



EXAMENSARBETE

Våren 2014

Sektionen för Samhälle och Hälsa

Företagsekonomi

Bank och Finans

Manipulation av informationsflöde vid aktieåterköp

Studie om bolag noterade på Stockholmsbörsen

Författare

Oscar Eriksson

Henrik Pedersen

Handledare

Håkan Jankensgård

Examinator

Timurs Umans

Sammanfattning

Aktieåterköpen har haft en stor utveckling globalt sett den senaste tiden och sedan det blev rättsligt tillåtet i Sverige år 2000 använder allt fler företag aktieåterköp som metod för att distribuera pengar till sina aktieägare. Tidigare forskning visar att företagsledningar innehar en stor handlingsfrihet när det gäller publicering av nyheter och de kan till stor del styra hur företagets interna nyhetsflöde utges till marknaden. Tidigare studier åskådliggör att företagsledningar utnyttjar denna handlingsfrihet och strategiskt publicerar information för att gynna sig själva. Manipulation av nyhetsflödet vid aktieåterköp är dock ett mycket outforskat område där de få studier som förekommer har genomförts i USA.

Syftet med den här uppsatsen är att undersöka och klargöra om och i vilken omfattning svenska företagsledningar manipulerar nyhetsflödet vid aktieåterköp med avsikten att gynna sig själva. Studien ska förklara om svenska företagsledningar medvetet ändrar innehållet och tidpunkten för deras nyheter i samband med aktieåterköp.

Tidigare amerikansk forskning påvisar att företagsledningar publicerar fler negativa nyheter innan ett aktieåterköp med intentionen att få en nedåtdrivande aktiekurs där aktierna återköps till ett lägre pris. Efter aktieåterköpet publiceras fler positiva nyheter för att driva upp aktiekursen igen. Uppsatsens studie visade att svenska företagsledningar publicerade fler negativa nyheter innan ett aktieåterköp och till viss del fler positiva nyheter efter ett aktieåterköp. Resultatet i uppsatsen innehöll en för hög signifikansnivå och därför var inte resultatet tillräckligt tillförlitligt för att vara statistiskt signifikant. Resultatet tolkas som att svenska företagsledningar inte manipulerar nyhetsflödet i samband med aktieåterköp i lika stor omfattning relativt företagsledningar i USA. Anledningarna till det är främst på grund av de påtagliga skillnaderna i ägarstruktur mellan Sverige och USA.

Avslutningsvis diskuteras förslag till framtida forskning där det vetenskapliga arbetet om ämnesområdet skulle kunna utvecklas genom att utöka undersökningen till fler delar av Europa. På så sätt skapas en bredare bild över hur vanligt förekommande manipulation i samband med aktieåterköp är i olika delar av världen.

Nyckelord: Aktieåterköp, nyhetsflöde, eventstudie, ägarstruktur

Abstract

Share repurchases has increased a lot globally recently and since it was legally permitted in Sweden 2000, more companies use share repurchases as a method of distributing cash to their shareholders. Previous research implicates that corporate managers have a lot of control when it comes to publishing news and they can largely control the company's internal newsfeed that is published to the market. Previous studies illustrate that corporate managers trade on this control and strategic publishes information to benefit themselves. Manipulation of news feed when it comes to share repurchases is a largely unexplored area. The few studies that exist have been conducted in the United States.

The purpose of this paper is to investigate and clarify if and to what extent Swedish corporate managers manipulate the news feed related to share repurchases with the intent to benefit themselves. The study will explain how the Swedish corporate managers consciously change the content and timing of their news related to share repurchases.

Previous American research shows that corporate managers publish more negative news before a share repurchase with the intention of repurchase shares at a lower price. Following the share repurchase corporate managers published more positive news to push up the stock price again. This paper showed that Swedish company managers published more negative news before a share repurchase and some more positive news after a share repurchase. The result in this paper was not within the significance level and therefore was not the result reliable enough to be statistically significant. The result is interpreted as the Swedish corporate managers do not manipulate their newsfeed related to share repurchase as much as corporate managers in the United States. The reason for this is mainly due to the considerable differences in ownership structure between Sweden and the United States.

Finally, we discuss suggestions for research in the future where the scientific work in the subject could be developed by extending the survey region to more parts of Europe. This would create a broader picture of how common manipulation related to share repurchase is in different parts of the world.

Keywords: Share repurchases, news feed, event study, ownership structure

Förord

Efter blod, svett och tårar är vårens stora utmaning slutligen fullbordad. Att skriva en C-uppsats har varit krävande och berikande där uppsatstiden bestått av såväl motgångar som framgångar. Vårt genuina intresse för framförallt finans i kombination med hårt arbete och trånandet efter goda resultat skapade denna uppsats. Studien som uppsatsen innefattar tar upp ett utforskat ämne där resultatet i uppsatsen bidrar till en ny och informativ bild över sambandet mellan manipulation och aktieåterköp i Sverige.

Vi vill rikta ett stort tack till Håkan Jankensgård som har haft en betydande och central roll som handledare i vårt uppsatsskrivande. Hans stora kunskap om uppsatsämnet och framförallt hans pedagogiska förmåga att förmedla denna kunskap vidare till oss frambringande många idéer och aspekter till studien.

Slutligen vill vi också tacka Ola Olsson samt Pierre Carbonnier för deras hjälp med att skaffa datamaterial till studien samt utforma modeller i samband med uppsatsens testprovning.

Tack.

Kristianstad, 2014

Oscar Eriksson

Henrik Pedersen

Innehållsförteckning

1. Inledning.....	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemdiskussion.....	2
1.3 Problemformulering.....	4
1.4 Syfte.....	4
1.5 Avgränsningar	4
1.6 Disposition.....	5
2. Vetenskaplig metod.....	6
2.1 Vetenskaplig teori och ansats	6
2.1.1 Ansats.....	6
2.1.2 Filosofi	7
2.2 Kvantitativ och kvalitativ metod	7
3. Litteratur.....	8
3.1 Tidigare forskning om manipulation och aktieåterköp.....	8
3.1.1 Corporate payout policy: Cash Dividends versus Open-Market Repurchases	8
3.1.2 Voluntary disclosures around share repurchases	8
3.1.3 Annan relevant forskning.....	9
3.2 Teorier	9
3.2.1 EMH.....	10
3.2.2 Informationsasymmetri	11
3.2.3 Signalteorin	12
3.2.4 Agentteorin	12
3.3 Hypotesprövning	13
4. Empirisk metod	14
4.1 Sekundärdata	15
4.2. Kritik mot sekundärdata	15
4.3 Datainsamling och urvalskriterier	15

4.3.1 Data	15
4.3.2 Urval och bortfall	16
4.4 Forskningsdesign och strategi	16
4.4.1 Eventstudier	16
4.4.2 Syftet med uppsatsen eventstudie	17
4.4.3 Jämförelseindex	17
4.5 Test och utförande	17
4.5.1 Förklaring av test	17
4.5.2 Definition av Excel-termer.....	19
4.6 Variabler	20
4.6.1 Beroende variabel	20
4.6.2 Oberoende variabel	20
4.6.3 Kontrollvariabler.....	21
4.7 Signifikans	21
4.8 Etiska beaktanden	21
5. Empirisk Analys	22
5.1 Resultat	22
5.2 Chi två test (X^2 -test)	23
5.3 Tolkning av resultat X^2 -test	24
Test 1 – Fler negativa nyheter före ett aktieåterköp?.....	24
Test 2 – Fler positiva nyheter efter ett aktieåterköp?.....	25
5.4 Regression	26
5.4.1 Linjär regressionsanalys.....	26
5.4.2 Logistisk regression	26
5.4.1 Förklaring variabler.....	27
5.4.2 Testets genomförande	27
5.4.3 Testets syfte	28

5.5	Tolkning av resultat från logistiskt regressionstest	28
5.5.1	B-koefficienten för återköpsperiod före aktieåterköp	28
5.5.2	B-koefficienten för återköpsperiod efter aktieåterköp	28
5.6	Signifikansnivå	29
5.6.1	Återköpsperiod före aktieåterköp	29
5.6.2	Återköpsperiod efter aktieåterköp.....	29
5.6.3	Företagsstorlek	29
5.7	Analys	30
5.7.1	Tidigare amerikansk forskning	30
5.7.2	Sveriges ägarstruktur.....	31
5.8	Anledning till skilt resultat Sverige relativt USA.....	32
5.8.1	Finansiell manipulation i USA historiskt sätt	32
5.8.2	Skillnad i ägarstruktur mellan Sverige och USA	32
5.9	Sammanfattning analysdel.....	33
5.10	Etiska ställningstagande	34
6.	Slutsats	34
6.1	Diskussion om ämnesområde	34
6.2	Test och genomförande	35
6.3	Sammanfattning av resultat och svar på forskningsfråga.....	35
6.4	Självkritik	36
6.5	Förslag till framtida forskning	37
7.	Litteraturförteckning	38

Tabellförteckning

Tabell 1 SPSS-tabell som visar uppdelningen av positiva och negativa nyheter i studien.....	23
Tabell 2: X ² -test. Om företagsledningarna publicerar fler neg. nyheter före ett aktieåterköp.....	24
Tabell 3: X ² . Om företagsledningarna publicerar fler positiva nyheter efter ett aktieåterköp.	25
Tabell 4: Resultat från ett logistiskt regressionstest gjort i SPSS	28

Bilagor

Bilaga 1 - Klassificering av negativa och positiva nyheter före aktieåterköp.....	41
Bilaga 2 - Klassificering av negativa och positiva nyheter efter aktieåterköp.....	42
Bilaga 3 – Beräkningsunderlag till SPSS	44
Bilaga 4 - X ² -test	48

1. Inledning

I inledningen kommer först bakgrunden att förklaras och beskrivas. Sedan presenteras syftet med uppsatsen och problemdiskussionen till ämnet. Inledningen avslutas med att uppvisa vilka avgränsningar som genomförts samt visa hur dispositionen av uppsatsen förefaller.

1.1 Bakgrund

I många länder har återköp av egna aktier ökat avsevärt. Trots denna ökning har väldigt få studier undersökt sambandet mellan företagsledningarnas frivilliga upplysningar såsom pressmeddelande och återköpsprogram. Lagarna och restriktionerna gällande aktieåterköp är fortfarande relativt vaga i en bransch som annars är strängt reglerad (Brockman, Khurana och Martin, 2008). Ridder (2009) menar att en av anledningarna till ökningen beskrivs vara att många länder har tagit bort restriktioner som är relaterad till återköp och manipulation. År 1982 trädde en regel i kraft där de amerikanska företagen fick juridiskt skydd och det blev mycket svårt att bli stämd för kursmanipulation. Återköp av aktier stod för 5 % av företags totala utbetalningar 1977 i USA. År 2005 var den siffran 53 % (Brockman, Khurana och Martin 2008). Denna trend får också stöd av Grullon och Michaely (2002) som visar att många amerikanska företag föredrar att genomföra återköp istället för exempelvis traditionell utdelning som en metod för att distribuera pengar till sina aktieägare. Dittmar (2000) skriver också att återköp används som ett alternativ till utdelning. Till skillnad ifrån utdelning finns det anledning för företag och företagsledningar att manipulera nyhetsflödet gällande aktieåterköp genom att minska eller öka värdet på deras aktie (Barclay och Smith, 1998).

Först i mars år 2000 beslutade riksdagen att det skulle bli rättsligt tillåtet för svenska noterade aktiebolag att förvärva sina egna aktier (Regeringen, 2014). Därför är forskningsområdet kring aktieåterköp ett relativt nytt och outforskat ämne i Sverige. Dittmar (2000) berättar att aktieåterköp brukar förklaras som en av två huvudsakliga metoder som företag använder sig av för att distribuera sitt överskott av likvida medel. Den andra metoden är traditionell utdelning. Regeringens anledning att legalisera aktieåterköp var bland annat i förhoppning att det skulle bidra till en effektivare användning av företagets kapital och att det skulle ge företagen bättre villkor att distribuera överskottsmedel till aktieägarna. Regeringen menade att vinstutdelning inte var tillräckligt som metod för att distribuera överskottslikvid. Exempelvis

under perioder med höga vinster kan en höjning av utdelningspolicyn endast ske om ökningen av utdelningen antas bestå på längre sikt (Regeringen, 2014).

Det finns många anledningar till varför ett företag skulle vilja genomföra ett aktieåterköp. De mest förekommande motiven som kan urskiljas av Dittmar (2000), Wansley (1986) samt Lane och Sarkar (1989) är att företagen ofta avser att förändra sin kapitalstruktur, fördela sitt överskott av likvida medel när lämpliga investeringsmöjligheter saknas och när resursallokering sker mellan ledning och aktieägare. Ett annat motiv till att genomföra ett aktieåterköp är att företag genomför aktieåterköp när aktien anses undervärderad (Stephens och Weisbach, 1998). Deras antagande får stöd av Vermaelens (1981) studie som menar att aktieåterköp är en signal som betyder att företaget anser att deras aktie är undervärderad.

