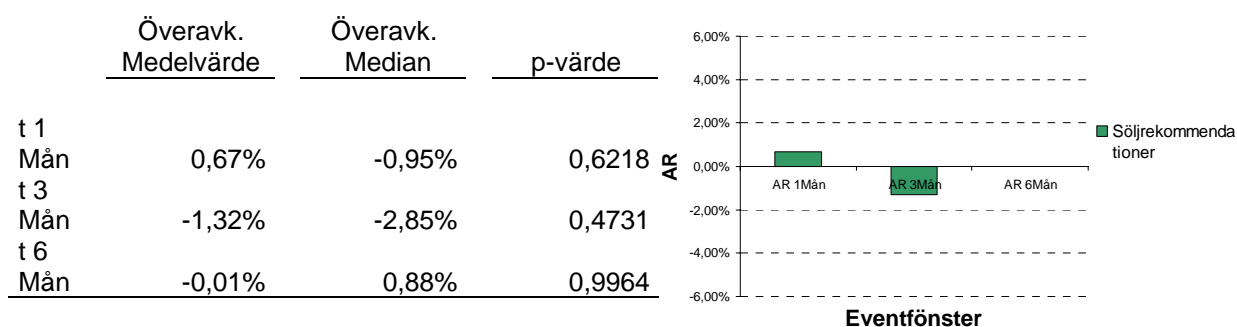
Tabell 46 visar den procentuella överavkastningen, baserat på stängningskursen för en, tre respektive sex månader i förhållande till rekommendationsdagen. Överavkastning och median visas som medelvärde. Statistisk säkerhet mäts med p-värden. Data för en och tre månader bygger på 222 köprekommendationer gjorda av tidigare nämnda analytikerhus (se sidan 30) avseende bolag på den svenska börsens Large-, Mid- och Small-Cap listor för tiden mellan januari 2005 till och med december 2006. För sex månader efter rekommendationsdagen bygger data på 206 köprekommendationer. Ingen statistisk signifikans på köprekommendationer gällande Large-, Mid- och Small-Cap uppvisas.

På lång sikt kan ingen tendens eller stor överavkastning på alla köprekommendationer givna i undersökningen iaktas. Störst överavkastningen finner vi en månad efter given rekommendation. Positiv, om än liten, överavkastning finner vi även efter tre månader. På sex månaders sikt finns däremot en liten negativ överavkastning.

4.3.7 Säljrekommendationer Large-, Mid & Small-Cap

TABELL 47

Säljrekommendationer • Large-, Mid- & Small-Cap • Senast Betalt



Tabell 47 visar den procentuella överavkastningen, baserat på stängningskursen för en, tre respektive sex månader i förhållande till rekommendationsdagen. Överavkastning och median visas som medelvärde. Statistisk säkerhet mäts med p-värden. Data för en och tre månader bygger på 69 säljrekommendationer gjorda av tidigare nämnda analytikerhus (se sidan 30) avseende bolag på den svenska börsens Large-, Mid- och Small-Cap listor för tiden mellan januari 2005 till och med december 2006. För sex månader efter rekommendationsdagen bygger data på 57 säljrekommendationer. Ingen statistisk signifikans på köprekommendationer gällande Large-, Mid- och Small-Cap uppvisas

Vid sammanställning av alla givna säljrekommendationer på lång sikt så observeras en väldigt liten överavkastningen oavsett vilken tidpunkt som studeras. Störst negativ överavkastning finner studien tre månader efter rekommendation släppts. Inget tydligt mönster kan urskiljas av den data som uppsatsen behandlar.

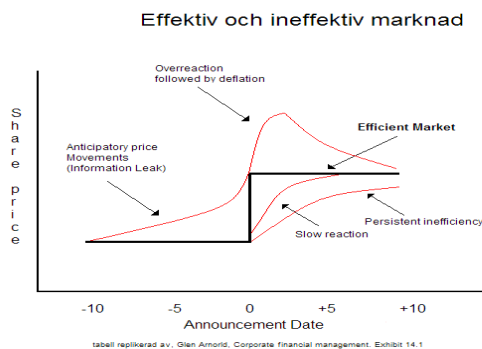
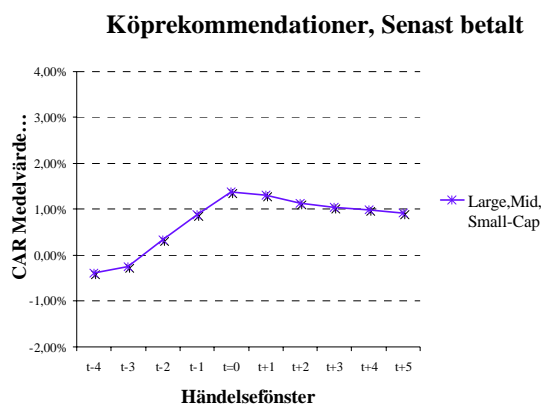
5 Analys

I analysavsnittet analyseras studiens resultat mot bakgrund av de i undersökningen redovisade teorier. Inledningsvis förs en diskussion avseende köprekommendationer på kort sikt som åtföljs av säljrekommendationer på kort sikt. Avslutningsvis behandlas alla rekommendationer, både köp- och säljrekommendationer, på lång sikt.

5.1 Kort sikt

5.1.1 Samtliga köprekommendationer

Överkastningen som följer analytikerhusens köprekommendationer på samtliga listor visar sammantaget på en svagt positiv reaktion hos marknaden vilket, enligt Effektiva marknadshypotesen, skulle tyda på en svag marknadseffektivitet. Mönstret tydliggörs vid en jämförelse av nedanstående figurer.



Figur 5.1 Effektiv och ineffektiv marknad⁶²

Ineffektivitet hos marknaden gör den fundamentala analysen effektiv vilket skapar möjlighet till överavkastning. Statistisk signifikans har kunnat påvisas för en respektive två dagar före rekommendationsdagen samt för själva rekommendationsdagen. Resultatet kan jämföras med studien genomförd av Dismorr *et al*⁶³ där statistisk signifikans endast gick att finna för rekommendationsdagen. En möjlig förklaring till skillnaden i fynd är att rekommendationerna i studien är av sekundär karaktär, det vill säga analytikerhusens kunder får många gånger del

⁶² Arnold G. (1998) s. 374

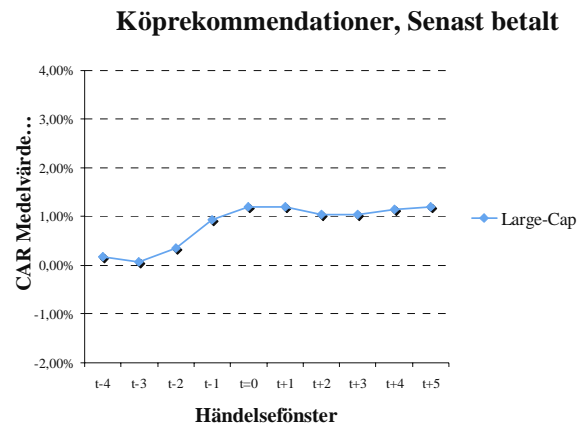
⁶³ Dismorr & Ingvarson & Hammarbäck (2005)

av informationen innan allmänheten. Dismorr *et al*⁶⁴ bygger dock på rekommendationer av primär karaktär då informationen hos finanstidningar inte går att tillgå före rekommendationsdagen.

5.1.2 Large-Cap

För köprekommendationer på kort sikt givna för Large-Cap bolag kan statistisk signifikans enbart påvisas en dag innan rekommendationsdagen. En analys av överkastningarna visar på svag till halvstark marknadseffektivitet enligt Effektiva marknadshypotesen. Fyndet kan tolkas som att informationsflödet om Large-Cap bolagen får antas vara större varvid rekommendationer får mindre genomslag.

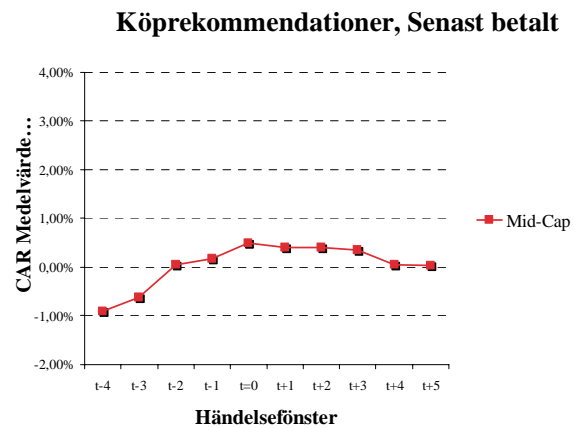
Dagen efter rekommendationsdagen uteblir den förväntade positiva reaktionen hos marknaden vilket kan förklaras med teorin om Konservativ snedvridning och tendens till underreaktion. En tendens hos marknaden att vidhålla en uppfattning gör det svårt att anpassa sig till ny information. Reaktionen som följer blir istället långsam och försiktig.



⁶⁴ Dismorr & Ingvarson & Hammarbäck (2005)

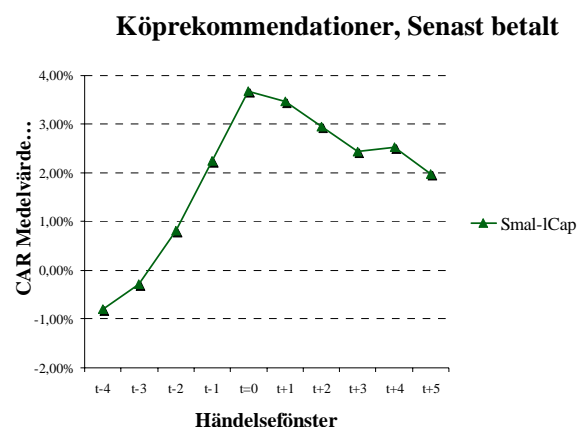
5.1.3 Mid-Cap

Vid analys av överavkastningarna för Mid-Cap skönjs ett nästintill identiskt mönster som för Large-Cap. Effektiviteten hos marknaden får även i detta fall anses vara svag till halvstark enligt teorin om den Effektiva marknadshypotesen. Även i detta fall kan reaktionen möjligen förklaras med teorin om Konservativ snedvridning och tendens till underreaktion.



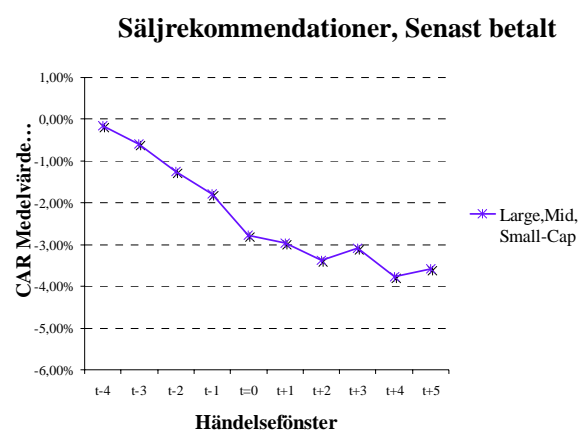
5.1.4 Small-Cap

Likt Large- och Mid-Cap så uppvisar köprekommendationer på Small-Cap överavkastning som kan tolkas som svagt effektiv marknad enligt Effektiva marknadshypotesen. Statistisk signifikans påvisas dock enbart för dagen innan rekommendationsdagen. En tänkbar förklaring till den relativt stora överavkastningen är teorin om Småbolageffekten enligt vilken avkastningen på mindre bolag, i förhållande till större, blir högre trots motsvarande risknivå. I kombination med denna teori kan styrkan hos reaktionen därtill förklaras med hjälp av teorin om Överoptimism och överdrivet självförtroende samt teorin om "Herding". Ökad omsättning och en övertro på rekommendationer resulterar i en överreaktion hos marknaden vilket leder till att kursen haussas.



