

Läsvärt om tidningarnas aktietips

I det omdanade pensionssystemet tvingas vi ta ett allt större ansvar för hur våra pensionsmedel förvaltas. Vi förväntas t ex aktivt välja både förvaltare och placeringsinriktning för våra tillgångar inom PPM-systemet. Investeringstips är därför en naturlig del av vår vardag. Precis som i andra viktiga men komplicerade frågor (val av skola, sjukhus, etc) finns det många olika källor till information. Vi kan ta fram en gammal kursbok, fråga vänner och bekanta, läsa tidningar eller söka på Internet.

Men det är inte lätt att veta vem man ska lita på. Hur ska vi kunna veta om självutnämnda experter verkligen har den expertis de utger sig för att ha?

Erik Lidéns och Olle Rossanders bok avviker från de flesta privatekonomiska böcker genom att inte hävda någon egen auktoritet. De två författarna, till yrket forskare respektive ekonomijournalist, avstår från handgripliga investeringstips utan gör i stället en grundlig analys av de aktietips vi finner i svensk dags- och fackpress.

Framställningen inleds med en beskrivning av hur Sverige under de senaste årtiondena utvecklats till ett land där så gott som alla exponeras för aktier, framför allt i form av aktiefonder. Författarna tar ett ambitiöst grepp och diskuterar allemansfonder, privatiseringar, skattelagstiftning, pensionssystem, konsumentskydd och börsintroduktioner på ett intresseväckande sätt.

Vi får en insiktsfull bild av växel-spelet mellan press och andra aktörer på finansiella marknader. I en värld där aktietips säljer lösnummer, och lösnum-

mer säljer aktier, finns en stor mängd intressekonflikter mellan läsare, tidningsutgivare, analytiker och listade företag. Boken ger en utmärkt bakgrund och texten är läsvärd för lekmän såväl som för experter.

En stor del av innehållet ägnas åt en studie som en av författarna genomfört tillsammans med Markus Rosenberg (Lidén och Rosenberg 2006). I denna analyseras utfallet för den som följer de aktietips som getts i svensk press under perioden 1995–2004. Undersökningen omfattar runt 6 000 aktietips och täcker ett brett spektrum av publikationer, från *Börsveckan*, *Dagens Industri* och *Veckans Affärer* till *Expressen* och *Aftonbladet*.

Liknande studier har gjorts på internationella data, framför allt vad gäller hur väl mäklarföretagens analytiker har lyckats förutse framtida avkastning. Omfattande analyser har också gjorts av vilka aktier som rekommenderas (typiskt sett tillväxtaktier med positivt momentum). I allmänhet rapporteras positiv direkt prispåverkan av en positiv analys och svagt positivt långsiktigt utfall för den som använder analytikers råd som aktietips.¹

Författarna anlägger ett konsumentperspektiv på analyserna och försöker mäta det praktiska investeringsvärdet av de publicerade aktietipsen. Avkastningen på ett köptips jämförs med avkastningen på en korg av aktier med närliggande risknivå (mätt som beta-värde). Om avkastningen på aktien överstiger avkastningen på den matchade aktiekorgen så anses köptipset ”lönsamt”.

Undersökningen är genomförd som en *event study*, dvs utfallet mäts efter en händelsetidpunkt (det datum aktietipset publicerades). Som författarna villigt erkänner har denna metod sina brister. Det är t ex oklart om ett köptips har varit lönsamt om en aktie stiger (eller faller),

BOKANMÄLAN

Erik Lidén och Olle Rossander: *Lönsamma aktietips?*, Ekerlids Förlag, 2006, 173 sidor, ISBN 91-7092-056-7.

¹ Den intresserade läsaren kan t ex börja med Barber m fl (2007) och de referenser som ges där.

men med mindre än jämförelseportföljen. Hur ska man hantera råd som först ger en vinst och sedan en förlust? Hur ska olika aktietips viktas – ett stort fel, relativt ett litet rätt?

Den empiriska undersökningen är huvudsakligen korrekt genomförd, men det finns allvarliga frågetecken vad gäller robustheten hos de slutsatser som dras. Även om studien omfattar mer än 6 000 enskilda aktietips så är dessa inte oberoende av varandra. Enskilda analytiker har favoritaktier och vissa aktier är extra omskrivna i perioder. Tipsen är inte exogena, utan beror i hög grad på aktiernas och sektorns börsutveckling. Att följa aktietips är därför analogt med att köpa aktier med positivt momentum. Mängden tips är heller inte konstant över tiden och vissa tidningar ger fler tips i vissa perioder och andra upphör periodvis att ge aktietips.

I en miljö med så komplexa beroenden hade alternativa utvärderingsmetoder varit välkomna för att verifiera robustheten i de resultat som erhålls. Att skapa portföljer av rekommenderade köpkandidater och jämföra avkastningen med säljkandidater hade varit ett annat sätt att mäta samma sak. Den stora mängden observationer tillåter också en panelregression med dummyvariabler för tidning, kvartal, analytiker, aktie, tidigare avkastning etc.

Trots invändningar vad gäller metodval finns det ingen grund för att ifrågasätta analysens huvudresultat. Data visar tydligt att det inte lönar sig att följa tidningars aktietips. Om hänsyn tas till reavinstskatt och transaktionskostnader räcker troligen inte ens undersökningens ”bästa” analyser som bas för lönsam aktiehandel.