1.2 Problemdiskussion

Finansiell rapportering och information om företagets resultat och styrning är ofta en viktig åtgärd från företagsledningen för att kommunicera till utomstående investerare (Healy och Palepu, 2001). Företagsledningen har stor handlingsfrihet när det gäller offentliga nyheter och kan styra hur företags interna nyhetsflöde utges till marknaden. Tidigare studier visar att företagsledningen utnyttjar denna handlingsfrihet och strategiskt publicerar information för att gynna sig själva. Lang och Lundholm (2000) visar att det förekommer en betydande ökning i nyheter sex månader före en känd emission. Frankel, McNichols, och Wilson (1995) ger bevis på att företag som anskaffar kapital tenderar att publicera resultatprognoser oftare. Beyer, Cohen, Lys, och Walther (2010) drar slutsatsen att företagsledningar har ett informationsövertag över utomstående investerare. Med tanke på företagets värde och dess lönsamhet har företagsledningen incitament att försöka maximera värdet av företaget genom att skapa en positiv bild till utomstående investerare. Därför har företagsledningar incitament att strategiskt och selektivt publicera informationen. Beyer, Cohen, Lys och Walther (2010) menar också att rationella investerare i sin tur kommer att förutse sådana strategiska publiceranden och kommer att ge företagsledningar incitament för att publicera information som minskar informationsasymmetrin.

Brockman, Khurana och Martin (2008) påvisar i sin artikel att företagsledningar strategiskt publicerar frivilliga upplysningar såsom pressmeddelande vid aktieåterköp med avseende att påverka aktiekursen. Brockman, Khurana och Martin (2008) lyfter fram att positiva nyheter

fördröjs till efter aktieåterköpet medan negativa nyheter presenteras om möjligt innan aktieåterköpet. Det kan också vara att positiva eller negativa nyheter överdrivs för att få önskad kursförändring. Företagsledningarna kan påverka nyhetsflödet och genom att presentera negativa nyheter före ett aktieåterköp trycks aktiekursen ner med syftet att köpa aktien till ett lägre pris. Efter aktieåterköpet presenteras positiva nyheter som får till följd att aktiekursen stiger igen.

Många studier inriktar sig på hur företagsledningar på olika sätt strategiskt publicerar sina nyheter men väldigt få studier undersöker sambandet mellan taktiska nyheter och aktieåterköp. De studier som har förekommit om aktieåterköp fokuserar ofta på konsekvenserna av aktieåterköp och vilka faktorer som är grunden till varför företag väljer att genomföra ett aktieåterköp (Brockman, Khurana och Martin, 2008). Forskning från Grullon och Michaely (2002), samt Skinner (2008) visar att det blir allt vanligare att företag ersätter traditionell utdelning med återköp av aktier som utbetalningsmetod till aktieägarna. I motsats till aktieåterköp är utdelning något som vanligtvis betalas ut vid samma tidpunkt varje år är därför relativt okänslig för asymmetrisk information. När det gäller aktieåterköp har den asymmetriska informationen en betydande roll eftersom företagsledningen har en informationsfördel gentemot sina aktieägare. Därför finns det incitament som tyder på att den ökande användningen av aktieåterköp skapar både motiv och möjligheter för företagsledningen att utnyttja sina informationsfördelar (Grullon och Michaely, 2002).

Hirst, Koonce och Venkataraman (2008) noterar att de flesta studier fokuserar på konsekvenserna när det handlar om företagsledningens ekonomiska prognoser för företaget. Det finns väldigt få studier som undersöker hur och vilka verktyg företagsledningen använder sig av för att kunna ge stöd åt prognoserna. Alltså, möjligheten om att företagsledningen avsiktligt väljer vad som ska tas med i prognosen har inte analyserats särskilt mycket. Det förekommer tidigare forskning som behandlar uppsatsens problemområde, men forskningen är begränsad. De studier som har genomförts är främst resultat från USA och amerikanska marknader. De europeiska eller svenska marknaderna är därför mycket oprövade. Resultatet från denna uppsats kommer därför att ge en ny och informationsgivande bild som visar i vilken omfattning svenska företagsledningar strategiskt utger information vid aktieåterköp.

Uppsatsen belyser om svenska företagsledningar använder aktieåterköp som ett tillvägagångssätt för att gynna sig själva. Denna uppsats ska kunna ge svar på om

företagsledningar strategiskt ändrar innehållet och tidpunkten för deras nyhetsflöde kring aktieåterköp.

1.3 Problemformulering

- Manipulerar svenska företagsledningar företagens nyhetsflöde i samband med aktieåterköp?

1.4 Syfte

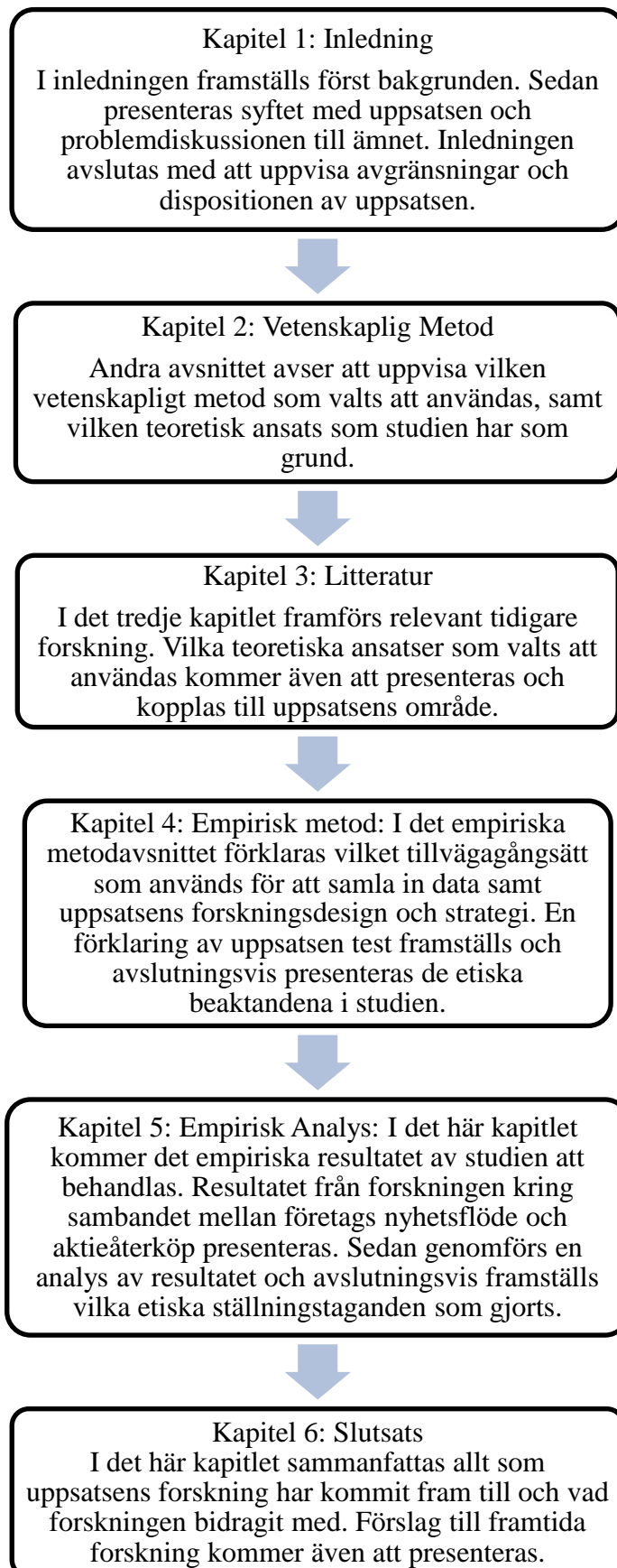
Syftet med uppsatsen är att illustrera och undersöka om svenska företagsledningar manipulerar nyhetsflödet i samband med aktieåterköp. Studien ska förklara om svenska företagsledningar medvetet ändrar innehållet och tidpunkten för deras nyheter i samband med aktieåterköp med avsikten att få en fördelaktig kursförändring som företagsledningen gynnas av.

1.5 Avgränsningar

Urvalet av aktieåterköp har avgränsats till de företag som befinner sig på Stockholmsbörsen, OMX. Selektionen av aktieåterköp har begränsats till de som genomförts mellan åren 2006-2014. Anledningen till det är främst att det genomfördes väldigt få aktieåterköp på Stockholmsbörsen innan år 2006.

Eftersom data har används från företag som befinner sig på hela Stockholmsbörsen har OMXSPI används som jämförelseindex vid testtillfället. OMXSPI, eller Stockholm all-share som den också kallas, är ett relevant jämförelsemått för att indexet väger samman värdet på alla aktier som är noterade på Stockholmsbörsen och visar därmed upp en helhetsbild av utvecklingen på börsen (Nasdaq OMX, 2014).

1.6 Disposition



2. Vetenskaplig metod

Andra avsnittet avser att uppvisa vilken teoretisk ansats och filosofi studien har som grund, samt framställa vilken vetenskapligt metod som valts att användas.

2.1 Vetenskaplig teori och ansats

Som nämnt tidigare inriktar sig många studier på hur företagsledningar på olika sätt strategiskt publicerar sina nyheter men väldigt få studier undersöker sambandet mellan taktiska nyheter och aktieåterköp (Brockman, Khurana och Martin, 2008). Uppsatsens belysningsområde tar upp sambandet mellan innehållet i företags nyheter och tidpunkten för aktieåterköp.

2.1.1 Ansats

Med avseende till ovanstående beskrivning kommer uppsatsens studie innehålla en deduktiv teoretisk ansats. Detta eftersom en deduktiv ansats betyder att forskningen utgår från teori som sedan testas i empirin (Saunders, Lewis och Thornhill, 2009). Saunders, Lewis och Thornhill, (2009) beskriver att med en deduktiv ansats försöker man finna samband mellan olika variabler för att sedan kunna skapa hypoteser som senare kan testas. Deduktion kräver att den som forskar har ett objektivt synsätt, vilket betyder att forskaren är helt oberoende av det som undersöks. En undersökning med deduktiv ansats måste utföras på ett sätt som gör det möjligt att mäta resultatet kvantitativt (Saunders, Lewis och Thornhill, 2009). I uppsatsen tas det hjälp från statistiska metoder och urval av frekvensbaserad data som historiska kurser och avkastningar analyseras. Därför blir den deduktiva ansatsen den enda användbara och väsentliga ansats för uppsatsens studie.

Alternativet till deduktiv ansats är induktiv ansats vilket innebär att forskaren samlar in data och utifrån den datan skapas samband och nya teorier utvecklas. För att förenkla kan deduktiv ansats beskrivas som att man går från teori till empiri och induktiv ansats startar i empirin och går mot att skapa teorier istället (Saunders, Lewis och Thornhill, 2009; Bryman och Bell, 2003).

2.1.2 Filosofi

Saunders, Lewis och Thornhill (2009) beskriver olika forskningsfilosofier och lyfter särskilt fram positivismen och interpretivismen. Enligt Bryman och Bell (2003) innebär positivistisk filosofi att endast företeelser som kan observeras med sinnen ska ses som äkta kunskap. Att forskning bedrivs med en positivistisk filosofi är viktigt eftersom objektivitet ofta eftersträvas så att resultatet inte färgas av forskarens egna värderingar. En positivistisk forskare utgår vanligtvis från befintliga teorier för att skapa hypoteser som sedan testas och utifrån resultatet från testet kan generaliseringar göras (Bryman och Bell, 2003). Den interpretivistiska filosofins utgångspunkt är att många företeelser anses som unika och för komplexa för att en generalisering är möjlig. Interpretivismen menar också att en generalisering inte är nödvändig eftersom allt ständigt förändras och därmed finns det inget värde av en generalisering.

Den här uppsatsen har en positivistisk forskningsfilosofi eftersom den använder sig av befintliga teorier som kopplas till manipulation av nyhetsflöde och aktieåterköp. Med teorierna som grund samlas empirisk data in för att utläsa om hypoteserna om att företagen strategiskt ändrar innehållet av nyheter vid aktieåterköp accepteras eller förkastas.

2.2 Kvantitativ och kvalitativ metod

När en positivistisk filosofi tillsammans med en deduktiv ansats används är det naturligt att uppsatsens vetenskapliga metod kommer att vara av kvantitativ form (Saunders, Lewis och Thornhill, 2009). Den kvantitativa forskningsprocessen består av olika teorier som slutligen leder till att en hypotes formuleras. Hypotesen testas genom att data samlas in, bearbetas och analyseras (Bryman 2001; Saunders, Lewis och Thornhill, 2009). Den kvantitativa metoden används då en större mängd data ska analyseras. När data är analyserad kan olika slutsatser dras som eventuellt också kan generaliseras.