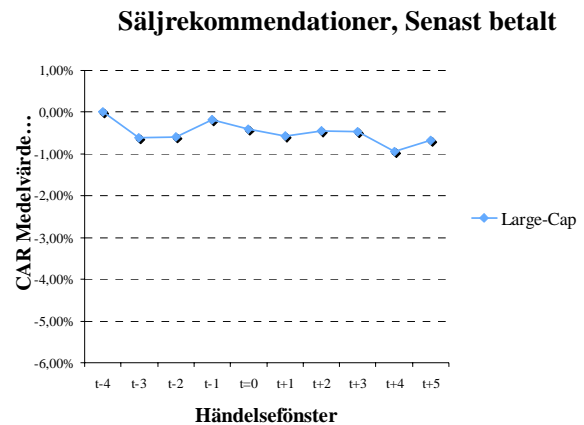
5.1.5 Samtliga säljrekommendationer

Vid undersökning av givna säljrekommendationer under studiens händelsefönster kan ett tydligt mönster skönjas med negativ överavkastning. Enligt teorin om den Effektiva marknadshypotesen skall detta mönster tolkas som att marknaden är svagt effektiv. Fundamental analys blir därmed effektiv vilket skapar möjlighet till överavkastning. Statistisk signifikans finns för data fyra dagar efter rekommendationsdagen. Den långa, utdragna negativa överavkastningen kan tolkas utifrån teorin ”Disposition effect”. Den hävdar att investerare tenderar att hålla på fallande aktier i syfte av att undvika en till synes dålig investering varvid ett kursfall med negativ överavkastning sker under en längre tid. En alternativ eller kompletterande tolkning kan göras utifrån teorin om ”Herding” som förklarar en lång negativ reaktion för överavkastningen med flockbeteende. Vid uppretrade dagar av negativ överavkastning kan det skapas ett säljtryck som sänker kursen ytterligare på grund av att investerare tenderar att följa ”kollektivet”.



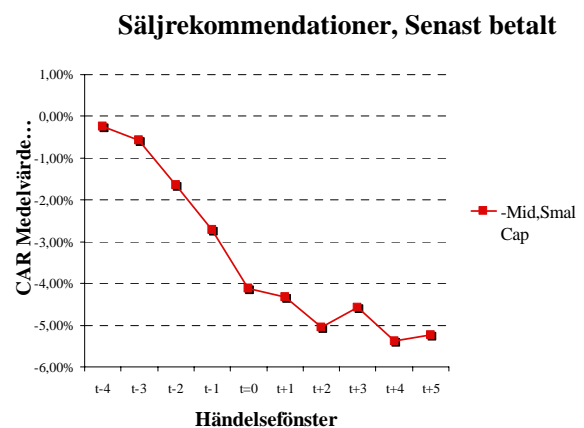
5.1.6 Säljrekommendationer, Large-Cap

Säljrekommendationer givna av analytikerhus gällande bolag noterade på Large-Cap har i studien liten påverkan på aktiekursen. Enligt teorin om den Effektiva marknadshypotesen skulle detta tolkas som att marknaden är halvstark varvid en fundamental analys är verkningslös. Studien uppvisar ingen signifikans för någon av handelsdagarna. En tänkbar förklaring till varför marknaden inte reagerar på rekommendationerna är teorin om Konservativ snedvridning och tendens till underreaktion. Denna menar att personer tenderar att vidhålla sin uppfattning om aktier oberoende av ny finansiell information. Teorin menar också att reaktioner och anpassning på ny information sker långsamt och försiktigt vilket också våra fynd tyder på.



5.1.7 Säljrekommendationer, Mid- & Small-Cap

Överavkastningen på de rekommendationer som ingår i undersökningen är som starkast för säljrekommendationer givna på Mid- & Small-Cap bolagen. Enligt teorin om den Effektiva marknadshypotesen kan detta tolkas som om att marknaden är svagt effektiv. Detta innebär att fundamental analys har ett värde och ger effekt på avkastningen. Den starka reaktionen i förhållande till bolag noterade på Large-Cap listan kan förklaras med hjälp av teorin om Småbolageffekten. Enligt denna kan man som investerare förvänta sig relativt högre avkastning på mindre bolag givet samma risk. Teorin om ”Herding” kan bidra till förståelse för i flera påföljande dagar negativa överavkastningen, där investerare tenderar att agera i enighet med övriga investerare. Signifikans, som



säkerställer överavkastningen, har kunnat påvisas fyra dagar efter rekommendationsdagen och kan kopplas till teorin om "Disposition effect". Enligt denna är fördröjningen i reaktionen att vänta då investerare tenderar undvika att sälja tidigare köpta aktier som minskat i värde.

5.2 Lång sikt

5.2.1 Analys lång sikt

Till skillnad från rekommendationer givna på kort sikt visar inte undersökningen någon påverkan för rekommendationer givna på lång sikt. De i undersökningen nämnda teorierna kan inte appliceras för att förklara överavkastningarna på lång sikt. Då ingen signifikans har gått att finna tyder även detta på att överavkastningen är slumpartad. Tidigare svenska studier (Lindén⁶⁵ och Berglund *et al*⁶⁶) visar på liknande resultat där överavkastning på lång sikt inte går att påvisa. Undersökningarna motsäger dock internationell forskning (Elton *et al*,⁶⁷ Stickel⁶⁸ och Womack⁶⁹) där rekommendationer visat sig ha effekt på överavkastningen upp till sex månader.

5.3 Sammanställning

Sammanfattningsvis tyder undersökningen på att rekommendationer utgivna av analytikerhusen har effekt på marknaden, mätt som överavkastning. Köprekommendationer ger upphov till högre verklig avkastning i förhållande till normalavkastningen medan det motsatta går att observera för säljrekommendationer. Resultaten i undersökningen går i de flesta fall inte statistisk att säkerställa men vår tolkning är att mönstren tydligt vittnar om en påverkan.

⁶⁵ Lindén (2006)

⁶⁶ Berglund & Kullenberg & Stenberg (1999)

⁶⁷ Elton E J. & Gruber M J. & Grossman S (1986)

⁶⁸ Stickel S E. (1995)

⁶⁹ Womack K L. (1996)

Att effekten av rekommendationerna skiljer sig åt, beroende på vilken lista bolaget är noterat, kan också klart urskiljas. Large-Cap bolag tenderar att inte påverkas lika mycket, eller inte alls, av rekommendationer medan små bolag, framförallt på Small-Cap tycks vara mer känsliga för externa analyser. Ett annat tydligt mönster är att rekommendationerna främst påverkar aktiekursen dagarna innan de släpps till allmänheten. En naturlig och tänkbar förklaring till detta fenomen är att kunder till analytikerhusen får del av informationen innan resten av marknaden. På lång sikt finns det inte stöd i våra data att rekommendationer har någon påverkan.

6 Förslag till fortsatt forskning

Förslag till fortsatt forskning är både grundade i de resultat som presenterats och i de metodöverväganden som gjorts under studiens gång.

- Genomföra liknande studie men där eventfönstret breddas till att sträcka sig längre fram i tiden. Detta kan motiveras med att vi i vår undersökning ser en tendens till fortsatt reaktion hos överavkastningarna. Optimalt hade varit att hitta ett eventfönster där en stagnation går att finna hos överavkastningarna
- Genomföra liknande forskning men där enbart köp- eller säljrekommendationer studeras, det vill säga rekommendationsändringar till öka, minska eller behåll exkluderas. Detta för att undersöka huruvida styrkan i rekommendationen har någon effekt på överavkastningen.
- Genomföra en studie med likartad design men under annan tvåårsperiod för att jämföra om rekommendationers effekt på marknaden blivit större eller mindre på senare år
- Förutom att mäta enbart kursförändringen även analysera hur omsättningen i handeln förändras vid rekommendationer. Detta skulle medföra ett kompletterande mått på rekommendationernas påverkan och skulle kunna ge svar på eventuellt samband mellan omsättningsökning och överavkastning.
- Undersöka ett större antal rekommendationer för att därigenom öka antalet säljrekommendationer i studien och möjliggöra uppdelning på Large-, Mid- och Small-Cap även bland dessa.
- Genomföra en liknande studie men där en känslighetsanalys med avseende till aktiens alfa och beta genomförs.

7 Källförteckning

7.1 Böcker

Arnold, G. (2005) Corporate Financial Management, Essex, Pearson Education Limited

Bryman, A. & Bell, E. (2003) Företagsekonomiska forskningsmetoder, New York, Oxford University Press

Montier, J. (2002) Behavioural Finance, West Sussex, John Wiley & Sons'

Wahlgren, L. (2005) SPSS – Steg för steg, Studentlitteratur

Thurén, T. (1991) Vetenskapsteori för nybörjare, Stockholm, Liber AB

7.2 Artiklar

Ashiya M. & Doi T. (2001) Herd behaviour of Japanese economists, *Journal of Economic Behavior and Organizations*, Vol. 46, s. 343 – 346

Ball R. & Brown P. (1968) An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, No. 2, s. 159-178

Banz R. W. (1981) The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks, *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, No. 1, s. 3-19

Barber B. & Lehavy R. & McNichols M. & Trueman B. (2001) Can Investors Profit from the Prophets? Security Analyst Recommendations and Stock Returns, *Journal of Finance*, Vol. 56, No. 2, s. 531-563

Bhardwaj Ravinder K. & Brooks L. D. (1993) Dual betas from bull and bear markets: Reversal of the size, *The Journal of Financial Research*, Vol. 16, No. 4, s. 269-284

Brody R. G. & Rees L. (1995-1996) The performance of popular investment magazine stock analysts *Journal of Applied Business Research*, Vol. 12, s. 42

Brown S. J. & Warner J. B. (1985) Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies, *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, No. 1, s. 3-32

Chung K.H. & Cho S-Y. (2005) Security analysis and market making, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 14, No. 1, s. 114-141

Coffey & Jen (2004) Our Scorecard, *Forbes*, Vol. 173, No. 2, s. 128 – 130

- Dann L. & Mayers D. & Raab R. (1977) Trading rules, large blocks, and the speed of price adjustment, *Journal of Financial Economics*, Vol. 4, s. 3-22
- Davidson III W. N. & Worrell D. L. (1992) The Effect of Product Recall Announcements on Shareholder Wealth, *Strategic Management Journal*, Vol. 13, No. 6, s. 467-473
- Dolley J. C. (1933) Characteristics and procedure of common stock split-ups, *Harvard Business Review*, s. 316-326
- Elroy D. & Marsh P. (1999) Murphy's Law and market anomalies, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 25, No. 2, s. 53-69
- Elton E. J. & Gruber M. J. & Grossman S. (1986) Discrete Expectational Data and Portfolio Performance, *Journal of Finance*, Vol. 41, No. 3, s. 699-713
- Fama E. F. & Fisher L. & Jensen M. C. & Roll R. (1969) The Adjustment of Stock Prices to New Information, *International Economic Review*, Vol. 10, No. 1, s. 1-21
- Fama E. F. (1970) Efficient capital markets: a review of the theory and empirical work, *The Journal of Finance*, Vol. 25 s. 383-417
- Fama E. F. (1991) Efficient capital markets II *The Journal of Finance*, Vol. 46, s. 1575 – 1617
- Fama E. F. (1998) Market efficiency, long term returns and behavioural finance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, s. 283 – 306
- Ferreira E. J. & Smith S. D. (2003) Wall Street Week: Information or entertainment? *Financial Analysts Journal*, Vol. 59, s. 45
- Groth J. C. & Lewellen W. G. & Schlarbaum G. G. *et al* (1979) An Analysis of Brokerage House Securities Recommendations, *Financial Analysts Journal*, Vol. 35, No. 1, s. 32
- Ho M. J. & Harris R. S. (1998) Market reactions to messages from brokerage ratings systems, *Financial Analysts Journal*, Vol. 54, No. 1, s. 49-57
- Kim S. T. & Lin J-C. & Slovin M. B. (1997), Market Structure, Informed Trading, and Analysts' Recommendations, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 32, No. 4, s. 507-524
- Koh J. & Venkatraman N. (1991) Joint Venture Formations and Stock Market Reactions: An Assessment in the Information Technology Sector, *Academy of Management Journal*, Vol. 31, No. 4, s. 869-893
- MacKinlay C. A. (1997) Event Studies in Economics and Finance, *Journal of Economic*, Vol. XXXV, s. 13-39
- McEwan (2007) Alpha/beta: "Is it the dog or the tail?" *Futures* Vol. 4 s. 32-34