Vi får en bra bild av aktietipsens dynamik och kan följa hur allmänhetens och pressens intresse för aktier tydligt följer börsens uppgång och fall. Väl valda citat från tidningars analyser hjälper lä-

saren att återfå tidsandan kring börsens topp under år 2000.

Boken redovisar ett stort antal jämförande resultat, t ex vilka tidningar eller analytiker som gett bäst rekommendationer. Som i tidigare undersökningar verkar säljtips vara bättre underbyggda än köptips. Facktidsskrifter verkar föga förvånande ge bättre aktietips än kvällstidningar.

Tyvärr är många jämförande utsagor svagt underbyggda av data. Författarna hävdar t ex att kvällstidningarna har bättre säljtips än andra publikationer. Resultatet är i hög grad förvånande och borde ha undergått ett formellt statistiskt test. Tills vidare bör läsaren därför ta dessa jämförelser med en nypa salt.

Några av de resultat som redovisas är också alldeles för stora för att kunna tas på allvar. En effektiv marknad utmärks av att relevant information återspeglas i priser på ett sådant sätt att det är svårt att slå börsindex. På samma sätt innebär en effektiv marknad att det är svårt att få signifikant sämre avkastning än börsen.

De säljråd som *Aftonbladet* och *Expressen* gett uppges *överträffa* sitt jämförelseindex med 26 procent på 12 månaders sikt, samtidigt som köpråden är 16 procent *sämlre* än sitt jämförelseindex. Båda dessa värden är orimligt stora och ska troligen ses som en funktion av den period när tipsen gavs. Visst är det svårt att tro att en tradingstrategi baserad på kvällstidningars aktietips skulle kunna vara lönsam, men det är också osannolikt att resultatet skulle vara särskilt olönsamt. Snarare är det så att kvällstidningar rekommenderat en *viss* typ av aktier under en *viss* period.

Vi vet från denna och andra studier att valet av vilka aktier som analyseras inte är slumpmässigt. En analys av hur tidningarna väljer sina köp- och säljkandidater hade varit intressant och hade också varit ett naturligt sätt att illustrera tidningarnas sätt att arbeta. Det är också

lite förvånande att författarna inte närmare diskuterar frågan om hur aktietips påverkar aktiekursen.

Resultaten från den empiriska undersökningen presenteras i tabellform på ett sätt som gör dem svårtillgängliga. Det är svårt för läsaren att se vad som är viktigt – och ännu svårare att se vad som är ekonomiskt eller statistiskt signifikant. Att en bild säger mer än tusen ord gäller även i detta sammanhang.

Tidsandan beskrivs på ett förtjänstfullt sätt i boken. När Lidén och Rossander visar hur analytikerns och tidningars köp- och säljrekommendationer varierat över tiden för enskilda aktier blir resultatet mycket intressant. Vi får en grundlig genomgång av välkända aktieepisoder som Telia, Ericsson och Prosolvia. För den som inte övertygats av den statistiska analysen, ges här en tydlig illustration till hur olönsamma många aktietips kan vara.

Författarna avslutar med ett antal råd till de läsare som följer tidningarnas aktietips. Här visar Lidén och Rossander övertro till den statistiska analysen. De råd som ges är svagt underbyggda ("se upp för upprepade köptips") och några är enligt min mening direkt olämpliga ("följ köpråd av små företags aktier").

Ibland blir kritiken av banker, analytiker, staten, tidningar, mäklare och förvaltare väl ensidig. Nog finns det väl *något* gott att säga om aktiemarknaden? Aktietips är en välkänd del av tidningars och tidskrifters innehåll. Även om det kan vara svårt att bedöma kvaliteten på ett enskilt aktietips, så förstår nog de flesta läsare att precisionen inte torde vara högre än för tips om bantning, bil-

köp eller restaurangbesök. Om pressen bidrar till ökat aktieäggande (lämpligen via fonder) så är detta otvetydigt positivt oavsett kvaliteten på enskilda aktietips. Vi vet att förlusterna från underdiversifiering är betydligt större än förlusterna från aktiv aktiehandel för de flesta privatpersoner.

Erik Lidéns och Olle Rossanders bok är ett debattinlägg som ger oss värdefulla argument för att kunna slå tillbaka mot den ström av aktiepositiva budskap vi möts av. Författarna är måhända överdrivet "aktienegativa" och övertolkar den statistiska analysen, men kompenserar genom att gå utanför den statistiska analysen och skildra ett komplext växelspel mellan olika aktörer på aktiemarknaden. Läsaren får också ett antal intressanta fallstudier som väl illustrerar aktietipsens kvalitet. Detta gör att boken kan läsas med behållning av en intresserad allmänhet, samtidigt som den är ett bra alternativ som bredvidläsning för introduktionskurser på högskolenivå.

Patrik Säfvenblad

Ekon dr, ansvarig för analys av hedgefonder på DnB NOR Asset Management

REFERENSER

Barber, B, R Lehavoy och B Trueman (2007), "Comparing the Stock Recommendation Performance of Investment Banks and Independent Research Firms", *Journal of Financial Economics*, vol 85, s 490-517.

Lidén, E R och M Rosenberg (2006), "Ten Years of Misleading Information – Investment Advice in Printed Media", manuskript, Nationalekonomiska institutionen, Göteborgs universitet.