Alternativet till en kvantitativ metod är kvalitativ metod. Patel & Davidsson (2003) menar att den kvalitativa metoden ger en mer djupgående kunskap jämfört med den kunskap som utvinns genom kvantitativ metod. En kvalitativ metod fokuserar mycket på ord och används ofta som metod när olika intervjuer genomförs. En kvalitativ forskning innebär ofta att studien ger unika resultat och datan bör därför behandlas mer djupgående. Till skillnad från den kvantitativa metoden är den kvalitativa metoden ofta lämpligt att använda tillsammans med en induktiv ansats där tyngdpunkten läggs på generering av teorier (Bryman 2001).

3. Litteratur

I det tredje kapitlet framförs och diskuteras relevant tidigare forskning inom ämnet. Vilka teoretiska ansatser som valts att användas kommer att presenteras och kopplas till uppsatsens forskningsområde.

3.1 Tidigare forskning om manipulation och aktieåterköp

Manipulation av aktieåterköp är ett relativt outforskat ämne globalt men där förekommer en del tidigare forskning som kommer att ligga till grund för de antaganden som görs i uppsatsen. Nedan beskrivs relevanta artiklar som uppsatsen till stor del kommer att använda.

3.1.1 Corporate payout policy: Cash Dividends versus Open-Market Repurchases

I uppsatsen ska Barclay och Smiths (1988) antagande om att företagsledningar ändrar det normala flödet av information till marknaden testas och analyseras. Barclay och Smith (1988) var tidiga med att studera om företagsledningar har en tendens till att ändra flödet av nyheter för att skapa fördelar i aktiekursen vid aktieåterköp. De menar att företagsledningar har möjlighet att fördröja lanseringen av positiva nyheter till efter ett aktieåterköp genomförts och påskynda lanseringen av negativa nyheter så det är tillgängliga innan ett aktieåterköp. Anledningen till att agera på det viset är att försöka skapa en fördelaktig kursförändring. Trots att företag publicerar information till marknaden kontinuerligt, har företagsledningen en stor handlingsfrihet när det gäller tidpunkten och detaljerna i publikationerna. Genom att ge ut negativa nyheter före aktieåterköpen kan det leda till att aktiepriset trycks ner och företaget kan då köpa tillbaka de egna aktierna till ett lägre pris. När väl aktieåterköpet är genomfört publicerar företaget positiva nyheter för att försöka trycka upp aktiepriset igen.

3.1.2 Voluntary disclosures around share repurchases

Brockman, Khurana och Martin (2008) uppvisade ett liknande antagande där de forskade på de amerikanska börserna och skrev om hur företagsledningar strategiskt publicerar nyheter för att skapa egna fördelar. Brockman, Khurana och Martin (2008) menar att företagsledningar skapar fördelar för företaget genom att trycka ner aktiepriset före ett aktieåterköp med syftet att åstadkomma en lägre kapitalkostnad. Studien visar att före ett aktieåterköp publicerar företaget negativa nyheter för att trycka ner kursen och efter aktieåterköpet skett publiceras positiva nyheter för att få upp aktiepriset igen. I de företagen där företagsledningen har egna

incitament, dvs. stor ägarandel har studier visat att det är mer förekommande att strategiska nyheter offentliggörs för att få önskad kursförändring (Brockman, Khurana och Martin, 2008).

3.1.3 Annan relevant forskning

Forskningsområdet som tar upp sambandet mellan manipulation av informationsflöde och aktieåterköp är begränsat, framförallt i Europa. Zhang (2005) berör ämnet i sin studie där han undersökte kursutveckling för aktier i Hong Kong kring och efter att företag genomförde aktieåterköp. Det visade sig att de företag som utför återköp köper aktierna när priset sjunkit. Företagen beter sig då opportunistiskt och ser en negativ kursförändring som fördelaktigt innan ett aktieåterköp. Zhang (2005) visade att tre dagar efter själva återköpet steg marknaden i genomsnitt med 0,43 %. Det framgick också att företagen vanligtvis inte uppvisar någon abnormal avkastning i det långa perspektivet när de gör aktieåterköp. Kursutvecklingen för företag som gör aktieåterköp varierar. Enligt Zhang var variablerna som påverkade bland annat företagsstorlek och marknadsvärde.

Synsättet kring att företagsledningen styr de frivilliga upplysningar såsom pressmeddelande för egen vinning får stöd av Noe (1999) och Cheng och Lo (2006) när de skriver om insiderhandel och hur företagsledningarna gynnar sig själva genom att ha tillgång till privat information om företaget. Noe (1999) och Cheng och Lo (2006) fann att det förekom ett strategiskt beteende där företagsledningarna tidsmässigt lyckades anpassa sina affärer runt dåliga nyhetsprognoser. Företagsledningarna köpte färre aktier i förväg och fler efter att aktiekursen hade sjunkit.

3.2 Teorier

Teorierna kommer att fungera som grund för hela uppsatsen och ge stöd för argument som presenteras. Utifrån teorierna kommer hypoteser att skapas som sedan testas i en utformad eventstudie. De teorier som anses relevanta och kommer att användas och beskrivas i uppsatsen är *den effektiva marknadshypotesen (EMH)*, *informationsasymmetri*, *signalteorin* och slutligen *agentteorin*.

3.2.1 EMH

En marknad där priserna alltid speglar tillgänglig information helt och hållet benämns som effektiv (Fama, 1970). Hur effektiv en marknad är beror på hur mycket priserna på marknaden reflekterar den information som finns tillgänglig. Fama (1970) skriver vidare att det finns tre olika former som beskriver hur effektiv en marknad är, svag-, semi-stark- och stark form. Mängden information som finns tillgänglig är det som skiljer de tre formerna åt.

En effektiv stark marknadsform betyder att priserna på marknaden är baserad på all information, både offentlig och privat information som insiderhandel. Därmed handlas aktier alltid till verkligt värde vilket betyder att det inte är möjligt för en investerare att köpa en undervärderad eller övervärderad aktie. Till följd säger teorin att det är omöjligt att överträffa marknaden genom timing eller genom att tolka signaler som företagen ger ut till marknaden (Malkiel, 2003).

I en effektivt semi-stark marknadsform är priserna på marknaden baserade all offentlig information som är tillgänglig. Den offentliga informationen innefattar information om historiska priser och volym, publicerade räkenskaper samt information från årsredovisningar (Fama, 1970). Därmed kan ingen överavkastning uppnås baserat på den informationen. Det enda sättet för investerare att uppnå överavkastning under semi-stark form är om de innehar intern information om företaget.

En effektivt svag marknadsform innebär att priserna på marknaden är baserad på all information som kan utläsas av historiska priser och volym (Fama, 1970). Priset på en aktie påverkas av ny information. I det flesta fall är ny information oförutsägbar och därför menar man att priset på en aktie följer en ”random walk” vilket betyder att pristrenden för en aktie är omöjlig att förutspå.

Uppsatsens test och hypotesprövning kommer i enlighet med tidigare studie av Brockman, Khurana och Martin (2008) att anta att marknaden är av semi-stark form där aktiepriset reflekterar all offentlig information. Det innebär att priset på aktien kommer att reflekteras så fort marknaden erhåller information om att ett aktieåterköp ska genomföras. Därmed kan prispförändringen användas som bas för analysen (Fama, 1970).

3.2.2 Informationsasymmetri

Det förekommer kritik till den effektiva marknadshypotesen. Nya studier visar att aktiekursen åtminstone är delvis förutsägbar och att teknisk analys är ett användbart verktyg i vissa avseenden (Malkiel, 2003). Grossman och Stiglitz (1980) menar att något som en perfekt marknad inte existerar. Information är kostsam och marknader är konkurrensmässiga vilket betyder att det måste finnas en skillnad mellan aktiepriset och det verkliga värdet. Att det föreligger en skillnad ger incitament till individer att ta reda på mer information.

Asymmetri av information föreligger när två eller flera parter ska utföra en transaktion och den ena parten innehar mer information än de andra. Det skapar en obalans i maktförhållandet parterna emellan och i vissa fall uppstår därför problem under själva transaktionen. Informationsasymmetri är ofta orsaken till felaktig information och är en av orsakerna som leder till en ineffektiv marknad (Grossman och Stiglitz, 1980). Brockman, Khurana och Martin (2008) menar att företagsledningar utnyttjar informationsasymmetri genom att använda sina informationsfördelar emot övriga marknaden för att få önskad kursförändring vid aktieåterköp.

Investorerare på aktiemarknaden placerar kapital i aktier och försöker uppskatta om aktien är värderad till ett verkligt värde utifrån den information som finns tillgänglig. Eftersom företagsledningen innehar intern information och kan till viss del styra aktiekursen genom att exempelvis publicera offentliga nyheter i samband med aktieåterköp kan det uppstå en viss problematik med asymmetrisk information mellan företagsledningen och marknaden. Om företagsledningen strategiskt ändrar innehållet och tidpunkten för nyheter kan det bidra till en kursförändring som är mer fördelaktig för företaget än för investeraren (Brockman, Khurana och Martin, 2008).

Akelof (1970) diskuterar bland annat om att signalering kan ses som en lösning på informationsasymmetrin. Med signalering menas att den part som innehar mer av informationen tillkännager viss information till de andra parterna. Signalering ska då öka trovärdigheten och lösa asymmetrin samt obalansen i maktförhållandet mellan företagsledning och marknaden.

3.2.3 Signalteorin

Signalteorin bygger på och är nära sammankopplad med teorin om asymmetrisk information. Enligt Spence (1973) kan två parter lösa problemet med informationsasymmetri genom att den ena parten ger ut en signal som avslöjar relevant information till den andra parten. Den andra parten tolkar signalen och fattar sitt beslut med hjälp av den informationen.

När en företagsledning fattar nya beslut ger det ut signaler till marknaden som aktieägare försöker tolka i syfte att reducera informationsasymmetrin. Om ett företag väljer att genomföra ett aktieåterköp ger det en signal till marknaden som kan tolkas på olika sätt. Tolkningen skulle kunna vara att företaget har förtroende för sig själva genom att investera sitt egna kapital eller att aktien anses undervärderad (Vermaelen, 1981). Healy och Palepu (2001) skriver att finansiell rapportering om företagets resultat och styrning är en viktig åtgärd från företagsledningen för att kommunicera och ge information till utomstående investerare. Skulle förslagsvis ett företag publicera en hanterad nyhet i taktiskt syfte agerar aktieägarna baserat på den informationen (Spence, 1973).

3.2.4 Agentteorin

Agentteorin är en grundläggande teori som berör uppsatsens ämne om manipulation och aktieåterköp. Mer precist innebär agentteorin att det finns ett samband mellan två parter där den ena benämns agenten och den andra som huvudman (Meckling och Jensen, 1976; Ross, 1973). Miller och Modigliani (1958) beskriver agentteorin som ett principal-agentförhållande mellan aktieägare och företagsledning, där principalen definieras som aktieägarna och företagsledningen definieras som agenten i företaget. Förenklat kan förhållandet förklaras som att principalen har utsett agenten som företagsledning genom exempelvis en bolagsstämma och gett dem befogenhet att driva företaget och fatta beslut på mest vinstdrivande vis (Miller och Modigliani, 1958).

Under 80- och 90-talet fördes det många debatter om att ekonomisk effektivitet kan uppnås genom att värdet maximeras för aktieägarna (Lazonick, 2008). Lazonick (2008) skriver att begreppet om värdemaximering framförallt anger hur styrelsen ska tillgodose aktieägarnas intressen på bästa sätt, exempelvis genom en tillfredställande kapitalstruktur.

En möjlighet för att få företagsledningen att agera i principalernas intresse är att upprätta ett kontrakt mellan de bägge parterna (Miller och Modigliani). Exempelvis kan det röra sig om en överenskommelse om ersättning till agenten om denne uppnår ett visst resultat. Fitzroy, Acs, & Gerlowski (1997) menar att det kan uppstå problem mellan en företagsledning och dess aktieägare eftersom värdemaximeringen många gånger definieras på olika sätt för parterna. Exempelvis finns det möjlighet för företagsledningen att agera kortsiktigt och gynna personliga intressen framför aktieägarnas (Lazonick, 2008). Meckling och Jensen (1976) och Ross (1973) menar också att konflikter mellan de båda parterna kan förekomma vilket betyder att företaget ådrar sig onödiga kostnader i form av övervakning av styrelsen men även ett ökat egenintresse för styrelsen som missgynnar minoritetsaktieägarna.