McWilliams, Abigail & Siegel, Donald (1997), Event studies in management research: Theoretical and empirical issues, *Academy of Management Journal*, Vol. 40, No. 3, s. 626-657

Metha (2004) Grading our picks, *Fortune*, Vol. 150, No. 12, s 12-15

Netter J. M. & Mitchell M. L. (1989) Triggering the 1987 stock market crash: Antitakeover provisions in proposed House Ways and Means Committee tax bill, *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, s. 37-49

Reinganum M. R. (1981) Abnormal Returns in Small Firm Portfolios, *Financial Analysts Journal*, Vol. 37, No. 2, s. 52-57

Scianni G. N. (2003) From behind the corporate veil: the outing of Wall Street's investment banking scandals – why recent regulations may not mean the dawn of a new day, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Vol. 9, No. 1, s. 257

Shefrin H. & Statman M. (1985) The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence, *The Journal of Finance*. Vol. 40. No. 3, s. 777-790

Shefrin H. & Statman M. (2000) Behavioural Portfolio, Theory, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 35, No. 2, s. 127-151

Stewart P. (2006) Behavioral Finance – Not to be ignored, *Trusts & Estates*, Jun 2006 Vol. 145, s. 46

Stickel S. (1992) Reputation and Performance Among Security Analysts, *Journal of Finance*, Vol. 47, s. 1811-1836

Stickel S. (1995) The Anatomy of the Performance of Buy and Sell Recommendations, *Journal of Finance*, Vol. 51, s. 25-39

Womack K. (1996) Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value? *Journal of Finance*, Vol. 51, s. 137-167

7.3 Uppsatser

Berglund & Kullenberg & Stenberg (1999) Affärstidningens rekommendationer, Magisteruppsats vid Lunds Universitet.

Carnebring & Ekstrand & Pettersson (1999) Köprekommendationers påverkan på aktiekursen. En studie av Finanstidningen, Magisteruppsats vid Lunds Universitet.

Dismorr & Ingvarson & Hammarbäck (2005) En jämförelse mellan Affärsvärldens och Veckans Affärers köprekommendationer, Kandidatuppsats vid Lunds Universitet.

Lindén (2006) Are stock recommendations in Swedish newspapers/magazines adequate?, Göteborgs Handelshögskola

7.4 Tidskrifter

Euroweek, London, 10 februari 2006, s. 1

7.5 Elektroniska källor

Finansinspektionen

<http://www.fi.se>

Nationalencyklopedin

<http://www.ne.se>

Starmine

<http://www.starmine.com>

8 Bilagor

8.1 Köprekommendationer

Alla köprekommendationer från de av StarMine tio högst rankade analytikerhusen från januari 2005 till december 2006 enligt vårt urval

Hus	Rekommendation	Tidigare	Bolag	Datum	Lista
Merill Lynch	Köp	Neutral	ABB Ltd	06-04-07	Large
Evli	Köp	Neutral	ABB Ltd	06-05-03	Large
Credit Suisse	Bättre än index	Neutral	ABB Ltd	06-08-24	Large
Deutsche Bank Securities	Köp	Neutral	ABB Ltd	06-09-14	Large
Handelsbanken CM	Öka	Neutral	Assa Abloy B	05-01-18	Large
CA Cheuvreux	Bättre än index	Neutral	Assa Abloy B	05-10-12	Large
Deutsche Bank Securities	Köp	Neutral	AstraZeneca	05-10-06	Large
Handelsbanken CM	Öka	Neutral	AstraZeneca	06-03-20	Large
Credit Suisse	Bättre än index	Neutral	AstraZeneca	06-05-26	Large
City Group	Köp	Neutral	AstraZeneca	06-12-13	Large
Credit Suisse	Bättre än index	Neutral	Atlas Copco A	05-01-25	Large
Danske Securities	Köp	Neutral	Atlas Copco A	05-02-01	Large
Merill Lynch	Köp	Neutral	Atlas Copco A	06-03-31	Large
CA Cheuvreux	Bättre än index	Neutral	Atlas Copco A	06-10-09	Large
Handelsbanken CM	Öka	Neutral	Atlas Copco A	06-10-25	Large
Handelsbanken CM	Öka	Neutral	Boliden	05-07-26	Large
Credit Suisse	Bättre än index	Neutral	Boliden	06-01-13	Large
UBS	Köp	Neutral	Boliden	06-01-31	Large
Deutsche Bank Securities	Köp	Neutral	Boliden	06-05-31	Large
Handelsbanken CM	Öka	Neutral	Electrolux B	05-10-27	Large
CA Cheuvreux	Bättre än index	Neutral	Electrolux B	05-10-28	Large
Evli	Köp	Neutral	Electrolux B	05-12-14	Large
Handelsbanken CM	Köp	Neutral	Eniro	05-03-01	Large
Deutsche Bank Securities	Köp	Neutral	Eniro	05-08-25	Large
CA Cheuvreux	Bättre än index	Neutral	Eniro	05-09-13	Large
Handelsbanken CM	Köp	Neutral	Eniro	06-08-16	Large
CA Cheuvreux	Bättre än index	Neutral	Ericsson B	05-03-30	Large
Credit Suisse	Bättre än index	Sämre än index	Ericsson B	05-09-08	Large
Handelsbanken CM	Öka	Neutral	Ericsson B	05-10-12	Large
CA Cheuvreux	Bättre än index	Neutral	Ericsson B	06-04-25	Large
Merill Lynch	Köp	Neutral	Ericsson B	06-07-24	Large
Handelsbanken CM	Öka	Neutral	Getinge B	06-12-13	Large
Handelsbanken CM	Köp	Prisvärd	Hennes & Mauritz B	05-05-31	Large
Evli	Köp	Neutral	Hennes & Mauritz B	06-01-30	Large
Handelsbanken CM	Köp	Neutral	Hennes & Mauritz B	06-10-02	Large
CA Cheuvreux	Bättre än index	Neutral	Hexagon B	06-04-18	Large
CA Cheuvreux	Bättre än index	Neutral	Holmen B	06-06-12	Large
Handelsbanken CM	Öka	Neutral	Holmen B	06-06-22	Large
Danske Securities	Köp	Neutral	Holmen B	06-08-17	Large
Handelsbanken CM	Öka	Neutral	Investor B	06-04-19	Large
Handelsbanken CM	Köp	Neutral	JM	06-08-28	Large
Handelsbanken CM	Öka	Neutral	Kungsleden	06-08-17	Large
Handelsbanken CM	Köp	Neutral	Lundin Petroleum	06-08-21	Large

Handelsbanken CM	Köp	Neutral	Meda A	06-06-22	Large
Handelsbanken CM	Köp	Neutral	Millicom Internation	06-08-28	Large
CA Cheuvreux	Bättre än index	Neutral	Modern Times Group B	05-02-24	Large
Handelsbanken CM	Köp	Neutral	Modern Times Group B	05-10-27	Large
CA Cheuvreux	Bättre än index	Neutral	NCC B	06-08-28	Large
Handelsbanken CM	Öka	Neutral	NCC B	06-08-28	Large
Credit Suisse	Bättre än index	Neutral	Nokia	05-05-17	Large
Merill Lynch	Köp	Neutral	Nokia	05-08-09	Large
CA Cheuvreux	Bättre än index	Neutral	Nokia	05-09-29	Large
Credit Suisse	Bättre än index	Neutral	Nordea Bank	05-02-24	Large
Handelsbanken CM	Öka	Neutral	Nordea Bank	05-10-11	Large
Evli	Köp	Neutral	Nordea Bank	06-03-06	Large
CA Cheuvreux	Bättre än index	Sämre än index	OMX	05-11-22	Large
Handelsbanken CM	Köp	Neutral	Peab B	06-08-29	Large
CA Cheuvreux	Bättre än index	Neutral	Q-med	06-07-04	Large
Handelsbanken CM	Öka	Neutral	Sandvik	06-05-03	Large
CA Cheuvreux	Bättre än index	Neutral	Sandvik	06-05-05	Large
Handelsbanken CM	Öka	Neutral	SAS	05-01-19	Large
Handelsbanken CM	Öka	Neutral	SAS	06-08-15	Large
Danske Securities	Köp	Neutral	SAS	06-10-09	Large
Deutsche Bank Securities	Köp	Neutral	SCA B	06-01-24	Large
Credit Suisse	Bättre än index	Neutral	Scania B	06-08-21	Large
Handelsbanken CM	Öka	Neutral	Scania B	06-09-14	Large
CA Cheuvreux	Bättre än index	Neutral	Scania B	06-09-29	Large
Credit Suisse	Bättre än index	Neutral	SEB A	06-10-31	Large
Merill Lynch	Köp	Neutral	Securitas B	06-05-11	Large
Danske Securities	Köp	Neutral	Securitas B	06-08-15	Large
Handelsbanken CM	Köp	Neutral	Securitas B	06-08-15	Large
CA Cheuvreux	Bättre än index	Neutral	Securitas B	06-10-09	Large
Handelsbanken CM	Köp	Prisvärd	Skanska B	05-11-23	Large
Deutsche Bank Securities	Köp	Neutral	Skanska B	06-10-06	Large
Evli	Köp	Neutral	SKF B	05-01-27	Large
Deutsche Bank Securities	Köp	Neutral	SKF B	05-04-21	Large
CA Cheuvreux	Bättre än index	Neutral	SKF B	05-10-21	Large
Credit Suisse	Bättre än index	Neutral	SKF B	06-11-20	Large
Handelsbanken CM	Öka	Neutral	SSAB A	05-04-14	Large
UBS	Köp	Neutral	SSAB A	06-04-25	Large
CA Cheuvreux	Bättre än index	Neutral	Stora Enso R	06-06-20	Large
UBS	Köp	Neutral	Swedbank A	05-04-05	Large
CA Cheuvreux	Bättre än index	Neutral	Swedbank A	06-02-28	Large
CA Cheuvreux	Bättre än index	Sämre än index	Swedbank A	06-06-30	Large
Credit Suisse	Bättre än index	Neutral	Swedbank A	06-08-15	Large
Handelsbanken CM	Öka	Neutral	Swedbank A	06-08-15	Large
Merill Lynch	Köp	Neutral	Swedbank A	06-09-11	Large
Deutsche Bank Securities	Köp	Neutral	Swedish Match	05-07-22	Large
CA Cheuvreux	Bättre än index	Neutral	Swedish Match	05-10-27	Large
Danske Securities	Köp	Neutral	Tele2 B	05-07-27	Large
Handelsbanken CM	Öka	Neutral	Tele2 B	05-10-28	Large
Credit Suisse	Bättre än index	Neutral	TeliaSonera	05-09-09	Large
Merill Lynch	Köp	Neutral	TeliaSonera	05-10-11	Large
Handelsbanken CM	Öka	Prisvärd	TeliaSonera	05-10-27	Large
UBS	Köp	Neutral	TeliaSonera	05-11-28	Large
CA Cheuvreux	Bättre än index	Sämre än index	TeliaSonera	06-01-02	Large
Deutsche Bank Securities	Köp	Neutral	TeliaSonera	06-02-22	Large

Handelsbanken CM	Köp	Neutral	Tietonator	05-10-25	Large
CA Chevreux	Bättre än index	Neutral	Tietonator	05-12-30	Large
Handelsbanken CM	Öka	Neutral	Trelleborg B	06-06-28	Large
Evli	Öka	Neutral	Volvo B	05-11-28	Large
UBS	Köp	Neutral	Volvo B	06-09-06	Large
Handelsbanken CM	Öka	Neutral	Volvo B	06-09-08	Large
Kaupthing	Öka	Ingen	Active Biotech	06-09-27	Mid
Kaupthing	Köp	Ingen	Addtech B	05-08-23	Mid
Kaupthing	Köp	Ingen	Anoto Group	05-10-20	Mid
HQ	Köp	Ingen	Anoto Group	06-03-15	Mid
SEB	Köp	ingen	Axis Communications	06-10-19	Mid
Kaupthing	Köp	Ingen	Beijer Alma B	06-02-14	Mid
SEB	Öka	ingen	Bilia A	05-08-01	Mid
Swedbank	Köp	ingen	Bilia A	05-09-09	Mid
Kaupthing	Sälj	Ingen	Billerud	05-08-09	Mid
SEB	Öka	ingen	Billerud	05-11-10	Mid
Swedbank	Köp	ingen	Broström B	06-03-08	Mid
Handelsbanken	Köp	ingen	Cardo	06-08-17	Mid
Kaupthing	Öka	Ingen	Cardo	06-02-09	Mid
Kaupthing	Öka	Ingen	Clas Ohlson B	05-09-13	Mid
Handelsbanken	Öka	ingen	Clas Ohlson B	06-09-11	Mid
Kaupthing	Öka	Ingen	Gunnebo Industrier	06-11-10	Mid
HQ	Köp	Ingen	Haldex	05-10-31	Mid
CA Chevreux	Köp	sämre än index	Haldex	06-02-27	Mid
Carnegie	Bättre än index	Ingen	HiQ International	06-08-24	Mid
SEB	Öka	ingen	HiQ International	05-05-17	Mid
Handelsbanken	Öka	ingen	HiQ International	06-08-28	Mid
Swedbank	Köp	ingen	Home Properties	05-10-10	Mid
CA Chevreux	Bättre än index	ingen	HQ	06-07-13	Mid
Kaupthing	Öka	Ingen	Höganäs B	05-10-20	Mid
Kaupthing	Öka	Ingen	IBS B	06-02-06	Mid
Danske Securities	Köp	Ingen	IBS B	06-03-20	Mid
HQ	Köp	Ingen	IFS B	05-11-03	Mid
Kaupthing	Öka	Minska	IFS B	06-01-20	Mid
Carnegie	Bättre än index	Ingen	Lindex	05-10-13	Mid
SEB	Köp	ingen	Lindex	05-11-28	Mid
Kaupthing	Köp	Minska	Lindex	06-05-23	Mid
Swedbank	Köp	ingen	Lindex	06-06-28	Mid
HQ	Köp	Ingen	Mekonomen B	05-05-26	Mid
Kaupthing	Öka	Ingen	Mekonomen B	05-09-05	Mid
Handelsbanken	Öka	ingen	Mekonomen B	06-02-22	Mid
Handelsbanken	Öka	ingen	Metro International B	05-01-10	Mid
Danske Securities	Köp	Ingen	Metro International B	05-07-12	Mid
Handelsbanken	Öka	öka	Metro International B	06-09-14	Mid
Carnegie	Bättre än index	Ingen	Metro International B	06-10-25	Mid
ABN Amro	Köp	Ingen	Metro International B	06-11-30	Mid
CA Chevreux	Bättre än index	ingen	Micronic	05-10-27	Mid
Swedbank	Köp	ingen	Micronic	06-04-19	Mid
CA Chevreux	Bättre än index	sämre än index	Micronic	06-06-22	Mid
Kaupthing	Köp	Ingen	Micronic	05-10-05	Mid
Kaupthing	Öka	Minska	Micronic	06-10-24	Mid
ABG	Köp	Ingen	Micronic	06-12-29	Mid
Kaupthing	Köp	Ingen	Munters	05-09-15	Mid
Carnegie	Bättre än index	Sämre än index	Munters	06-08-11	Mid

Carnegie	Bättre än index	Ingen	New Wave Group B	05-10-06	Mid
HQ	Köp	Ingen	NIBE B	06-12-12	Mid
Kaupthing	Öka	Ingen	Nolato B	06-02-09	Mid
Kaupthing	Minska	Öka	Nolato B	06-09-29	Mid
Carnegie	Köp	Ingen	Observer	05-08-08	Mid
SEB	Öka	ingen	Observer	05-12-13	Mid
CA Chevreux	Köp	ingen	Orc Software	05-09-13	Mid
Carnegie	Bättre än index	Ingen	Orc Software	06-07-20	Mid
Danske Securities	Köp	Ingen	Orc Software	06-09-05	Mid
Carnegie	Bättre än index	Ingen	Orexo	06-07-06	Mid
Kaupthing	Köp	Ingen	PartnerTech	05-07-18	Mid
Handelsbanken	Öka	ingen	RNB Retail and Brands	05-01-27	Mid
SEB	öka	ingen	Sectra B	06-09-21	Mid
HQ	Köp	Ingen	Sweco B	05-02-22	Mid
Swedbank	Köp	ingen	Svedbergs	06-02-22	Mid
CA Chevreux	Bättre än index	ingen	Teleca B	05-03-17	Mid
Carnegie	Bättre än index	Ingen	Teleca B	05-06-17	Mid
Kaupthing	Öka	Ingen	Teleca B	05-12-27	Mid
SEB	Öka	ingen	Telelogic	05-10-05	Mid
CA Chevreux	Bättre än index	ingen	Telelogic	06-01-03	Mid
Carnegie	Bättre än index	Ingen	Telelogic	06-01-30	Mid
Handelsbanken	Köp	ingen	Telelogic	06-02-14	Mid
Kaupthing	Öka	Ingen	Telelogic	06-04-25	Mid
SEB	Köp	ingen	TradeDoubler	06-11-30	Mid
Kaupthing	Öka	Ingen	TradeDoubler	06-12-15	Mid
CA Chevreux	Bättre än index	ingen	Transcom WorldWide	05-09-23	Mid
Kaupthing	Köp	Ingen	Transcom WorldWide	05-10-21	Mid
Handelsbanken	Köp	ingen	Unibet Group	05-05-17	Mid
HQ	Köp	neutral	Unibet Group	05-08-24	Mid
HQ	Köp	Ingen	Wallenstam B	05-12-14	Mid
Kaupthing	Öka	Ingen	Wallenstam B	06-02-17	Mid
Kaupthing	Öka	Ingen	Wihlborgs	06-02-14	Mid
Kaupthing	Köp	Ingen	Balder B	05-12-29	Small
Handelsbanken	Köp	ingen	Beijer B	06-03-20	Small
Carnegie	Bättre än index	Ingen	Biotage	06-01-17	Small
Kaupthing	Öka	Ingen	Boss Media	06-02-14	Small
Carnegie	Bättre än index	Ingen	Boss Media	06-03-09	Small
Kaupthing	Köp	Ingen	CTT Systems	06-09-26	Small
Kaupthing	Öka	Ingen	Cybercom	06-02-09	Small
Carnegie	Bättre än index	neutral	Cybercom	06-08-21	Small
Kaupthing	Köp	Ingen	Diamyd Medical B	06-08-23	Small
Swedbank	Köp	ingen	Elanders B	06-01-30	Small
Kaupthing	Öka	Ingen	Enea	05-12-07	Small
SEB	Öka	ingen	Enea	06-09-21	Small
ABG	Köp	Ingen	Enea	06-12-27	Small
Handelsbanken	Öka	ingen	HL Display B	06-10-10	Small
Kaupthing	Öka	Minska	Karo Bio	06-08-11	Small
Handelsbanken	Köp	ingen	Karo Bio	06-09-06	Small
ABG	Köp	Ingen	Karo Bio	06-12-29	Small
Kaupthing	Öka	Minska	Karolin Machine Tool	06-02-20	Small
Handelsbanken	Köp	ingen	Lagercrantz Group B	06-09-08	Small
Kaupthing	Öka	Ingen	Medivir B	05-12-13	Small
Carnegie	Bättre än index	Ingen	Medivir B	06-06-14	Small
Handelsbanken	Köp	ingen	Medivir B	06-09-14	Small

Carnegie	Bättre än index	Ingen	Netonnet	05-08-30	Small
Kaupthing	Köp	Ingen	Nocom B	06-08-29	Small
HQ	Köp	Ingen	NOTE	06-01-20	Small
HQ	Köp	Ingen	NOTE	06-01-20	Small
Kaupthing	Öka	Minska	NOTE	06-08-11	Small
Kaupthing	Öka	Ingen	Ortivus B	05-10-27	Small
Handelsbanken	Köp	ingen	PA Resources	05-05-03	Small
Carnegie	Bättre än index	Ingen	Poolia B	05-11-11	Small
Handelsbanken	Öka	ingen	ProAct IT Group	06-09-01	Small
Carnegie	Bättre än index	neutral	Proffice B	05-11-07	Small
Swedbank	Köp	ingen	Profil Gruppen B	06-02-07	Small
Handelsbanken	Köp	ingen	RaySearch Laboratory	05-11-21	Small
Kaupthing	Köp	Ingen	Semcon	06-08-24	Small
Handelsbanken	Köp	ingen	Semcon	06-08-28	Small
Kaupthing	Köp	Ingen	Sensys Traffic	06-07-05	Small
Handelsbanken	Köp	ingen	Vitrolife	06-04-13	Small
Carnegie	Bättre än index	Ingen	Zodiak Television	06-06-02	Small

8.2 Säljrekommendationer

Alla säljrekommendationer från de av StarMine tio högst rankade analytikerhusen från januari 2005 till december 2006 enligt vårt urval.