För att undvika konflikter mellan parterna finns det lagar som ger skydd till framförallt de utomstående investerarna (La Porta, Lopez- De-Silanes, Shleifer och Vishny, 2000). La Porta m.fl. (2000) nämner exempelvis att alla investerare har rätt till samma utdelning per aktie oberoende om investerarna är insider eller utomstående, att alla investerare har rätt att rösta vid viktiga beslut och att de har rätt till att stämma bolaget.

Brockman, Khurana och Martin (2008) forskning har ett starkt samband med agentteorin där de visar att företagsledningar gynnar sina personliga intressen och manipulerar aktiekursen genom att strategiskt publicera nyheter i samband med aktieåterköp. Brockman, Khurana och Martin (2008) åskådliggör att amerikanska företagsledningar publicerar negativa nyheter före ett aktieåterköp för att få en negativ kursförändring vilket leder till att företagsledningen kan köpa tillbaka aktierna till ett lägre pris. Efter att aktieåterköpet genomförts visar Brockman, Khurana och Martin (2008) ett svagare samband att företagsledningar publicerar positiva nyheter för att försöka få en positiv kursförändring. Därför finns det risk att aktiekursen inte drivs tillbaka till nivån som förelåg före aktieåterköpet och aktieägarna blir då lidande. Detta eftersom att företagsledningen agerar för att gynna egna intressen istället för att maximera värdet för aktieägarna (Fitzroy, Acs, & Gerlowski, 1997).

3.3 Hypotesprövning

I enlighet med Brockman, Khurana och Martins (2008) amerikanska studie kommer uppsatsen att undersöka om manipulation av nyhetsflödet i samband med aktieåterköp förekommer på den svenska marknaden. Undersökningen kommer att analysera om svenska

företagsledningar manipulerar aktiekursen genom att publicera negativa nyheter före ett aktieåterköp och följaktligen publicerar positiva nyheter efter aktieåterköpet är avslutat. Uppsatsen test tar även hänsyn till om företagens storlek har betydelse vid manipulation av nyhetsflöde vid aktieåterköp.

Med hänsyn till studien av Brockman, Khurana och Martin (2008) har tre hypoteser utformats för att besvara uppsatsens forskningsfråga om att svenska företagsledningar manipulerar företagets nyhetsflöde i samband med aktieåterköp.

Uppsatsens första hypotes utreder om företagsledningen publicerar fler negativa nyheter innan ett aktieåterköpsprogram inleds. Den första hypotesen blir då som följer:

- H1: Företag publicerar fler negativa nyheter i perioden innan ett aktieåterköp genomförs.

Den andra hypotesen utreder om företagsledningen publicerar fler positiva nyheter efter att ett aktieåterköp har genomförts. Den andra hypotesen blir då som följer:

- H2: Företag publicerar fler positiva nyheter i perioden efter att ett aktieåterköp genomförts.

För att få ytterligare styrka i uppsatsens test undersöks det även om variabler såsom företagsstorlek har någon betydelse angående manipulation av nyhetsflöde vid aktieåterköp. Variabeln har valts med hänseende till studien av Brockman, Khurana och Martin (2008). Uppsatsen tredje hypotes bli då som följer:

- H3: Företagsstorlek har betydelse i samband med manipulation av nyhetsflöde vid aktieåterköp.

4. Empirisk metod

I det empiriska metodavsnittet kommer det förklaras vilket tillvägagångsätt som används för att samla in data och uppsatsens forskningsdesign och strategi. En förklaring av uppsatsen

test framställs och avslutningsvis presenteras vilka etiska beaktanden som studien tagit hänsyn till.

4.1 Sekundärdata

Studien är baserad på frekvensbaserad och historisk data och samtlig datainsamling kommer därför att grundas på sekundärdata. Studien kommer samla in olika former av sekundärdata där information också anskaffats genom vetenskapliga artiklar. Utifrån information från en stor mängd av artiklarna har en djupgående förståelse och en bredare bild av ämnet kunnat erhållas och detta har lett till att uppsatsen kunnat realisera en mer övergripande och rättvis studie.

4.2. Kritik mot sekundärdata

Det förekommer en del tvivel kring sekundärdata. Kritiken ligger främst i att sekundärdata kan grunda sig på en annan, tidigare källa. Konsekvenserna blir att källan som används grundar sin information på opålitliga andrasekundära källor. Om information passerar flera led från den primära källan kan det leda till att informationen lätt förvrids och informationen blir på så vis felaktig. Därför förekommer det en risk att använda sig av sekundära källor (Saunders, Lewis & Thornhill, 2009). Problematiken med sekundära källor kommer ständigt att motarbetas genom att agera mycket källkritiskt och endast använda sekundära källor som är väl ansedda.

4.3 Datainsamling och urvalskriterier

4.3.1 Data

För att undersöka om nyheter påverkar aktiekurserna krävs data för att kunna fastställa detta. Databaser som Sixedge i kombination med Nasdaq OMX har används för att samla in relevant finansiell data om företagen. På Nasdaq OMX finns all offentlig information tillgänglig som exempelvis alla pressmeddelande som företagen publicerat. Företagen använder sig av pressmeddelande för att offentliggöra olika typer av nyheter vilket inkluderar beslut och genomförande om aktieåterköp (Nasdaq OMX, 2014). Informationen uppger under vilken tidsperiod företag har genomfört återköp av egna aktier.

4.3.2 Urval och bortfall

Urvalet för undersökningen består av företag som är publicerade på Stockholmsbörsen. Företagen som har undersökts har genomfört återköp av egna aktier mellan åren 2006-2014. Anledningen för valet av tidsperiod var främst att väldigt få aktieåterköp genomfördes innan år 2006. För att ha möjligheten att analysera aktuell och tidsenlig data ansågs 2006 som en väsentlig avgränsning.

Bortfallet av företag bestod av utländska företag, exempelvis "Tieto Abp" eftersom undersökningen endast avser företag som är publicerade på Stockholmsbörsen. Ett fåtal företag som har genomfört aktieåterköp publicerade inga pressmeddelande under estimeringsfönstret och användes därför inte som data till undersökningen.

4.4 Forskningsdesign och strategi

För att komma fram till ett pålitligt resultat i undersökningen om företag strategiskt ändrar innehåll och tidpunkt för sina nyheter i samband med aktieåterköp kommer en eventstudie att genomföras. En eventstudie utförs på varje utvalt bolag i Excel. Denna studie baseras som nämnt tidigare på sekundärdata där informationen hämtas från databaser. Den historiska informationen som har används är historiska aktiepriser och indexpriser vilket är de variabler som behövs för att undersöka om det förekommer en abnormal avkastning. Abnormal avkastning är skillnaden mellan den faktiska avkastningen för ett värdepapper och förväntad avkastning. Abnormal avkastning förekommer ofta när något event har inträffat, som exempelvis en nyhet i form av ett pressmeddelande (Barber och Lyon, 1997). För att räkna ut abnormal avkastning kommer indexet för hela Stockholmsbörsen (OMXSPI) att användas. Med hjälp av en eventstudie kommer 27 olika bolag att undersökas. Studien innefattar de bolag som befinner sig på Stockholmsbörsen som genomfört aktieåterköp mellan åren 2006-2014.

4.4.1 Eventstudier

Nästa steg är att genomföra en eventstudie för att se om det finns några avvikelser i pressmeddelande i samband med aktieåterköpen jämfört övrig period. MacKinley (1997) menar att eventstudier är användbart i många avseende. Genom att utföra en eventstudie kan man påvisa effekten på händelser som både direkt och indirekt berör företagen och det är en metod som är användbar för att bland annat fastställa effekten av aktieåterköp (MacKinley,

1997). I praktiken har eventstudier framförallt används för två anledningar; för att testa nollhypotesen som säger att marknaden effektivt prisar in ny information och att undersöka vilken effekt en viss händelse har haft på förmögenheten hos företagets aktieägare (Binder.1998). Binder (1998) konstaterar att eventstudier har blivit den metod som används som standard för att fastställa hur priset på en aktie reagerar på ett offentliggörande eller en händelse. En eventstudie är därför relevant att använda sig av i uppsatsens studie som undersöker hur en aktie reagerar vid publicering av pressmeddelanden.

4.4.2 Syftet med uppsatsen eventstudie

Syftet med uppsatsens eventstudie är att man ska kunna utläsa vilken påverkan ett företags pressmeddelanden har på aktiepriset vid aktieåterköp. I eventstudien ska det undersökas om pressmeddelandena är positiva eller negativa vilket görs genom att observera om pressmeddelandet leder till en positiv eller negativ abnormal avkastning. Denna metod får stöd av Brockman, Khurana och Martin (2008) där de också använder sig av någon form av eventstudie. De klassificerar nyheterna som positiva eller negativa och sedan undersöks det om det förekommer något mönster över hur företagsledningen publicerar sina pressmeddelanden och i vilket syfte de gör det.

4.4.3 Jämförelseindex

För att mäta om det skett abnormal avkastningen kommer aktiekursen att jämföras gentemot ett index för att utläsa en om det förekommer en avvikelse från den förväntade avkastningen. Stockholmsbörsen (OMXSPI) används som jämförelseindex eftersom den väger samman värdet på alla aktier som är noterade på Stockholmsbörsen och visar därmed upp en helhetsbild av utvecklingen på börsen (Nasdaq OMX, 2014). Jämförelsen kommer att genomföras i Excel.

4.5 Test och utförande

4.5.1 Förklaring av test

Det är möjligt för företagsledningar att agera fördelaktigt genom att publicera fler negativa nyheter innan ett aktieåterköp inleds för att köpa tillbaka aktier till ett relativt lågt pris. Efter

att ha avslutat återköpet, kan företagsledningen publicera fler positiva nyheter för att ta hem den privata vinsten (Brockman, Khurana och Martin, 2008).

Uppsatsen fokuserar därför på att genomföra test som innefattar dessa två händelser. Det kommer att utföras ett antal tester som undersöker om företagsledningen ändrar nyhetsflödet när de realiserar aktieåterköp. Det är värt att notera att företagen kan genomföra ett aktieåterköpsprogram under en eller flera återköpsperioder. Tidpunkten och innehållet för pressmeddelande har störst betydelse i början av återköpsprogrammet och i slutet av programmet, efter att företaget är klara med att ackumulera önskat antal aktier (Brockman, Khurana och Martin (2008). Därför kommer testen i uppsatsen att utföras och beräknas när företaget gör sitt första aktieåterköp och när företaget har köpt tillbaka önskat antal aktier. Alltså behandlas flera aktieåterköpsutföranden som en enstaka händelse och som om det genomfördes i ett enda aktieåterköpsprogram¹.

Precis som i undersökningen som Brockman, Khurana och Martin (2008) genomförde kommer uppsatsens test att inkludera alla typer av pressmeddelande som företagen publicerar. Alla pressmeddelande behandlas lika oavsett om pressmeddelandet innehåller en vinstprognos, kassaflödes-, intäktsrapport eller om rapporten innefattar ett kvartal eller ett helt räkenskapsår. Pressmeddelandet klassificeras som positivt eller negativt genom att ta hjälp av eventstudien. För att skilja de positiva pressmeddelanden från de negativa fokuserar testet på den abnormala avkastningen (AR) dagen då företaget publicerar pressmeddelandet.

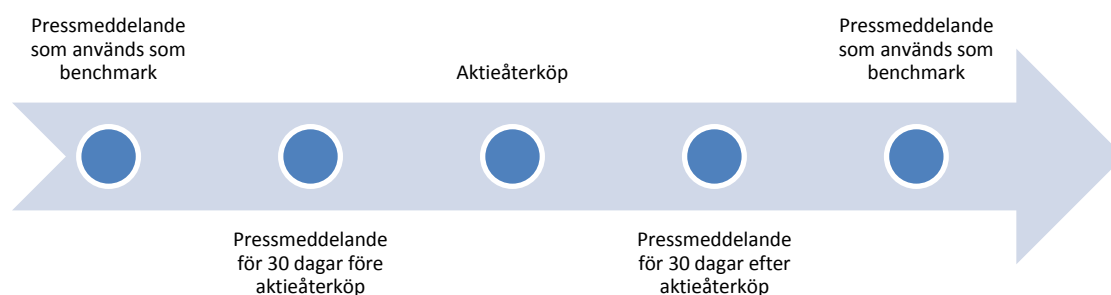
$$\text{Abnormal avkastning (AR)} = \text{Faktiskt avkastning} - \text{Förväntad avkastning}$$

Leder publiceringen av pressmeddelandet till en positiv avkastning i jämförelse till testets jämförelseindex (OMXSPI) klassificeras pressmeddelandet som positivt. Tvärtom om pressmeddelandet genererar en negativ abnormal avkastning klassificeras pressmeddelandet som negativt. Med tanke på intresset för att undersöka om företag strategiskt behandlar sitt informationsflöde har fokus lagts på företags publicerande av pressmeddelande kring aktieåterköp.