Hus	Rekommendation	Tidigare	Bolag	Datum	Lista
CA Cheuvreux	Sälj	Neutral	Alfa Laval	06-03-13	Large
Handelsbanken CM	Minska	Neutral	Axfood	06-10-17	Large
Credit Suisse	Sämre än index	Bättre än index	Ericsson B	05-01-12	Large
Credit Suisse	Sämre än index	Neutral	Hennes & Mauritz B	05-12-20	Large
Handelsbanken CM	Minska	Neutral	Meda A	06-10-25	Large
CA Cheuvreux	Sämre än index	Bättre än index	Modern Times Group B	06-10-26	Large
Credit Suisse	Neutral	Bättre än index	Nordea Bank	05-03-22	Large
CA Cheuvreux	Sämre än index	Neutral	Nordea Bank	05-10-28	Large
Handelsbanken CM	Minska	Avakta	OMX	05-01-24	Large
CA Cheuvreux	Sämre än index	Neutral	OMX	05-02-03	Large
CA Cheuvreux	Sämre än index	Bättre än index	Q-med	06-10-09	Large
Credit Suisse	Sämre än index	Neutral	Sandvik	05-03-17	Large
CA Cheuvreux	Sämre än index	Bättre än index	Scania B	06-11-09	Large
CA Cheuvreux	Sämre än index	Bättre än index	Swedbank A	06-03-20	Large
Handelsbanken CM	Minska	Neutral	Swedish Match	05-07-04	Large
Handelsbanken CM	Minska	Neutral	Swedish Match	06-08-09	Large
CA Cheuvreux	Sämre än index	Neutral	Tele2 B	05-09-08	Large
Evli	Minska	Neutral	Tele2 B	06-06-01	Large
CA Cheuvreux	Sämre än index	Neutral	Tele2 B	06-11-02	Large
CA Cheuvreux	Sämre än index	Neutral	TeliaSonera	05-10-14	Large
Deutsche Bank Securities	Behåll	Köp	TeliaSonera	06-09-25	Large
CA Cheuvreux	Sämre än index	Bättre än index	Tietonator	06-05-18	Large
CA Cheuvreux	Sälj	Neutral	Trelleborg B	05-09-08	Large
Credit Suisse	Sälj	Neutral	Volvo B	05-04-05	Large
CA Cheuvreux	Sämre än index	Neutral	Öresund	05-01-25	Large
Handelsbanken	Minska	ingen	Active Biotech	06-08-16	Mid
Carnegie	Sämre än index	Ingen	Anoto Group	05-05-12	Mid

CA Chevreux	Sämre än index	ingen	Billerud	05-05-31	Mid
Carnegie	Sämre än index	Ingen	Billerud	05-11-11	Mid
Kaupthing	Minska	Ingen	Bure Equity	05-03-10	Mid
Carnegie	Sämre än index	Ingen	Cardo	05-08-11	Mid
Carnegie	Sämre än index	Ingen	Clas Ohlson B	06-09-13	Mid
Kaupthing	Minska	Ingen	Gunnebo	06-02-09	Mid
CA Chevreux	Sämre än index	ingen	Haldex	05-09-08	Mid
Carnegie	Sämre än index	Ingen	Haldex	06-04-27	Mid
Kaupthing	Minska	Ingen	Haldex	06-04-27	Mid
CA Chevreux	Sämre än index	ingen	HiQ International	06-08-28	Mid
Swedbank	Sälj	köp	Home Properties	06-12-08	Mid
Carnegie	Sämre än index	Ingen	IBS B	05-08-17	Mid
Kaupthing	Minska	Ingen	IFS B	05-10-21	Mid
Kaupthing	Minska	Ingen	Lindex	05-06-22	Mid
Carnegie	Sämre än index	bättre än index	Lindex	06-12-08	Mid
Carnegie	Sämre än index	Ingen	LjungbergGruppen B	06-02-28	Mid
CA Chevreux	Sämre än index	ingen	Metro International B	05-12-28	Mid
CA Chevreux	Sämre än index	bättre än index	Micronic	06-06-16	Mid
Kaupthing	Minska	Köp	Micronic	06-04-25	Mid
Carnegie	Sämre än index	Ingen	Munters	05-10-05	Mid
Kaupthing	Sälj	Ingen	New Wave Group B	05-02-18	Mid
Carnegie	Neutral	bättre än index	New Wave Group B	06-02-22	Mid
Carnegie	Sämre än index	Ingen	NIBE B	05-08-11	Mid
Kaupthing	Minska	Ingen	NIBE B	05-08-11	Mid
CA Chevreux	Sämre än index	ingen	Observer	05-08-09	Mid
CA Chevreux	Sämre än index	köp	Orc Software	06-02-28	Mid
Kaupthing	Minska	Ingen	Sectra B	05-01-24	Mid
HQ	Sälj	Ingen	SkiStar B	06-11-30	Mid
HQ	Neutral	Köp	Sweco B	05-09-08	Mid
SEB	Minska	ingen	Tanganyika Oil	06-11-16	Mid
Carnegie	Neutral	bättre än index	Teleca B	06-04-28	Mid
Carnegie	Sämre än index	neutral	Teleca B	06-09-07	Mid
Carnegie	Neutral	bättre än index	Biotage	06-08-09	Small
Kaupthing	Minska	Köp	CTT Systems	06-11-17	Small
Kaupthing	Minska	Köp	Diamyd Medical B	06-10-26	Small
Kaupthing	Minska	Ingen	Karo Bio	06-04-25	Small
Kaupthing	Minska	Öka	Medivir B	06-12-08	Small
Kaupthing	Minska	Ingen	NOTE	05-11-03	Small
Carnegie	Neutral	bättre än index	Proffice B	06-04-25	Small
Carnegie	Sämre än index	Ingen	Rottneros	05-10-17	Small
Kaupthing	Minska	Ingen	Rottneros	05-11-03	Small
Swedbank	Sälj	ingen	Rottneros	06-12-28	Small

8.3 Rekommendationer kort sikt

TABELL 1

Köprekommendationer • Large-Cap • Senast Betalt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	0,18%	0,10%	0,2651	0,18%	0,10%	0,2551
t-3	-0,11%	-0,01%	0,6985	0,07%	0,25%	0,8249
t-2	0,29%	0,09%	0,2963	0,36%	0,46%	0,4352
t-1	0,58%	0,22%	0,0311	0,94%	0,48%	0,0829
t=0	0,27%	-0,19%	0,2449	1,21%	0,70%	0,0421
t+1	-0,01%	-0,02%	0,9198	1,20%	0,95%	0,0400
t+2	-0,16%	-0,20%	0,2502	1,04%	1,04%	0,0950
t+3	0,00%	-0,08%	0,9761	1,04%	1,06%	0,1011
t+4	0,11%	-0,14%	0,5405	1,15%	0,81%	0,0891
t+5	0,06%	-0,13%	0,7818	1,21%	1,29%	0,0886

TABELL 2

Köprekommendationer • Mid-Cap • Senast Betalt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,91%	-0,27%	0,1313	-0,91%	-0,27%	0,1313
t-3	0,29%	0,04%	0,3431	-0,62%	-0,16%	0,3833
t-2	0,66%	0,31%	0,0701	0,05%	0,38%	0,9586
t-1	0,13%	0,14%	0,7571	0,17%	0,48%	0,8596
t=0	0,32%	-0,07%	0,3031	0,49%	0,63%	0,6239
t+1	-0,08%	-0,35%	0,7787	0,40%	0,37%	0,6963
t+2	-0,01%	-0,28%	0,9751	0,40%	1,37%	0,7210
t+3	-0,04%	-0,12%	0,8224	0,36%	1,15%	0,7542
t+4	-0,31%	-0,47%	0,1109	0,05%	0,58%	0,9645
t+5	-0,02%	-0,15%	0,8999	0,03%	0,85%	0,9814

TABELL 3

Köprekommendationer • Small-Cap • Senast Betalt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,79%	-0,53%	0,1138	-0,79%	-0,53%	0,1138
t-3	0,50%	0,04%	0,3099	-0,29%	-0,89%	0,6701
t-2	1,10%	1,26%	0,0793	0,81%	1,38%	0,3535
t-1	1,44%	0,98%	0,0263	2,25%	2,78%	0,0623
t=0	1,44%	0,44%	0,1749	3,69%	3,16%	0,0397
t+1	-0,22%	-0,46%	0,4941	3,47%	2,51%	0,0451
t+2	-0,51%	-0,79%	0,1358	2,96%	1,65%	0,0735
t+3	-0,51%	-0,51%	0,0903	2,44%	1,85%	0,1276
t+4	0,09%	-0,12%	0,8378	2,53%	1,14%	0,1254
t+5	-0,54%	-0,56%	0,0569	1,99%	-0,33%	0,2408

TABELL 4

Köprekommendationer • Mid & Small-Cap • Senast Betalt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,87%	-0,37%	0,0455	-0,87%	-0,37%	0,0455
t-3	0,26%	0,04%	0,1673	-0,51%	-0,33%	0,3297
t-2	0,81%	0,52%	0,014	0,30%	0,89%	0,6525
t-1	0,56%	0,31%	0,1067	0,85%	1,10%	0,2613
t=0	0,68%	0,18%	0,0885	1,54%	1,13%	0,0835
t+1	-0,13%	-0,42%	0,5643	1,41%	1,06%	0,1162
t+2	-0,17%	-0,36%	0,3725	1,24%	1,63%	0,1792
t+3	-0,20%	-0,31%	0,2082	1,04%	1,54%	0,2609
t+4	-0,18%	-0,43%	0,3404	0,86%	0,69%	0,3586
t+5	-0,19%	-0,20%	0,2197	0,67%	0,17%	0,4872

TABELL 5

Köprekommendationer • Large & Mid & Small-Cap • Senast Betalt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,39%	-0,11%	0,1156	-0,39%	-0,11%	0,1156
t-3	0,14%	0,00%	0,4464	-0,24%	-0,04%	0,4449
t-2	0,57%	0,19%	0,0081	0,33%	0,58%	0,4265
t-1	0,57%	0,24%	0,018	0,89%	0,66%	0,0610
t=0	0,49%	0,03%	0,0406	1,38%	0,82%	0,0116
t+1	-0,07%	-0,20%	0,5721	1,31%	1,00%	0,0172
t+2	-0,17%	-0,24%	0,1718	1,14%	1,22%	0,0446
t+3	-0,10%	-0,19%	0,3067	1,04%	1,24%	0,0704
t+4	-0,04%	-0,17%	0,7449	1,00%	0,80%	0,0920
t+5	-0,08%	-0,19%	0,5571	0,92%	0,83%	0,1320

TABELL 6

Säljrekommendationer • Large-Cap • Senast Betalt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	0,00%	-0,04%	0,9971	0,00%	-0,04%	0,9971
t-3	-0,61%	-0,59%	0,0758	-0,61%	-0,18%	0,0978
t-2	0,01%	-0,09%	0,9582	-0,60%	-0,43%	0,1427
t-1	0,41%	-0,06%	0,5141	-0,18%	-0,66%	0,8137
t=0	-0,22%	-0,53%	0,4302	-0,40%	-1,02%	0,6709
t+1	-0,16%	-0,32%	0,3828	-0,57%	-1,52%	0,5623
t+2	0,13%	-0,06%	0,5193	-0,44%	-1,29%	0,6772
t+3	-0,03%	0,13%	0,9226	-0,47%	-1,24%	0,6311
t+4	-0,47%	-0,29%	0,0844	-0,94%	-1,11%	0,3362
t+5	0,27%	-0,21%	0,5579	-0,67%	-1,73%	0,5365

TABELL 7
Säljrekommendationer • Mid-Cap • Senast Betalt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,02%	0,02%	0,9476	-0,02%	0,02%	0,9476
t-3	-0,32%	0,17%	0,6154	-0,33%	-0,02%	0,6609
t-2	-0,89%	-0,89%	0,175	-1,23%	-0,92%	0,2799
t-1	-0,58%	0,02%	0,5481	-1,81%	-0,88%	0,2158
t=0	-1,31%	-0,33%	0,246	-3,12%	-1,29%	0,0753
t+1	-0,17%	0,03%	0,5372	-3,29%	-0,68%	0,0733
t+2	-0,58%	-0,02%	0,0817	-3,88%	-2,00%	0,0427
t+3	0,75%	0,16%	0,0322	-3,13%	-0,85%	0,0935
t+4	-0,61%	-0,75%	0,0764	-3,73%	-3,32%	0,0439
t+5	0,33%	0,14%	0,386	-3,40%	-2,79%	0,0808