¹Om exempelvis ett företag meddelar att de har som avsikt att återköpa aktier för 200 miljoner kronor genom ett visst återköpsprogram och sedan avslutar tre aktieåterköp inom en period på 3 månader kommer dessa tre aktieåterköp behandlas som en enda händelse. Analysen i uppsatsen fokuserar på perioden 1 månad före det första återköpsutförandet av varje återköpsprogram (dvs. före återköpsperioden) och på 1-månadsperioden efter det sista återköpsutförandet av återköpsprogrammet (dvs. efter återköpsperioden).

För tiden före ett aktieåterköp analyseras de pressmeddelande som företagen publicerat 30 dagar innan själva aktieåterköpsdagen. De pressmeddelandena sätts i relation till pressmeddelanden som företaget publicerat vid andra tillfällen som inte ingår i estimeringsfönstret på 30 dagar. Anledningen till det är att för att kunna utläsa om företagen publicerar fördelaktiga nyheter vid aktieåterköp används en benchmarkperiod där man ser om det föreligger skillnad i de pressmeddelande som publiceras vid aktieåterköp jämfört med övriga tillfällen (Brockman, Khurana och Martin, 2008). För tidsperioden efter ett aktieåterköp analyseras de pressmeddelande som företagen publicerat 30 dagar efter själva aktieåterköpsdagen. De pressmeddelandena sätts i jämförelse till de pressmeddelanden som företaget publicerat vid andra tillfällen som inte ingår i estimeringsfönstret på 30 dagar (Se figur 1).

Figur 1 – Testets utformning.



4.5.2 Definition av Excel-termer

När man genomför en eventstudie i Excel kommer företagen att definieras som X-värden och Index definieras genom y-värden (OMX). Genom Excel kommer eventstudien att ha en del beräkningsunderlag som beskrivs nedan och där uträkningarna för beräkningsunderlagen finns i Bilaga 2.

Intercept är skärningspunkten som beräknar punkten där en linje skär y-axeln genom att använda befintliga x-värden och y-värden (Bilaga 2). Det används när man vill avgöra värdet

på den oberoende variabeln. *Slope* mäter lutningen av den linjära regressionslinjen och är även ett riskmått (Bilaga 2). *Stexy* förklarar standardvärdefelet (Bilaga 2). *Days in estimation window* är de antal dagarna innan eventfönstret som används för att räkna ut de formlerna som nämns ovanför (Bilaga 2). Som estimeringsfönster har 60 dagar valts att användas för att få ett relevant mått som beräkningsunderlag i enlighet med MacKinley (1997) som är utmärkande för hans vetenskap om eventstudier.

När intercept, slope, stexy och "days in estimation window" är uträknat kan förväntad avkastning, abnormal avkastning och kumulativ abnormal avkastning beräknas.

4.6 Variabler

Den här uppsatsen har ett förklarande syfte. Enligt Christensen et al. (2001) söker vanligtvis förklarande studier efter kausala samband mellan olika variabler där den oberoende variabeln sägs vara den som påverkar den beroende. Uppsatsens studie kring sambandet mellan manipulation av nyhetsflöde och aktieåterköp består av både oberoende och beroende variabler.

4.6.1 Beroende variabel

Uppsatsens beroende variabel anger om företagets pressmeddelande är positiva eller negativa. För att komma fram till om pressmeddelandet är positivt eller negativt används abnormal avkastning som mätverktyg. Om pressmeddelandet bedöms som negativt klassificeras det som "1". Tvärtom om pressmeddelandet bedöms som positivt klassificeras det som "0". Anledningen till klassificeringen av 1 och 0 är för att modeller ska kunna utformas i SPSS.

4.6.2 Oberoende variabel

Den oberoende variabeln som används i studien indikerar om observationen ligger i anslutning till återköpsperioden eller inte. Pressmeddelandet klassificeras som "1" om pressmeddelandet faller inom estimeringsfönstret (30 dagar före dagen företaget genomför ett aktieåterköp eller 30 dagar efter företaget genomfört ett aktieåterköp). Pressmeddelanden som faller utanför estimeringsfönstret klassificeras som "0".

4.6.3 Kontrollvariabler

Som kontrollvariabel har företagsstorlek valts att tas med. Pallant (2010) menar att genom att inkludera kontrollvariabler i testet ökar testets styrka och pålitlighet. Om relevanta kontrollvariabler tas med minskar också risken för att felaktiga slutsatser dras om huvudsambandet. Uppsatsens huvudsakliga syfte är att undersöka om företagsledningen strategiskt publicerar nyheter i samband med aktieåterköp men det kan även vara intressant att undersöka kontrollvariabler som exempelvis företagsstorlek. Företagsstorlek är en kontrollvariabel som har använts i många tidigare studier och eftersom företagsstorlek är en variabel som använts i liknande forskning av Barclay och Smith (1988) och Brockman, Khurana och Martin (2008) är det en relevant variabel att involvera även i denna uppsats. Genom att innefatta företagsstorlek i studien kan det utläsas om variabeln företagsstorlek har betydelse när det gäller manipulation av nyhetsflöde vid aktieåterköp.

4.7 Signifikans

För att testa om resultatet i eventstudien är tillräckligt tillförlitligt anges en signifikansnivå. Om resultatet uppvisar en hög signifikansnivå betyder det att resultatet inte är tillräckligt tillförlitligt och hypoteserna måste därför förkastas (Allison, 1999). Eventstudien kommer att genomföras med antagande att det råder semi-stark marknadseffektivitet. Det innebär att aktiepriserna på marknaden är baserade all offentlig information som är tillgänglig (Fama, 1970).

Eftersom urvalet i studien innehåller relativt få observationer finns det en risk för att styrkan i testet är lågt. Om styrkan i testet är lågt kan det också öka risken för att en missvisande hypotes accepteras. Enligt James (2002) kan det vara lämpligt att använda sig av en signifikansnivå på 10 % istället för 5 %, som vanligtvis används, för att förbättra styrkan i ett test där urvalet består av färre observationer. Uppsatsen har undersökt resultatet under båda signifikansnivåerna men beslutet att förkasta variablerna har genomförts vid en signifikansnivå på 10 % (James, 2002).

4.8 Etiska beaktanden

Det finns principer och ramar från det humanistiska samhällets vetenskapliga forskningsråd där de förklarar vad man ska tänka på när man skriver en undersökning för att den ska vara korrekt gjord efter etiska former (CODEX, 2014). Det finns principer om hur etiska frågor

ska behandlas och de beskriver finns krav på hur forskningen ska gå tillväga. Dessa krav finns för att skydda individer som på något sätt är inblandad i forskningen, för att inte kränka eller förödmjuka berörda personer. Därför finns det ett krav som heter individsskyddskravet. Individsskyddskravet är uppdelat i fyra huvudkrav. *Öppenhetskravet* som innebär att de personerna som berörs utav undersökningen måste ge sitt samtycke till att delta i undersökningen. *Självbestämmandekravet* betyder att de medverkande inte ska känna sig tvungna att delta utan de ska själva bestämma på vilka villkor de vill medverka på. *Konfidentialitetskravet* förklarar att personer som medverkar eller berörs av undersökningen ska vara anonym om de så vill. Personlig information ska vara hemlig och bevaras på ett säkert sätt. *Autonomikravet* innebär att insamlad information endast får användas till forskningens undersökning och inte till andra ändamål. (All information om individsskyddskravet är hämtat från CODEX, 2014)

Olsson och Sörensen (2011) talar om att man ska låta de berörda ta del av resultaten från forskningen och låta de ge sin synpunkt om resultatet. Det finns även annan information kring de etiska frågorna som exempelvis på hur referenser och citat ska anges, för att förhindra att plagiat av tidigare forskning inträffar (Olsson och Sörensen, 2011).

5. Empirisk Analys

I det här kapitlet kommer det empiriska resultatet av studien att behandlas. Resultatet från forskningen kring sambandet mellan företags nyhetsflöde och aktieåterköp kommer att presenteras. Det kommer sedan att genomföras en noggrann analys av resultatet och avslutningsvis framställs vilka etiska ställningstaganden som gjorts.

5.1 Resultat

I uppsatsens studie analyserades 27 företag, vilket innefattar alla företag som genomfört ett eller flera aktieåterköp mellan åren 2006-2013. Alla företagen i studien befinner sig på den svenska Stockholmsbörsen. I studien har totalt 287 pressmeddelanden evaluerats där 152 (Tabell 1) pressmeddelanden klassificerades som negativa och resterande 135 (Tabell 1) klassificerades som positiva. Resultatet som visar att ett pressmeddelande i de flesta fall leder till en positiv abnormal avkastning skiljer sig ifrån amerikansk forskning från Cheng och Lo

(2006) samt Brockman, Khurana och Martin (2008) som istället visar att företags pressmeddelande oftast leder till en positiv abnormal avkastning. En av anledningarna till det motsägande resultatet kan vara att över 99 % av de pressmeddelande som publiceras i USA består av olika typer av resultatprognoser, vilket vanligtvis ger en negativ abnormal avkastning, medan de pressmeddelande som företag publicerar i Sverige är av en mer heterogen karaktär (Cheng och Lo, 2006).

Tabell 1. SPSS-tabell som visar antalet positiva och negativa nyheter som företagen publicerat vid undersökningsperioden.

Observed		Predicted		Percentage Correct
		Nyhet Positiv	Nyhet Negativ	
Nyhet	Positiv	152	0	100
	Negativ	135	0	0
Overall Percentage				53

5.2 Chi två test (X²-test)

I uppsatsens ena test genomfördes ett så kallat ”chi två test” (Bilaga 4) för att komma fram till om företagsledningarna publicerar strategiska nyheter vid aktieåterköp för att gynna sig själva.

Ett X²-test är ett relativt enkelt men ett användbart analysverktyg för att undersöka om det föreligger något samband mellan olika variabler (Pallant, 2010). I ett X²-test används procent som värde för att se hur stor sannolikheten är att ett visst utfall inträffar och om det finns ett samband mellan variablerna (Pallant, 2010). I uppsatsen genomförs ett X²-test för att undersöka hur stor sannolikheten är att en företagsledning publicerar en negativ nyhet vid aktieåterköp. Det testas genom att se om företagsledningen publicerar fler negativa nyheter före ett aktieåterköp och om de publicerar fler positiva nyheter efter ett aktieåterköp. Efter tolkning av resultatet av testet kan man antyda om svenska företagsledningarna manipulerar nyhetsflödet i samband med aktieåterköp.

Testet genomfördes först i Excel där företagens nyheter klassificerades som positiva eller negativa genom att utläsa om publiceringen av nyheten ledde till en positiv eller negativ abnormal avkastning. Datamaterialet från Excel lades sedan in i SPSS för att kunna

genomföra ett chi två test i syfte att bedöma om uppsatsen hypoteser förkastas eller accepteras (Pallant, 2010).

5.3 Tolkning av resultat X²-test

Tabell 2: X²-test. 53,1% sannolikhet att svenska företagsledningarna publicerar en negativ nyhet före ett aktieåterköp. När det inte är en återköpsperiod är det 41,7% sannolikhet att svenska företagsledningarna publicerar en negativ nyhet.

		Återköpsperiod=1		
		0	1	Total
Nyhet	Count	42	38	80
0	% Within Återköpsperiod=1	58,30%	46,90%	52,30%
	Count	30	43	73
1	% Within Återköpsperiod=1	41,70%	53,10%	47,70%
Total	Count	72	81	153
	% Within Återköpsperiod=1	100%	100%	100%

Test 1 – Fler negativa nyheter före ett aktieåterköp?

Resultatet visade att det är 53,1 % sannolikhet att svenska företagsledningarna publicerar en negativ nyhet innan ett aktieåterköp (Tabell 2). Detta sätts i relation till sannolikheten att företagsledningen publicerar en negativ nyhet som inte är kopplat till aktieåterköpsperioden vilket var 41,7 % (Tabell 2). Resultatet indikerar det som (Brockman, Khurana och Martin (2008) visar i sin amerikanska studie att företagsledningarna även i Sverige är mer benägna att publicera negativa nyheter vid aktieåterköp. Dock är inte uppsatsens resultat statistiskt signifikant utan testet har för låg styrka vilket innebär att testet inte kan utesluta att resultatet är orsakad av en slumpmässig variation i uppsatsens datamaterial (James, 2002). Det kan inte säkerställas att svenska företagsledningarna publicerar fler negativa nyheter innan ett aktieåterköp och därför förkastas hypotes 1.

- H1= Företagsledningarna publicerar fler negativa nyheter i perioden innan ett återköpsprogram genomförs → Förkastas

Test 2 – Fler positiva nyheter efter ett aktieåterköp?

Genom att genomföra chi två testet kunde det också utläsas om svenska företagsledningar publicerar fler positiva nyheter efter att ett aktieåterköp genomförts. Testet genomfördes på samma sätt som det tidigare testet, men nu lades fokus på perioden efter företagen genomfört ett aktieåterköp. Det visade sig att det var 51 % (Tabell 3) sannolikhet att företagsledningen publicerade en positiv nyhet efter ett aktieåterköp medan det var 49 % (Tabell 3) sannolikhet att företagen publicerar en positiv nyhet som inte är kopplad till återköpsperioden. Det kan jämföras med studien av Brockman, Khurana och Martin (2008) som visar att amerikanska företagsledningar publicerar fler positiva nyheter efter ett aktieåterköp. Resultatet åskådliggör att svenska företagsledningar är något mer benägna att publicera fler positiva nyheter efter ett aktieåterköp. Dock är inte uppsatsens resultat statistiskt signifikant eftersom skillnaden materialet är för liten och därför kan det inte påvisas att resultatet inte är orsakad av en slumpmässig variation i uppsatsens datamaterial (James, 2002). Det kan alltså inte heller säkerhetsställas att svenska företagsledningar publicerar fler positiva nyheter efter ett aktieåterköp och därför förkastas hypotes 2 (H2).

- H2= Företagsledningar publicerar fler positiva nyheter i perioden efter att ett återköpsprogram genomförts → Förkastas

Tabell 3: X². 50,7% sannolikhet att svenska företagsledningar publicerar en positiv nyhet efter ett aktieåterköp. När det inte är en återköpsperiod är det 49,3% sannolikhet att svenska företagsledningar publicerar en positiv nyhet.

		Återköpsperiod=1		
		0	1	Total
Nyhet	Count	33	39	72
0	% Within Återköpsperiod=1	49,30%	58,20%	53,70%
	Count	34	28	62
1	% Within Återköpsperiod=1	50,70%	41,80%	46,30%
Total	Count	67	67	134
	% Within Återköpsperiod=1	100%	100%	100%

5.4 Regression

I uppsatsens studie genomfördes även ett regressionstest för att få ett mer pålitligt test där man tydligt kan utläsa om uppsatsens hypoteser förkastas eller accepteras samt om resultatet kan anses som signifikant (Allison, 1999).

5.4.1 Linjär regressionsanalys

I många undersökningar genomförs en linjär regressionsanalys som är ett effektivt verktyg för att granska effekten av en variabel på en annan (Pallant, 2010). Ofta undersöks sambandet genom att den beroende variabeln är en kontinuerlig intervallskala, exempelvis mellan 0-10. I uppsatsens test är syftet att det ska kunna utläsas hur stor sannolikheten är att företagsledningar publicerar fördelaktiga nyheter i samband med aktieåterköp. Det görs genom att undersöka och testa hur stor sannolikheten är att företagsledningen publicerar en negativ nyhet vid ett aktieåterköp. Uppsatsens beroende variabel har i detta test endast två värden, 0 (om nyheten är positiv) och 1 (om nyheten är negativ). På grund av detta är det mer relevant att använda sig av en logistisk regression, (Pallant, 2010).

5.4.2 Logistisk regression

Jämfört med en linjär regressionsanalys där ett förutsagt värde på den beroende variabeln beräknas använder man varje värde på den oberoende variabeln för att få fram hur stor sannolikheten är för att ett visst utfall inträffar (Pallant, 2010). Det är också viktigt att påpeka att variabeln endast kan anta ett värde inom ett visst intervall. Sannolikheten kan inte vara mer än 100% och inte mindre än 0% (Pallant, 2010).

Uppsatsens test är utformat i enlighet och med hjälp forskning från Brockman, Khurana och Martin (2008) där de beräknar hur stor sannolikheten är att amerikanska företagsledningar publicerar fördelaktiga nyheter i samband med aktieåterköp. Uppsatsens undersökning beräknar sannolikheten för att en svensk företagsledning publicerar en negativ nyhet vid aktieåterköp. Om företagsledningen publicerar en negativ nyhet betecknas nyheten som "1". Om företagsledningen publicerar en positiv nyhet betecknas nyheten som "0". Efter att en tolkning av resultatet har genomförts kan man utläsa om företagsledningar är mer benägna att publicera negativa nyheter före ett aktieåterköp och även om de är mer benägna att publicera fler positiva nyheter efter ett aktieåterköp.

Det logistiska regressionstestet mäter precis i enlighet med X^2 -testet att om svenska företagsledningarna publicerar fördelaktiga nyheter i samband med aktieåterköp genom att publicera fler negativa nyheter före ett aktieåterköp och fler positiva nyheter efter ett aktieåterköp. Formeln som användes formuleras nedan:

$$Nyhet = \alpha + b1Före + b2Efter + b3Storlek$$

5.4.1 Förklaring variabler

- Beroende variabel:
 - Nyhet (Företagens pressmeddelanden)
- Oberoende variabler:
 - α (Positiv/negativ abnormal avkastning dagen då pressmeddelandet publiceras)
 - $b1Före$ (Perioden före ett aktieåterköp genomförs)
 - $b2Efter$ (Perioden efter ett aktieåterköp genomförs)
- Kontrollvariabler:
 - $b3Storlek$ (Företagsstorlek)

5.4.2 Testets genomförande

Som beroendevariabel i testet användes "Nyhet" som där nyheten klassificerades som positiv eller negativ genom att klassificera en positiv nyhet som 0 och en negativ nyhet som 1. För att undersöka vad som påverkar beroendevariabeln användes "ÅterköpsperiodFöre" och "ÅterköpsperiodEfter" som oberoende variabler för att utreda om företagsledningarna publicerar ett gynnsamt nyhetsflöde i samband med aktieåterköp. *ÅterköpsperiodFöre* förklarar hur nyheterna publiceras innan ett aktieåterköp och *ÅterköpsperiodEfter* förklarar hur nyheterna publiceras efter ett aktieåterköp. Om nyheten publicerades inom återköpsperioden (30 dagar innan själva aktieåterköpet och 30 dagar efter själva aktieåterköpet) klassificerades det som 1, annars som 0. Som kontrollvariabel användes "företagsstorlek" för att undersöka om företagsstorleken har någon påverkan på om företagsledningarna är mer benägna att manipulera nyhetsflödet vid aktieåterköp.

5.4.3 Testets syfte

Syftet med testet är i enlighet med Brockman, Khurana och Martins (2008) studie att ta reda på hur stor sannolikheten är att en negativ nyhet inträffar före ett aktieåterköp och hur stor sannolikheten är att en positiv nyhet inträffar efter ett aktieåterköp. Resultatet av testet visas i Tabell 4.

Tabell 4: Resultat från ett logistiskt regressionstest gjort i SPSS. Positiv B-koefficient= positivt samband som betyder att svenska företagsledningar publicerar fler negativa nyheter före ett aktieåterköp relativt vad dem gör i övrigt. Negativ B-koefficient= negativt samband som betyder att svenska företagsledningar publicerar fler positiva nyheter efter ett aktieåterköp relativt vad dem gör i övrigt.

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
ÅterköpsperiodFöre	0,253	0,283	0,798	1	0,372	1,287
ÅterköpsperiodEfter	-0,238	0,305	0,608	1	0,436	0,788
Företagsstorlek	0,035	0,115	0,092	1	0,762	1,035
Constant	-0,156	0,604	0,067	1	0,796	0,856

5.5 Tolkning av resultat från logistiskt regressionstest

5.5.1 B-koefficienten för återköpsperiod före aktieåterköp

Testet visar att B-koefficienten för variabeln *ÅterköpsperiodFöre* är positiv. Det innebär att variabeln har ett positivt samband med beroendevariabeln *Nyhet* (Allison, 1999). Med andra ord betyder det att svenska företagsledningar publicerar fler negativa nyheter före ett aktieåterköp relativt vad dem gör i övrigt. Resultatet följer i detta fall samma spår som tidigare amerikansk forskning från Brockman, Khurana och Martin (2008) samt Barclay och Smith (1988). Däremot måste resultatet inneha godkänd signifikansnivå för att ett statistiskt signifikant resultat ska kunna påvisas.

5.5.2 B-koefficienten för återköpsperiod efter aktieåterköp

Testet visar att B-koefficienten för variabeln *ÅterköpsperiodEfter* är negativ. Det innebär att variabeln har ett negativt samband med beroendevariabeln *Nyhet* (Allison, 1999). Med andra ord betyder det att svenska företagsledningar publicerar fler positiva nyheter efter ett aktieåterköp relativt vad dem vanligtvis gör. Resultatet följer även i detta fall samma riktning som tidigare amerikansk forskning från Brockman, Khurana och Martin (2008) samt Barclay

och Smith (1988). Däremot måste resultatet även här inneha en godkänd signifikansnivå för att ett statistiskt signifikant resultat ska kunna påvisas.

5.6 Signifikansnivå

För att undersöka om resultatet är tillförlitligt har en signifikansnivå på 10 % valt att användas med hänsyn till forskning av James (2002). Signifikansnivån för variablerna måste därför vara lägre än 0,1 för att anses som signifikant. Eftersom uppsatsens test är ett ensidigt test ska resultatets signifikansnivå divideras med två (Allison, 1999).

5.6.1 Återköpsperiod före aktieåterköp

Signifikansnivån för variabeln *ÅterköpsperiodFöre* blir således 0,18. Resultatet är relativt nära signifikansnivån på 0,1 men är över och därför är resultatet inte statistiskt signifikant. Utfallet är inte tillräckligt tillförlitligt och det kan inte uteslutas att effekten är orsakad av en slumpmässig variation i det datamaterial som undersökts (Allison, 1999).

5.6.2 Återköpsperiod efter aktieåterköp

Signifikansnivån för variabeln *ÅterköpsperiodEfter* blir följaktligen 0,22. Resultatet för variabeln är även i det här fallet över signifikansnivån på 0,1 vilket innebär att resultatet inte är statistiskt signifikant. Utfallet kan därför inte anses som tillräckligt tillförlitligt och det kan inte uteslutas även i detta fall att effekten är orsakad av en slumpmässig variation i det datamaterial som undersökts (Allison, 1999).

5.6.3 Företagsstorlek

Företagsstorleken har en mycket hög signifikansnivå, 0,796, vilket tyder på att variabeln *företagsstorlek* inte har särskilt stor betydelse för manipulation av nyhetsflöde vid aktieåterköp i Sverige (Allison, 1999). Utfallet inte är statistiskt signifikant och det kan inte uteslutas att effekten är orsakad av en slumpmässig variation i det datamaterial som undersökts. Företagen som analyserats i studien befinner sig alla på Stockholmsbörsen. Noteringskraven för Stockholmsbörsen är baserade på lönsamhet och finansiella resurser och hänsyn tas även till aktiernas marknadsvärde. Det innebär att de företag som studien innefattar har liknande finansiella resurser och det föreligger relativt små skillnader i företagsstorlek (Nasdaq OMX, 2014). Det är förmodligen den största anledningen till varför testet visar att

signifikansnivån är långt över den signifikansnivå på 0,1 som utesluter att resultatet inte är framkallad av en slumpmässig variation i det datamaterial som undersökts.

- H3: Företagsstorlek har betydelse i samband med manipulation av nyhetsflöde vid aktieåterköp → Förkastas

5.7 Analys

Uppsatsen resultat om att svenska företagsledningar manipulerar nyhetsflödet vid aktieåterköp följde tidigare forskning från främst från USA till viss del, men resultatet var inte lika påtagligt och var inte statistiskt signifikant. Uppsatsens studie visade att svenska företagsledningar inte är lika benägna att manipulera nyhetsflödet vid aktieåterköp relativt amerikanska företagsledningar. Nedan framställs några av anledningarna till varför uppsatsens resultat inte fick samma utfall som tidigare amerikansk forskning.