TABELL 8
Säljrekommendationer • Small-Cap • Senast Betalt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,95%	-0,87%	0,1387	-0,95%	-0,87%	0,1387
t-3	-0,43%	-0,41%	0,5268	-1,38%	-1,52%	0,0246
t-2	-1,66%	-0,81%	0,1561	-3,03%	-1,80%	0,0458
t-1	-2,75%	-1,34%	0,049	-5,78%	-3,95%	0,0242
t=0	-1,72%	-1,01%	0,1002	-7,50%	-3,30%	0,0225
t+1	-0,35%	0,04%	0,6578	-7,85%	-3,18%	0,0258
t+2	-1,13%	-1,33%	0,2714	-8,98%	-3,11%	0,0343
t+3	-0,53%	-0,64%	0,5008	-9,51%	-3,10%	0,0309
t+4	-1,51%	-0,73%	0,1692	-11,02%	-4,43%	0,0302
t+5	-0,43%	-0,22%	0,2909	-11,46%	-5,68%	0,0258

TABELL 9
Säljrekommendationer • Mid & Small-Cap • Senast Betalt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,23%	0,01%	0,3482	-0,23%	0,01%	0,3482
t-3	-0,34%	0,13%	0,499	-0,57%	-0,47%	0,3423
t-2	-1,07%	-0,88%	0,0593	-1,64%	-1,01%	0,0802
t-1	-1,07%	-0,38%	0,1829	-2,71%	-1,10%	0,0321
t=0	-1,41%	-0,44%	0,1181	-4,12%	-1,54%	0,0074
t+1	-0,21%	0,03%	0,436	-4,33%	-1,51%	0,0075
t+2	-0,71%	-0,18%	0,0371	-5,04%	-2,11%	0,0039
t+3	0,46%	0,09%	0,1543	-4,58%	-2,38%	0,0087
t+4	-0,81%	-0,73%	0,0222	-5,39%	-3,60%	0,0032
t+5	0,16%	0,05%	0,6108	-5,23%	-3,57%	0,0059

TABELL 10

Säljrekommendationer • Large & Mid & Small-Cap • Senast Betalt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,15%	0,00%	0,3962	-0,15%	0,00%	0,3962
t-3	-0,44%	-0,20%	0,2013	-0,58%	-0,39%	0,1467
t-2	-0,68%	-0,57%	0,0673	-1,26%	-0,92%	0,0395
t-1	-0,53%	-0,21%	0,3408	-1,79%	-0,92%	0,0357
t=0	-0,98%	-0,52%	0,0929	-2,77%	-1,29%	0,0079
t+1	-0,20%	-0,20%	0,2928	-2,97%	-1,52%	0,0067
t+2	-0,40%	-0,12%	0,0777	-3,37%	-1,67%	0,0044
t+3	0,28%	0,13%	0,2299	-3,09%	-1,60%	0,0083
t+4	-0,69%	-0,47%	0,005	-3,78%	-2,97%	0,0020
t+5	0,20%	0,03%	0,4377	-3,58%	-2,66%	0,0051

TABELL 11

Köprekommendationer • Large-Cap • Köpkurs

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	0,15%	0,06%	0,3282	0,15%	0,06%	0,3282
t-3	-0,08%	0,04%	0,7554	0,07%	0,27%	0,8327
t-2	0,28%	0,14%	0,3178	0,35%	0,45%	0,4570
t-1	0,53%	0,22%	0,045	0,88%	0,50%	0,1033
t=0	0,29%	-0,11%	0,2034	1,17%	0,68%	0,0481
t+1	-0,07%	-0,11%	0,585	1,10%	0,83%	0,0588
t+2	-0,12%	-0,06%	0,3853	0,98%	0,85%	0,1138
t+3	0,03%	-0,06%	0,7716	1,02%	1,30%	0,1090
t+4	0,06%	-0,08%	0,7629	1,07%	0,86%	0,1147
t+5	0,13%	0,06%	0,5361	1,21%	1,16%	0,0915

TABELL 12

Köprekommendationer • Mid-Cap • Köpkurs

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,97%	-0,31%	0,0921	-0,97%	-0,31%	0,0921
t-3	0,34%	-0,14%	0,2559	-0,64%	-0,14%	0,3487
t-2	0,68%	0,23%	0,0662	0,05%	0,59%	0,9578
t-1	0,11%	0,11%	0,7706	0,16%	0,41%	0,8638
t=0	0,32%	-0,04%	0,2741	0,48%	0,43%	0,6186
t+1	0,02%	-0,30%	0,9364	0,51%	0,31%	0,6192
t+2	-0,04%	-0,34%	0,845	0,46%	0,94%	0,6700
t+3	-0,15%	-0,15%	0,4054	0,31%	0,91%	0,7777
t+4	-0,24%	-0,33%	0,2197	0,08%	0,68%	0,9459
t+5	-0,05%	-0,09%	0,7719	0,02%	1,19%	0,9834

TABELL 13

Köprekommendationer • Small-Cap • Köpkurs

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,79%	-0,57%	0,1019	-0,79%	-0,57%	0,1019
t-3	0,48%	-0,13%	0,3047	-0,31%	-0,81%	0,6217
t-2	1,15%	1,16%	0,0598	0,84%	1,43%	0,3325
t-1	1,25%	0,47%	0,0654	2,09%	2,61%	0,0805
t=0	1,54%	0,29%	0,1364	3,63%	3,51%	0,0407
t+1	-0,10%	-0,33%	0,7522	3,52%	3,08%	0,0406
t+2	-0,41%	-0,73%	0,222	3,11%	2,15%	0,0568
t+3	-0,72%	-0,66%	0,0264	2,40%	2,22%	0,1275
t+4	0,22%	-0,18%	0,6105	2,62%	1,27%	0,1037
t+5	-0,47%	-0,25%	0,0758	2,14%	0,02%	0,2010

TABELL 14

Köprekommendationer • Mid & Small-Cap • Köpkurs

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,91%	-0,45%	0,0287	-0,91%	-0,45%	0,0287
t-3	0,38%	0,04%	0,1244	-0,53%	-0,23%	0,2880
t-2	0,84%	0,45%	0,0086	0,30%	0,85%	0,6348
t-1	0,49%	0,17%	0,1573	0,79%	1,21%	0,2828
t=0	0,72%	0,16%	0,0645	1,51%	0,76%	0,0825
t+1	-0,02%	-0,33%	0,9366	1,49%	0,99%	0,0914
t+2	-0,16%	-0,40%	0,3833	1,33%	1,42%	0,1398
t+3	-0,33%	-0,42%	0,0358	1,00%	1,59%	0,2703
t+4	-0,09%	-0,22%	0,6427	0,91%	0,83%	0,3236
t+5	-0,19%	-0,16%	0,2025	0,72%	0,26%	0,4491

TABELL 15

Köprekommendationer • Large & Mid & Small-Cap • Köpkurs

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,42%	-0,13%	0,0746	-0,42%	-0,13%	0,0746
t-3	0,17%	0,04%	0,3646	-0,25%	0,06%	0,4031
t-2	0,58%	0,18%	0,007	0,32%	0,62%	0,4233
t-1	0,51%	0,22%	0,0216	0,83%	0,63%	0,0741
t=0	0,52%	0,06%	0,0259	1,35%	0,72%	0,0122
t+1	-0,04%	-0,20%	0,7649	1,31%	0,86%	0,0159
t+2	-0,14%	-0,23%	0,2281	1,17%	1,27%	0,0371
t+3	-0,16%	-0,19%	0,1092	1,01%	1,37%	0,0750
t+4	-0,02%	-0,21%	0,8704	0,99%	0,84%	0,0916
t+5	-0,04%	-0,09%	0,7532	0,94%	0,97%	0,1187

TABELL 16
Säljrekommendationer • Large-Cap • Köpkurs

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	0,06%	-0,06%	0,7765	0,06%	-0,06%	0,7765
t-3	-0,60%	-0,28%	0,0881	-0,54%	-0,08%	0,1407
t-2	0,04%	-0,14%	0,8485	-0,50%	-0,43%	0,2161
t-1	0,43%	-0,21%	0,4967	-0,07%	-0,66%	0,9237
t=0	-0,27%	-0,39%	0,3481	-0,34%	-0,77%	0,7191
t+1	-0,10%	-0,17%	0,6314	-0,44%	-1,52%	0,6569
t+	0,08%	-0,08%	0,6784	-0,36%	-1,60%	0,7339
t+3	-0,01%	-0,08%	0,965	-0,37%	-1,09%	0,7031
t+4	-0,50%	-0,40%	0,067	-0,87%	-1,29%	0,3726
t+5	0,35%	0,12%	0,4247	-0,51%	-1,91%	0,6350

TABELL 17
Säljrekommendationer • Mid-Cap • Köpkurs

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,06%	0,00%	0,8346	-0,06%	0,00%	0,8346
t-3	-0,34%	-0,22%	0,5935	-0,39%	-0,12%	0,6103
t-2	-0,87%	-0,73%	0,173	-1,26%	-0,81%	0,2529
t-1	-0,70%	-0,43%	0,4548	-1,96%	-1,17%	0,1752
t=0	-1,22%	-0,21%	0,2519	-3,17%	-1,38%	0,0753
t+1	-0,35%	0,02%	0,1921	-3,52%	-1,07%	0,0594
t+	-0,32%	0,11%	0,3422	-3,85%	-1,58%	0,0497
t+3	0,67%	0,09%	0,049	-3,18%	-0,57%	0,0937
t+4	-0,54%	-0,50%	0,1104	-3,72%	-3,29%	0,0487
t+5	0,29%	0,03%	0,4474	-3,43%	-2,61%	0,0830

TABELL 18
Säljrekommendationer • Small-Cap • Köpkurs

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,68%	-0,15%	0,2982	-0,68%	-0,15%	0,2982
t-3	-0,35%	-0,10%	0,5839	-1,02%	-1,14%	0,0831
t-2	-1,65%	-0,68%	0,1543	-2,67%	-1,82%	0,0827
t-1	-2,66%	-0,85%	0,0379	-5,34%	-3,50%	0,0329
t=0	-1,66%	-0,70%	0,0989	-7,00%	-2,69%	0,0276
t+1	-0,64%	0,13%	0,4552	-7,64%	-2,39%	0,0293
t+2	-1,23%	-1,47%	0,175	-8,87%	-2,77%	0,0306
t+3	-0,24%	0,13%	0,6708	-9,11%	-2,99%	0,0353
t+4	-1,83%	-0,94%	0,0849	-10,94%	-4,74%	0,0296
t+5	-0,20%	-0,02%	0,5873	-11,14%	-5,58%	0,0271

TABELL 19

Säljrekommendationer • Mid & Small-Cap • Köpkurs

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,20%	-0,01%	0,4288	-0,20%	-0,01%	0,4288
t-3	-0,34%	-0,18%	0,5009	-0,54%	-0,32%	0,3766
t-2	-1,04%	-0,72%	0,057	-1,58%	-1,05%	0,0826
t-1	-1,15%	-0,59%	0,1397	-2,72%	-1,52%	0,0284
t=0	-1,32%	-0,21%	0,1186	-4,04%	-1,90%	0,0088
t+1	-0,41%	0,02%	0,1321	-4,46%	-1,46%	0,0063
t+2	-0,53%	-0,02%	0,1071	-4,99%	-1,97%	0,0046
t+3	0,46%	0,09%	0,111	-4,53%	-1,83%	0,0097
t+4	-0,83%	-0,68%	0,0175	-5,36%	-3,66%	0,0036
t+5	0,18%	0,03%	0,5572	-5,18%	-2,92%	0,0065