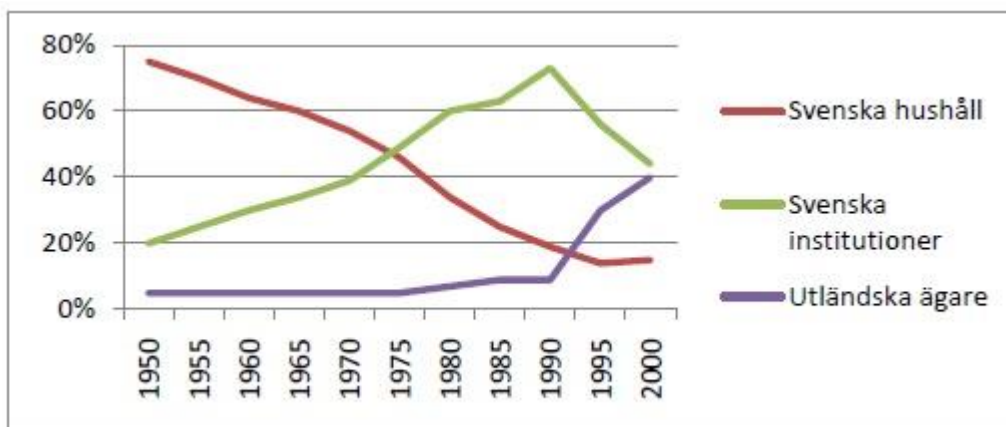
5.7.1 Tidigare amerikansk forskning

Brockman, Khurana och Martin (2008) samt Barclay och Smith (1988) argumenterar för att företagsledningar skapar privata incitament när de återköper aktier till ett lågt pris genom att överföra värde från de aktieägare som säljer sina aktier till sig själva och till de kvarvarande aktieägare som väljer att inte sälja sina aktier. Deras forskning visar att det finns ett positivt och signifikant samband mellan privata incitament och företagsledningen opportunist genom att använda olika mått som förklarar företagsledningens privata incitament (till exempel stock option grants, restricted stock grants, and restricted stock and common stock ownership). Alltså visar forskningen att företagsledningar som har en hög ägarandel i företaget är mer benägna att publicera fler negativa nyheter innan ett aktieåterköp. Det förekommer även svagare bevis att företagsledningar med hög ägarandel är mer benägna att publicera positiva nyheter efter ett aktieåterköp (Brockman, Khurana och Martin, 2008). Dessa resultat tyder på att företagsledningar inte bara utnyttjar sina privata informationsfördelar utan att de också aktivt skapar informationsfördelar.

5.7.2 Sveriges ägarstruktur

Uppsatsens studie uppvisar att det inte finns ett statistiskt signifikant samband som visar att svenska företagsledningarna tenderar att publicera fler negativa nyheter före aktieåterköp och fler positiva nyheter efter ett aktieåterköp. Anledningen till varför uppsatsens resultat skiljer sig ifrån tidigare amerikansk forskning kan till stor del bero på att den amerikanska ägarstrukturen skiljer sig avsevärt ifrån ägarstrukturen i svenska företag. Agnblad, Berglöf, Högfeld och Svancar (2001) menar att de svenska företagsledningarna har en mindre ägarandel i det egna företaget vilket innebär att deras privata incitament att försöka påverka aktiekursen i aktieåterköp är betydligt lägre. En av orsakerna till varför svenska företagsledningarna har relativt låg ägarandel är att de utländska ägandet i svenska företag har ökat där utländska institutioner har investerat i de svenska företagen på bekostnad för de svenska, privata, storägarna. På så vis skapas ett mer diversifierat ägande där de stora ägarna har blivit allt mindre (Agnblad, Berglöf, Högfeld och Svancar, 2001). I figur 2 kan det utläsas hur det utländska ägandet har ökat i svenska börsbolag historiskt sätt.

Figur 2: Ägandets utveckling i svenska börsbolag mellan åren 1950-2000. Källa: Jonung, (2002)



5.8 Anledning till skilt resultat Sverige relativt USA

5.8.1 Finansiell manipulation i USA historiskt sätt

USA är ett land som länge har haft problem med finansiell manipulation av olika slag (Coffee, 2005). Coffee (2005) visar bland annat att USA har haft stor problematik med redovisningsmanipulation historiskt sätt vilket bidragit till att företagsledningar kunnat göra vinster på bekostnad av mindre informerade aktieägare. Därför är det inte förvånande att Coffees (2005) forskning stödjer uppsatsen resultat och Brockman, Khurana och Martins (2008) forskning om att manipulation av nyhetsflödet vid aktieåterköp förekommer mer frekvent på de amerikanska marknaderna relativt de svenska marknaderna.

5.8.2 Skillnad i ägarstruktur mellan Sverige och USA

Marquardt och Wiedman (1998) menar att strukturen av företagsledningens ägande i företaget har stor betydelse vid publicering av nyheter. Det som är relevant är att när företagsledningens ägande ökar i det egna företaget ger det större privata incitament för företagsledningen att aktivt skapa informationsfördelar genom att publicera negativa nyheter när syftet är att få en nedåtdrivande aktiekursen och publicera positiva nyheter när avsikten är att få en uppåtgående aktiekurs (Marquardt och Wiedman, 1998). Om en företagsledning har ett stort ägande i det egna företaget skulle en förmånlig kursförändring innebära att företagsledningen skulle ha möjligheten att frambringa stora vinster. Easterbrook och Fischel (1996) menar att företagsledningar som har ett större ägande i det egna företaget har i sin tur större möjligheter att undanhålla eller strategiskt publicera information som är fördelaktigt för dem själva.

Tidigare forskning av Marquardt och Wiedman (1998), Easterbrook och Fischel (1996) samt Brockman, Khurana och Martin (2008) visar att företagsledningar i USA ofta innehar en stor ägarandel i det egna företaget. Berle och Means (1932) för en diskussion om de negativa effekterna av att ha en företagsledning som innehar ett lågt ägande i stora företag. Många amerikanska företag använder Berle och Means forskning som inspirationskälla vid olika bolagsstyrningsfrågor (Bergström och Rydqvist, 1989). Berle och Means (1932) forskning tyder på att det finns många negativa aspekter med att ha en företagsledning med låg ägarandel och deras argument kan vara en av anledningarna till varför många företagsledningar i USA innehar ett större ägande i det egna företaget. Easterbrook och Fischel (1996) menar att om företagsledningar har ett större ägande och mer kontroll kan det

leda till att företagsledningen utnyttjar sin maktposition genom att försöka påverka aktiekursen på olika sätt.

Brockman, Khurana och Martin (2008) samt Barclay och Smith (1988) visar att många amerikanska företagsledningar har en stor ägarandel i företaget och som nämnt tidigare innebär en hög ägarandel större privata incitament att försöka manipulera nyhetsflödet i syfte att skapa en fördelaktig kursförändring före och efter ett aktieåterköp. Relativt USA har svenska företagsledningar inte en lika hög ägarandel i det egna företaget där en av anledningarna till den lägre ägarandelen beror på att det utländska ägandet i svenska företag blir allt högre (Agnblad, Berglöf, Högfeld och Svancar, 2001).

Easterbrook och Fischels (1996) forskning stödjer uppsatsen resultat där företagsledningar i USA med större ägarandel manipulerar nyhetsflödet i större utsträckning i samband med aktieåterköp relativt Sveriges företagsledningar som innehar en mindre ägarandel. Denna slutsats kunde dras eftersom tidigare amerikansk forskning från främst Brockman, Khurana och Martin (2008) visade ett starkare samband att företagsledningarna publicerade gynnsamma nyheter vid aktieåterköp än uppsatsen studie där svenska företag analyserades.

Som nämnt tidigare leder en större ägarandel i det egna företaget till att de privata incitamenten för att manipulera aktiekursen vid aktieåterköp ökar avsevärt. Brockman, Khurana och Martins (2008) forskning visar att företagsledningar med hög ägarandel publicerar fler negativa nyheter före ett aktieåterköp i syfte att få en nedrivande aktiekurs. Forskningen visar också att företagsledningar med hög ägarandel till viss del också publicerar fler positiva nyheter efter ett aktieåterköp i syfte att få en uppåtgående aktiekurs. På så sätt genererar företagsledningar stora individuella vinster där det förenklat innebär att köpa till ett lågt pris och sedan öka värdet (Brockman, Khurana och Martin, 2008).

5.9 Sammanfattning analysdel

För att sammanfatta argumenterar uppsatsens analysdel att på grund av att finansiell manipulation ofta förekommit i USA är det en anledning till varför uppsatsens svenska resultat inte visar ett lika starkt samband mellan manipulation och aktieåterköp som i USA. Uppsatsens analysdel argumenterar vidare att en större ägarandel i det egna företaget leder till större incitament att manipulera nyhetsflödet i samband med aktieåterköp. Därför hävdar

uppsatsens studie att den största anledningen till varför uppsatsens resultat skiljer sig ifrån tidigare amerikansk forskning är att ägarstrukturen i USA skiljer sig ifrån Sveriges ägarstruktur där amerikanska företagsledningar har en större ägarandel i det egna företaget relativt vad svenska företagsledningar har.

5.10 Etiska ställningstagande

När en uppsats skrivs är det viktigt att hänsyn tas till de forskningsetiska frågorna som uppstår vid en undersökning. I denna undersökning har en kvantitativ studie genomförts. När en kvantitativ undersökning genomförs är det viktigt att rätt data redovisas för att ge en rättvisande bild (CODEX, 2014). Information från 27 olika företag som genomfört aktieåterköp har samlats in och för att vara säkra på att studiens data är korrekt har data kontrollerats ytterligare gånger via andra databaser. Det är lätt hänt att en undersökning styrs mot en viss riktning för att få fram önskat resultat. I denna uppsats har all relevant data observerats och inget har utelämnats för att påverka eller styra resultatet i önskad riktning. När en undersökning utförs är det viktigt att man är innehar ett kritiskt synsätt mot sina källor. I denna uppsats har olika artiklar använts och det är mycket viktigt att granska dessa artiklar och förkasta de som inte anses tillförlitliga. De artiklar som refererar till andra källor har också granskats och kontrollerats för att vara säkra på att forskningen är tillförlitlig att använda sig av (Eriksson och Wiedersheim, 2001).

6. Slutsats

I det här kapitlet sammanfattas allt som uppsatsens forskning har kommit fram till och vad forskningen bidragit med. Förslag till framtida forskning kommer även att presenteras.

6.1 Diskussion om ämnesområde

Syftet med uppsatsen är att undersöka om företagsledningar medvetet ändrar innehållet och tidpunkten för deras nyheter vid aktieåterköp med avsikten att gynna sig själva. I litteraturdelen presenterades det hur tidigare forskning från framförallt USA bevisat att företagsledningar manipulerar företagets nyhetsflöde i samband med aktieåterköp genom att

publicera negativa nyheter före ett aktieåterköp och sedan publicera positiva nyheter efter ett aktieåterköp. Anledningen till att publicera strategiska nyheter är att köpa tillbaka aktierna till ett lågt pris för att sedan driva upp aktiekursen igen efter att aktieåterköpet är avslutat (Brockman, Khurana och Martin, 2008). Forskningen kring manipulation av nyhetsflöde vid aktieåterköp är ett mycket utforskat ämne i Europa där Sverige inte publicerat något känt vetenskapligt arbete angående forskningsområdet. Därför ger resultatet från denna uppsats en ny informationsgivande bild om vilken omfattning manipulation av nyhetsflödet i samband med aktieåterköp förekommer i Sverige.

6.2 Test och genomförande

Uppsatsens test genomfördes med hjälp av en eventstudie i Excel där fokus lades på att klassificera företagets nyheter som positiva eller negativa. Det gjordes genom att undersöka om företagets pressmeddelande gav en positiv eller negativ abnormal avkastning. Datamaterialet lades sedan in i SPSS där olika variabler sattes mot varandra för att skapa modeller som mätte sannolikheten för att företagen publicerar negativa eller positiva nyheter i samband med aktieåterköp.

6.3 Sammanfattning av resultat och svar på forskningsfråga

Uppsatsens forskning och test gav intentioner på att även svenska företagsledningar var mer benägna att publicera negativa nyheter före ett aktieåterköp och fler positiva nyheter efter ett aktieåterköp. Testets resultat uppvisade dock en för hög signifikansnivå vilket betyder att resultatet inte kan anses som tillräckligt tillförlitligt för att vara statistiskt signifikant. Om signifikansnivån är för hög kan det inte uteslutas att resultatet är framkallad av en slumpmässig variation i det datamaterial som undersökts (James, 2002). Uppsatsens studie kan inte påvisa att svenska företagsledningar manipulerar nyhetsflödet i samband med aktieåterköp. Förenklat visar resultatet i uppsatsen att svenska företagsledningar inte manipulerar nyhetsflödet i samband med aktieåterköp i samma omfattning som amerikanska företagsledningar gör.

Att resultatet i uppsatsen skiljde sig ifrån tidigare amerikansk forskning har flera anledningar där uppsatsen nämner USA:s problematik med finansiell manipulation och främst ländernas skillnader i ägarstruktur som de största anledningarna. Tidigare forskning från bland annat Brockman, Khurana och Martin (2008) samt Marquardt och Wiedman (1998) visar att om

företagsledningen innehar en större ägarandel i det egna företaget ökar de privata incitamenten eftersom en fördelaktig kursförändring bidrar till större vinster ju större ägarandelen är. Således ökar sannolikheten att företagsledningen manipulerar nyhetsflödet i samband med aktieåterköp. Uppsatsen argumenterar att amerikanska företagsledningar innehar ett större ägande i det egna företaget relativt vad svenska företag innehar och det är den största anledningen till varför uppsatsens resultat skiljer sig ifrån tidigare amerikansk forskning.