TABELL 20

Säljrekommendationer • Large & Mid & Small-Cap • Köpkurs

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,10%	-0,01%	0,5453	-0,10%	-0,01%	0,5453
t-3	-0,43%	-0,20%	0,2069	-0,54%	-0,29%	0,1851
t-2	-0,65%	-0,38%	0,0687	-1,19%	-0,68%	0,0461
t-1	-0,58%	-0,45%	0,2901	-1,76%	-1,26%	0,0358
t=0	-0,94%	-0,22%	0,0864	-2,70%	-1,38%	0,0098
t+1	-0,30%	-0,01%	0,1132	-3,00%	-1,52%	0,0066
t+2	-0,31%	-0,08%	0,1611	-3,31%	-1,68%	0,0055
t+3	0,29%	0,02%	0,1851	-3,02%	-1,37%	0,0102
t+4	-0,71%	-0,44%	0,0034	-3,73%	-3,03%	0,0024
t+5	0,24%	0,10%	0,3307	-3,49%	-2,66%	0,0064

TABELL 21

Köprekommendationer • Large-Cap • Säljkurs

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	0,16%	0,10%	0,2994	0,16%	0,10%	0,2994
t-3	-0,09%	0,05%	0,7303	0,07%	0,19%	0,8296
t-2	0,27%	0,11%	0,3321	0,34%	0,34%	0,4643
t-1	0,56%	0,22%	0,0362	0,90%	0,51%	0,0967
t=0	0,28%	-0,19%	0,2171	1,17%	0,67%	0,0461
t+1	-0,05%	-0,08%	0,6461	1,12%	0,82%	0,0556
t+2	-0,15%	-0,05%	0,2652	0,97%	1,06%	0,1161
t+3	0,01%	-0,06%	0,9662	0,98%	1,20%	0,1232
t+4	0,10%	-0,08%	0,5695	1,08%	0,85%	0,1106
t+5	0,08%	0,04%	0,7132	1,16%	1,16%	0,1028

TABELL 22

Köprekommendationer • Mid-Cap • Säljkurs

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-1,01%	-0,28%	0,0912	-1,01%	-0,28%	0,0912
t-3	0,26%	0,01%	0,3784	-0,74%	-0,04%	0,2846
t-2	0,75%	0,37%	0,0402	0,01%	0,72%	0,9896
t-1	0,03%	0,14%	0,9493	0,04%	0,35%	0,9690
t=0	0,34%	-0,08%	0,247	0,38%	0,35%	0,6974
t+1	0,05%	-0,14%	0,8573	0,43%	0,35%	0,6773
t+2	-0,05%	-0,24%	0,8385	0,39%	1,16%	0,7280
t+3	-0,20%	-0,12%	0,2604	0,19%	1,03%	0,8675
t+4	-0,15%	-0,23%	0,4403	0,03%	0,64%	0,9756
t+5	-0,03%	-0,02%	0,8584	0,00%	0,85%	0,9982

TABELL 23

Köprekommendationer • Small-Cap • Säljkurs

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,72%	-0,61%	0,1512	-0,72%	-0,61%	0,1512
t-3	0,44%	0,18%	0,3604	-0,28%	-1,00%	0,6781
t-2	1,08%	1,26%	0,0837	0,80%	1,75%	0,3637
t-1	1,37%	0,60%	0,0348	2,17%	2,98%	0,0756
t=0	1,37%	0,27%	0,1816	3,54%	3,51%	0,0478
t+1	-0,21%	-0,46%	0,4918	3,33%	2,47%	0,0536
t+2	-0,28%	-0,69%	0,3745	3,05%	1,90%	0,0644
t+3	-0,75%	-0,66%	0,0158	2,31%	2,21%	0,1470
t+4	0,32%	0,09%	0,4228	2,62%	1,24%	0,1082
t+5	-0,43%	-0,59%	0,1203	2,20%	-0,12%	0,1903

TABELL 24

Köprekommendationer • Mid & Small-Cap • Säljkurs

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,91%	-0,42%	0,0342	-0,91%	-0,42%	0,0342
t-3	0,32%	0,02%	0,2054	-0,59%	-0,52%	0,2503
t-2	0,86%	0,47%	0,0069	0,27%	0,91%	0,6803
t-1	0,47%	0,41%	0,1714	0,74%	1,20%	0,3258
t=0	0,68%	0,08%	0,0799	1,42%	0,88%	0,1069
t+1	-0,03%	-0,32%	0,8786	1,38%	0,83%	0,1229
t+2	-0,12%	-0,27%	0,5036	1,26%	1,38%	0,1700
t+3	-38,00%	-0,31%	0,0152	0,88%	1,18%	0,3341
t+4	0,00%	-0,19%	0,9924	0,88%	1,06%	0,3431
t+5	-0,16%	-0,19%	0,284	0,72%	0,16%	0,4498

TABELL 25

Köprekommendationer • large & Mid & Small-Cap • Säljkurs

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,42%	-0,16%	0,0861	-0,42%	-0,16%	0,0861
t-3	0,13%	0,04%	0,4809	-0,29%	0,10%	0,3552
t-2	0,59%	0,23%	0,0062	0,30%	0,64%	0,4607
t-1	0,51%	0,23%	0,0209	0,81%	0,62%	0,0858
t=0	0,49%	-0,06%	0,0337	1,30%	0,73%	0,0163
t+	-0,04%	-0,14%	0,7387	1,26%	0,83%	0,0219
t+2	-0,13%	-0,20%	0,2462	1,13%	1,27%	0,0473
t+3	-0,20%	-0,17%	0,0466	0,93%	1,19%	0,1035
t+4	0,05%	-0,14%	0,7034	0,98%	0,89%	0,0972
t+5	-0,05%	-0,10%	0,6969	0,93%	0,97%	0,1273

TABELL 26

Säljrekommendationer • Large-Cap • Säljkurs

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	0,05%	0,00%	0,7862	0,05%	0,00%	0,7862
t-3	-0,59%	-0,36%	0,0902	-0,53%	-0,08%	0,1489
t-2	0,03%	-0,14%	0,8857	-0,50%	-0,43%	0,2077
t-1	0,36%	-0,21%	0,5678	-0,14%	-0,66%	0,8490
t=0	-0,19%	-0,39%	0,4834	-0,33%	-0,77%	0,7195
t+1	-0,13%	-0,32%	0,5206	-0,47%	-1,51%	0,6339
t+2	0,13%	-0,07%	0,471	-0,33%	-1,30%	0,7479
t+3	-0,06%	-0,04%	0,8508	-0,39%	-1,24%	0,6857
t+4	-0,49%	-0,32%	0,0733	-0,88%	-1,28%	0,3669
t+5	0,33%	0,12%	0,467	-0,55%	-1,90%	0,6128

TABELL 27

Säljrekommendationer • Mid-Cap • Säljkurs

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,09%	0,02%	0,7531	-0,09%	0,02%	0,7531
t-3	-0,36%	-0,34%	0,5732	-0,45%	-0,24%	0,5523
t-2	-0,89%	-0,55%	0,1735	-1,35%	-1,05%	0,2287
t-1	-0,63%	-0,27%	0,5175	-1,97%	-1,17%	0,1717
t=0	-1,33%	-0,29%	0,2386	-3,30%	-1,71%	0,0601
t+1	-0,09%	0,03%	0,728	-3,39%	-0,95%	0,0656
t+2	-0,45%	-0,09%	0,164	-3,84%	-1,59%	0,0472
t+3	0,54%	-0,02%	0,1255	-3,30%	-0,85%	0,0779
t+4	-0,57%	-0,63%	0,0908	-3,87%	-3,43%	0,0379
t+5	0,33%	0,06%	0,3984	-3,54%	-2,75%	0,0705

TABELL 28

Säljrekommendationer • Small-Cap • Säljkurs

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-1,00%	-0,41%	0,1782	-1,00%	-0,41%	0,1782
t-3	-0,23%	0,18%	0,7332	-1,23%	-1,38%	0,0832
t-2	-1,73%	-0,78%	0,135	-2,96%	-1,58%	0,0865
t-1	-2,88%	-1,21%	0,033	-5,84%	-3,48%	0,0336
t=0	-1,43%	-0,48%	0,1245	-7,27%	-2,68%	0,0287
t+1	-0,61%	-0,09%	0,4824	-7,88%	-2,60%	0,0301
t+2	-0,93%	-0,60%	0,309	-8,81%	-2,96%	0,0350
t+3	-0,60%	0,13%	0,2488	-9,41%	-3,11%	0,0382
t+4	-1,67%	-0,87%	0,1304	-11,08%	-4,44%	0,0317
t+5	-0,61%	-0,52%	0,081	-11,69%	-5,69%	0,0262

TABELL 29

Säljrekommendationer • Mid & Small-Cap • Säljkurs

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,29%	-0,03%	0,2709	-0,29%	-0,03%	0,2709
t-3	-0,33%	-0,24%	0,5173	-0,63%	-0,29%	0,2978
t-2	-1,08%	-0,73%	0,0546	-1,71%	-1,18%	0,0681
t-1	-1,14%	-0,57%	0,1581	-2,85%	-1,53%	0,0248
t=0	-1,35%	-0,30%	0,1284	-4,20%	-1,98%	0,0063
t+1	-0,21%	0,03%	0,4467	-4,41%	-1,50%	0,0068
t+2	-0,56%	-0,15%	0,0776	-4,97%	-2,07%	0,0046
t+3	0,28%	-0,01%	0,3457	-4,69%	-1,88%	0,0078
t+4	-0,82%	-0,63%	0,0206	-5,51%	-3,67%	0,0028
t+5	0,11%	-0,03%	0,7124	-5,40%	-3,41%	0,0050

TABELL 30

Säljrekommendationer • Large & Mid & Small-Cap • Säljkurs

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,17%	0,00%	0,3631	-0,17%	0,00%	0,3631
t-3	-0,43%	-0,32%	0,2238	-0,59%	-0,29%	0,1422
t-2	-0,68%	-0,41%	0,0635	-1,27%	-0,92%	0,0378
t-1	-0,60%	-0,39%	0,2877	-1,87%	-1,39%	0,0290
t=0	-0,93%	-0,37%	0,1046	-2,80%	-1,58%	0,0072
t+1	-0,18%	-0,02%	0,3378	-2,98%	-1,51%	0,0069
t+2	-0,31%	-0,09%	0,149	-3,29%	-1,92%	0,0056
t+3	0,16%	-0,04%	0,4756	-3,13%	-1,36%	0,0081
t+4	-0,70%	-0,44%	0,0043	-3,83%	-2,82%	0,0019
t+5	0,19%	0,02%	0,4491	-3,64%	-2,66%	0,0049

Köprekommendationer • Large-Cap • (Köpkurs + Säljkurs) / 2

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	0,15%	0,10%	0,3129	0,15%	0,10%	0,3129
t-3	-0,09%	0,10%	0,7424	0,07%	0,28%	0,8313
t-2	0,28%	0,12%	0,3246	0,34%	0,34%	0,4608
t-1	0,54%	0,22%	0,0403	0,89%	0,51%	0,1000
t=0	0,28%	-0,19%	0,2099	1,17%	0,68%	0,0471
t+1	-0,06%	-0,11%	0,6141	1,11%	0,83%	0,0573
t+2	-0,13%	-0,05%	0,321	0,98%	0,92%	0,1150
t+3	0,02%	-0,06%	0,8687	1,00%	1,29%	0,1161
t+4	0,08%	-0,08%	0,6626	1,08%	0,86%	0,1127
t+5	0,11%	0,05%	0,6219	1,18%	1,05%	0,0971

TABELL 32

Köprekommendationer • Mid-Cap • (Köpkurs + Säljkurs) / 2

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,99%	-0,37%	0,0908	-0,99%	-0,37%	0,0908
t-3	0,30%	0,00%	0,3124	-0,69%	-0,07%	0,3135
t-2	0,72%	0,37%	0,0512	0,03%	0,60%	0,9752
t-1	0,07%	0,13%	0,8603	0,10%	0,43%	0,9184
t=0	0,33%	-0,09%	0,2587	0,43%	0,36%	0,6592
t+1	0,04%	-0,09%	0,8973	0,47%	0,25%	0,6499
t+2	-0,05%	-0,27%	0,8396	0,42%	1,02%	0,7009
t+3	-0,17%	-0,16%	0,3189	0,25%	0,97%	0,8249
t+4	-0,19%	-0,24%	0,3068	0,05%	0,66%	0,9633
t+5	-0,04%	-0,13%	0,8072	0,01%	1,04%	0,9938

TABELL 33

Köprekommendationer • Small-Cap • (Köpkurs + Säljkurs) / 2

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,76%	-0,53%	0,1213	-0,76%	-0,53%	0,1213
t-3	0,46%	-0,05%	0,3299	-0,30%	-0,81%	0,6480
t-2	1,11%	1,27%	0,0701	0,81%	1,39%	0,3482
t-1	1,31%	0,36%	0,0465	2,13%	2,76%	0,0777
t=0	1,45%	0,20%	0,1571	3,58%	3,70%	0,0443
t+1	-0,16%	-0,44%	0,6164	3,42%	2,75%	0,0470
t+2	-0,34%	-0,69%	0,2857	3,08%	1,90%	0,0608
t+3	-0,73%	-0,81%	0,0192	2,35%	2,21%	0,1377
t+4	0,27%	-0,12%	0,5133	2,61%	1,26%	0,1065
t+5	-0,45%	-0,27%	0,0857	2,16%	0,07%	0,1968

TABELL 34

Köprekommendationer • Mid & Small-Cap • (Köpkurs + Säljkurs) / 2

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,91%	-0,39%	0,0307	-0,91%	-0,39%	0,0307
t-3	0,35%	-0,03%	0,1601	-0,56%	-0,45%	0,2663
t-2	0,85%	0,49%	0,0075	0,28%	0,88%	0,6591
t-1	0,48%	0,16%	0,1624	0,76%	1,22%	0,3049
t=0	0,70%	0,08%	0,0713	1,46%	0,74%	0,0946
t+1	-0,03%	-0,32%	0,9061	1,43%	0,98%	0,1070
t+2	-0,14%	-0,34%	0,4362	1,29%	1,56%	0,1555
t+3	-0,36%	-0,41%	0,0217	0,93%	1,24%	0,3032
t+4	-0,04%	-0,22%	0,8146	0,89%	0,89%	0,3354
t+5	-0,18%	-0,19%	0,2268	0,71%	0,35%	0,4524

TABELL 35

Köprekommendationer • Large & Mid & Small-Cap • (Köpkurs + Säljkurs) / 2

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,42%	-0,18%	0,0791	-0,42%	0,18%	0,0791
t-3	0,15%	0,03%	0,4203	-0,27%	0,06%	0,3762
t-2	0,58%	0,19%	0,0065	0,31%	0,60%	0,4429
t-1	0,51%	0,22%	0,0208	0,82%	0,61%	0,0800
t=0	0,51%	-0,02%	0,0293	1,33%	0,71%	0,0142
t+1	-0,04%	-0,18%	0,7494	1,28%	0,84%	0,0189
t+2	-0,14%	-0,20%	0,2333	1,15%	1,27%	0,0423
t+3	-0,18%	-0,16%	0,0695	0,96%	1,26%	0,0891
t+4	0,01%	-0,21%	0,9143	0,98%	0,87%	0,0951
t+5	-0,05%	-0,13%	0,7192	0,93%	0,97%	0,1240

TABELL 36

Säljrekommendationer • Large-Cap • (Köpkurs + Säljkurs) / 2

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	0,06%	-0,06%	0,7809	0,06%	-0,06%	0,7809
t-3	-0,59%	-0,48%	0,0888	-0,54%	-0,08%	0,1445
t-2	0,03%	-0,16%	0,8663	-0,50%	-0,43%	0,2113
t-1	0,39%	-0,21%	0,5316	-0,11%	-0,66%	0,8860
t=0	-0,23%	-0,39%	0,4101	-0,34%	-0,77%	0,7191
t+1	-0,11%	-0,17%	0,5721	-0,45%	-1,52%	0,6451
t+2	0,11%	-0,11%	0,5688	-0,34%	-1,45%	0,7406
t+3	-0,04%	-0,04%	0,908	-0,38%	-1,11%	0,6940
t+4	-0,49%	-0,33%	0,0697	-0,87%	-1,28%	0,3694
t+5	0,34%	0,18%	0,4456	-0,53%	-1,90%	0,6236

TABELL 37

Säljrekommendationer • Mid-Cap • (Köpkurs + Säljkurs) / 2

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,07%	-0,04%	0,7869	-0,07%	-0,04%	0,7869
t-3	-0,35%	-0,32%	0,5815	-0,42%	-0,18%	0,5797
t-2	-0,88%	-0,69%	0,1723	-1,30%	-0,87%	0,2394
t-1	-0,66%	-0,20%	0,4846	-1,97%	-1,13%	0,1725
t=0	-1,27%	-0,21%	0,2445	-3,24%	-1,60%	0,0671
t+1	-0,22%	0,02%	0,3984	-3,46%	-0,99%	0,0621
t+2	-0,39%	0,02%	0,2381	-3,85%	-1,58%	0,0482
t+3	0,61%	0,04%	0,079	-3,24%	-0,67%	0,0851
t+4	-0,56%	-0,57%	0,0987	-3,80%	-3,47%	0,0427
t+5	0,31%	0,08%	0,4205	-3,49%	-2,68%	0,0761

TABELL 38

Säljrekommendationer • Small-Cap • (Köpkurs + Säljkurs) / 2

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,84%	-0,51%	0,2216	-0,84%	-0,51%	0,2216
t-3	-0,29%	0,04%	0,65	-1,13%	-1,26%	0,0776
t-2	-1,69%	-0,65%	0,1432	-2,82%	-1,70%	0,0839
t-1	-2,77%	-0,94%	0,0351	-5,59%	-3,49%	0,0332
t=0	-1,55%	-0,62%	0,1093	-7,14%	-2,69%	0,0282
t+1	-0,63%	0,02%	0,4669	-7,77%	-2,50%	0,0297
t+2	-1,08%	-1,02%	0,2325	-8,84%	-2,86%	0,0326
t+3	-0,42%	0,13%	0,422	-9,27%	-3,05%	0,0367
t+4	-1,75%	-1,01%	0,1049	-11,02%	-4,59%	0,0306
t+5	-0,40%	-0,17%	0,2358	-11,42%	-5,64%	0,0266

TABELL 39

Säljrekommendationer • Mid & Small-Cap • (Köpkurs + Säljkurs) / 2

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,25%	-0,04%	0,3304	-0,25%	-0,04%	0,3304
t-3	-0,34%	-0,29%	0,507	-0,58%	-0,20%	0,3336
t-2	-1,06%	-0,69%	0,0552	-1,65%	-1,05%	0,0743
t-1	-1,14%	-0,59%	0,1475	-2,79%	-1,45%	0,0262
t=0	-1,34%	-0,21%	0,1231	-4,13%	-2,03%	0,0074
t+1	-0,31%	0,02%	0,2516	-4,44%	-1,51%	0,0065
t+2	-0,55%	-0,08%	0,0883	-4,98%	-2,02%	0,0046
t+3	0,37%	0,04%	0,2028	-4,61%	-1,80%	0,0086
t+4	-0,83%	-0,67%	0,0185	-5,44%	-3,60%	0,0031
t+5	0,15%	0,08%	0,6323	-5,29%	-3,17%	0,0056

TABELL 40
Säljrekommendationer • Large & Mid & Small-Cap • (Köpkurs + Säljkurs) /
2

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t-4	-0,14%	-0,06%	0,4369	-0,14%	-0,06%	0,4369
t-3	-0,43%	-0,31%	0,2134	-0,57%	-0,20%	0,1610
t-2	-0,67%	-0,38%	0,0653	-1,23%	-0,68%	0,0413
t-1	-0,59%	-0,39%	0,2874	-1,82%	-1,36%	0,0319
t=0	-0,93%	-0,35%	0,095	-2,75%	-1,58%	0,0084
t+1	-0,24%	-0,01%	0,1987	-2,99%	-1,52%	0,0067
t+2	-0,31%	-0,08%	0,1509	-3,30%	-1,90%	0,0055
t+3	0,22%	0,01%	0,0164	-3,08%	-1,37%	0,0090
t+4	-0,71%	-0,44%	0,0037	-3,78%	-3,12%	0,0021
t+5	0,22%	0,11%	0,3864	-3,57%	-2,66%	0,0056

8.4 Rekommendationer lång sikt

TABELL 41

Köprekommendationer • Large-Cap • Senast Betalt, Lång sikt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t 1 Mån	2,80%	0,49%	0,25	2,80%	0,49%	0,25
t 3 Mån	1,86%	-0,83%	0,15	4,66%	1,02%	0,12
t 6 Mån	2,49%	2,97%	0,46	7,15%		

TABELL 42

Köprekommendationer • Mid-Cap • Senast Betalt, Lång sikt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t 1 Mån	-0,15%	-0,48%	0,88	-0,15%	-0,48%	0,88
t 3 Mån	0,43%	0,28%	0,81	0,28%	1,72%	0,90
t 6 Mån	-1,65%	-0,04%	0,57	-1,36%		

TABELL 43

Köprekommendationer • Small-Cap • Senast Betalt, Lång sikt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t 1 Mån	1,07%	-2,04%	0,66	1,07%	-2,04%	0,66
t 3 Mån	-0,03%	0,08%	0,99	1,03%	-5,82%	0,89
t 6 Mån	-5,30%	-10,35%	0,43	-4,27%		

TABELL 44

Säljrekommendationer • Large-Cap • Senast Betalt, Lång sikt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t 1 Mån	0,23%	-0,95%	0,89	0,23%	-0,95%	0,89
t 3 Mån	1,36%	-1,89%	0,60	1,58%	-2,59%	0,69
t 6 Mån	2,68%	1,20%	0,31	4,26%		

TABELL 45

Säljrekommendationer • Mid & Small-Cap • Senast Betalt, Lång sikt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t 1 Mån	0,93%	-0,78%	0,63	0,93%	-0,78%	0,63
t 3 Mån	-2,83%	-3,45%	0,26	-1,90%	-3,60%	0,64
t 6 Mån	-1,58%	-1,99%	0,74	-3,49%		

TABELL 46

Köprekommendationer • Large & Mid & Small-Cap • Senast Betalt, Lång sikt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t 1 Mån	1,43%	-0,27%	0,25	1,43%	-0,27%	0,25
t 3 Mån	1,01%	0,03%	0,42	2,45%	0,15%	0,24
t 6 Mån	-0,33%	-0,15%	0,88	2,11%		

TABELL 47

Säljrekommendationer • Large & Mid & Small-Cap • Senast Betalt, Lång sikt

	Överavk. Medelvärde	Överavk. Median	p-värde	CAR Medelvärde	CAR Median	p-värde
t 1 Mån	0,67%	-0,95%	0,62	0,67%	-0,95%	0,62
t 3 Mån	-1,32%	-2,85%	0,47	-0,64%	-2,59%	0,83
t 6 Mån	-0,01%	0,88%	1,00	-0,65%		