6.4 Självkritik

Uppsatsens studie är av kvantitativ karaktär och för att studien ska vara tillförlitlig är det viktigt att en tillräcklig mängd data analyseras. Studien innefattade företag på Stockholmsbörsen som genomförde aktieåterköp mellan åren 2006-2013. Även om det var väldigt få företag som genomförde aktieåterköp innan år 2006 skulle de företagen kunnat användas i uppsatsens datamaterial för att göra studien ännu mer tillförlitlig. Ett annat mer tidskrävande alternativ för att öka andelen data hade förslagsvis varit att analysera alla nordiska företag som genomfört aktieåterköp för den tidsperioden.

När en eventstudie utformas är det viktigt att man har en tydlig strategi över hur man ska gå tillväga med undersökningen. Vid uppsatsskrivandet förelåg det en övergripande plan över hur eventstudien skulle genomföras, men att utföra eventstudien och uppsatsens olika test var betydligt mer tidskrävande än vad som först antogs. En bättre planering och en inte så tidsoptimistisk syn på datainsamlingen och testprovningen hade underlättat dispositionen av uppsatsskrivandet.

Det var svårt att inse och förstå hur mycket tid och ansträngning som behövdes läggas ner på hela uppsatsskrivandet. En något långsam start där mycket tid ödslades på att hitta ett intressant uppsatsämne ledde till att vissa delar fick prioriteras bort i slutskedet av uppsatstiden. Om förståelsen hade varit högre för vilken arbetsinsats en C-uppsats kräver och om tidsplaneringen hade varit bättre skulle det skapat gynnsammare förutsättningar för hur uppsatsen slutligen utformades.

För att få ytterligare styrka i uppsatsens test kunde fler kontrollvariabler inkluderas. Fler kompletterande kontrollvariabler hade bidragit med en djupare förståelse för vilka faktorer

som påverkar sambandet mellan manipulation av nyhetsflöde och aktieåterköp. Pallant (2010) menar att om relevanta kontrollvariabler saknas kan det leda till att felaktiga slutsatser dras om huvudsambandet. Uppsatsens test innefattade kontrollvariabler men om fler kontrollvariabler hade inkluderats hade testets styrka och pålitlighet varit ännu större. Fler kontrollvariabler hade också kunnat ge andra intressanta antydningar om vad som påverkar huvudsambandet mellan företagsledningarnas publicering av nyheter och aktieåterköp. Detta diskuteras mer i ”6.5 Förslag till framtida forskning”.

6.5 Förslag till framtida forskning

Sett till uppsatsens resultat och det som nämnts i undersökningen har många idéer väckts på vad som påverkar när och hur ett aktieåterköp sker. I denna uppsats har det bland annat undersökts om en variabel som företagsstorlek påverkar om företagsledningar manipulerar nyhetsflödet i samband med aktieåterköp. Uppsatsens resultat visade att företagsstorleken inte hade någon större betydelse, utan det framkom att företagsledningarnas ägarandel är mer väsentligt. Därför skulle en mer omfattande forskning kring hur företags ägarstruktur ser ut vara en intressant infallsvinkel. Ett test som hade undersökt om hur företagsledningars privata incitament påverkar sättet att manipulera informationsflödet hade varit ett intressant forskningsområde.

Som nämnt tidigare är aktieåterköp generellt ett relativt outforskat ämnesområde och därför skulle forskning som åskådliggör vilka skillnader som föreligger mellan länder i Europa angående aktieåterköp vara relevant framtida forskning. Det skulle även kunna diskuteras varför aktieåterköp är vanligare i en del länder och i vilket syfte företagen använder aktieåterköp.

7. Litteraturförteckning

- Agnblad, J., Berglöf, E., Högfeltd, P., & Svancar, H. (2001). Ownership and control in Sweden: Strong owners, weak minorities and social control. . *The Control of corporate Europe* , 228-258.
- Akerlof, G. (1970). The market for lemons. *Quarterly Journal of Economics* .
- Allison, P. (1999). *Logistic regression using sas: theory and application*. SAS Publishing.
- Baginski S, Hassell, J., & Kimbrough, M. (2004). Why do managers explain their earnings forecasts? *Journal of Financial Economics* , 1-29.
- Barber, B., & Lyon, J. (1997). Detecting long-run abnormal stock returns: the empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics* , 341-372.
- Barclay, M. J., & Smith Jr., C. W. (1988). Corporate payout policy: Cash Dividends versus Open-market Repurchases. *Journal of Financial Economics* , 61-82.
- Bergström, C., & Rydqvist, H. (1989). Ägarkoncentration i börsnoterade företag. *Nationalekonomi* .
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Hartcourt, Brace & World.
- Beyer, A., Cohen, D., Lys, T., & Walther, B. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*. Vol 50 , 296-343.
- Brockman, P., Khurana, I., & Martin, X. (2008). Voluntary disclosures around share repurchases. *Journal of Financial Economics* , 175-191.
- Bryman, A. (2001). *Samhällsvetenskapliga metoder*. Malmö: Liber AB.
- Bryman, A., & Bell, E. (2003). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Malmö: Liber bok.
- Cheng, Q., & Lo, K. (2006). Insider Trading and Voluntary Disclosures. *Journal of Accounting Research*. Vol 44, Issue 5. , 815-848.
- Codex. (2014). *Codex*. Hämtat från Codex: <http://www.codex.vr.se/texts/HSFR.pdf>
- Coffee, J. (2005). A theory of corporate scandals: Why the USA and Europe differ. *Oxford review of economic policy* , 198-211.
- Dardas, K., & Guttler, A. (2011). Are directors dealings informative? Evidence from European stock markets. *Financial markets and portfolio Management*. Vol.25. No 2. , 111-148.
- De Ridder, A. (2009). Share Repurchases and Firm Behavior. *International Journal of Theoretical and Applied Finance*. Vol 12, Issue 05 .
- Dittmar, A. (2000). Why Do Firms Repurchase Stock? *The journal of Business*. Vol. 73, No.3 , 331-355.
- Easterbrook, F. H., & Fischell, D. R. (1996). *The economic structure of corporate law*. Cambridge: Harvard university press.
- Eriksson, L., & Wiedersheim-Paul, F. (2001). *Att utreda forska och rapportera*. Malmö: Liber.

F.Noë, C. (1999). Voluntary disclosures and insider transactions. *Journal of Accounting and Economics*. Vol 44, Issue 3 , 305-326.

Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*. Vol.25. No.2. , 383-417.

Fitzroy, F. G. (1997). Management and economics of organization.

Frankel, R., McNichols, M., & Wilson, G. (1995). Discretionary Disclosure and External Financing. *The Accounting Review*. Vol 70 , 135-150.

Grossman, S., & Stiglitz, J. (1980). On the impossibility of informationally efficient markets. *American Economic Review* 70 , 393-408.

Gustavo, G., & Roni , M. (2009). Dividens, Share Repurchases and the substitution Hypothesis. *The journal of Finance*. Vol 57, Issue 4. , 1649-1684.

Healy, P. M., & Palepu, G. K. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*. Vol 31, Issues 1-3 , 405-440.

Hirst, D. E., Lisa, K., & Shankar Venkataraman. (2008). Management Earnings Forecasts: A review and Framework. *Accounting Horizons*. Vol. 22, No. 3. , 315-338.

Jonung, L. (2002). *Vem ska äga Sverige?* Kristianstad: Författarna och SNS förlag.

Jstor. (u.d.). Hämtat från Jstor:
<http://www.jstor.org/stable/pdfplus/10.1086/209646.pdf?acceptTC=true&jpdConfirm=true>

Koford, K., & Penno, M. (1970). Accounting, Principal-Agent theory, and Self-Interested Behavior. *The Ruffins Series in Business Ethics*. , 383-417.

Kracher, B., & Johnson, R. R. (1997). Repurchase Announcements, Lies and False Signals. *Journal of Business Ethics*. Vol 16, Issue 15 , 1677-1685.

La Porta, R. L.-d.-S. (2000). Agency problems and dividends policies the world. *The journal of finance* .

Lane, W., & Sarkar, S. (1989). Managements View on SHare Repurchase and Tender Offer Premiums. *Financial Management*. Vol 18, Issue 3. , 97-110.

Lang, M., & Lundholm, R. (2000). Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hying the Stock. *Contemporary Accounting Research*. Vol 17. , 623-662.

Lazonick, W. (2008). The quest for shareholder value: Stock Repurchases in the us economy.

Mackinlay, C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*. Vol 35. , 13-39.

Malkiel, B. (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *Journal of Economic Perspectives* , 59-82.

Marquardt, C., & Wiedman, C. (1998). Voluntary Disclosure, Information Asymmetry, and Insider Selling through Secondary Equity Offerings. 505-537.

Meckling, W. &. (u.d.). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure.

Miller, M. .. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investments. *The american economic review* .

Nasdaq. (2013). *NasdaqOmx*. Hämtat från (http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/85/85874_nasdaqomxstockholmsregelverkfremittenter-2013-07-01.pdf)

Nasdaq. (2014). *Nasdaqomxnordic.com*. Hämtat från Nasdaqomx: <http://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/aktier/vadaraktieindex?languageId=3>

Olsson, H., & Sörensen, S. (2011). *Forskningsprocessen: Kvalitativa och kvantitativa perspektiv*. Stockholm: Liber.

Pallant, J. (2010). *Spss survival manual 4th edition*.

Patel, R., & Davidsson, B. (2003). *Forskningsmetodikens grunder*. Lund: Studentlitteratur .

Regeringen. (2014). *Regeringen.se*. Hämtat från Regeringen.se: <http://www.regeringen.se/content/1/c4/11/14/c9bcba87.pdf>

Ross, S. (1963). *The economic theory of agency: the principal's problem*.

Saunders, A., Lewis, P., & Thornhill, A. (2009). *Research methods for business students*. Person Education Limited.

Skinner, D. (2008). The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases. *Journal of Financial Economics* 87 , 582-609.

Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The quarterly Journal of Economics*. Vol 87.No.3. , 355-374.

Stephens, Clifford P, Weisbach, & Michael J. (1998). Actual share reacquistitions in open-market repurchase programs. *Journal of Finance* , 313-334.

Stevens, J. (2002). *Applied Multivariate Statistics for the social Sciences*.

Wansley, J., & Fayez, E. (1986). Stock Repurchases and Security holder Returns: A Case Study of Teledyne. *The Journal of Financial Research*. Vol IX, No.2. , 179-191.

Vermaelen, T. (1981). Common stock repurchases and market signaling: An empirical study. *Journal of Financial Economics* , 139-83.

Zhang, H. (2005). Share price Performance following actual Share repurchases. *Journal of Banking & Finance*. Vol 29. Issue 7 , 393-408.

Zhang, H. (2005). Share Price Performance following actual Share repurchases. *Journal of Banking & Finance*. Vol 29, Issue 7 , 1887-1901.

Bilaga 1 - Klassificering av negativa och positiva nyheter före aktieåterköp

Calendar	Peab	Avk Peab	Index	Stängingsp	Avk Index	Förv. Avk.	AR	CAR	AR t-test	AR signifikant
2010-03-03 00:00	43,5		2010-02-05 00:00	285,4124						
2010-04-30 00:00	45,4	0,66%	2010-04-30 00:00	319,9778	-0,36%					
2010-05-03 00:00	45,9	1,10%	2010-05-03 00:00	321,4665	0,46%					
2010-05-04 00:00	45,1	-1,76%	2010-05-04 00:00	312,439	-2,85%	-1,48%	-0,27%	-0,27%		
2010-05-05 00:00	44,3	-1,79%	2010-05-05 00:00	303,5844	-2,87%	-1,50%	-0,29%	-0,57%		1
2010-05-06 00:00	42,4	-4,38%	2010-05-06 00:00	296,3484	-2,41%	-1,26%	-3,12%	-3,69%		
2010-05-07 00:00	40,8	-3,85%	2010-05-07 00:00	285,4755	-3,74%	-2,52%	-1,33%	-1,33%		
2010-05-10 00:00	44,4	8,46%	2010-05-10 00:00	303,4313	6,10%	4,00%	4,46%	3,13%		0
2010-05-11 00:00	43,3	-2,51%	2010-05-11 00:00	300,0588	-1,12%	-0,81%	-1,69%	-1,69%		1
2010-05-12 00:00	45,4	4,74%	2010-05-12 00:00	305,4126	1,77%	1,71%	3,03%	3,03%		0
2010-05-14 00:00	44	-3,13%	2010-05-14 00:00	298,6842	-2,23%	-2,02%	-1,11%	1,91%		
2010-05-17 00:00	44	0,00%	2010-05-17 00:00	299,5621	0,29%					
2010-05-18 00:00	44,9	2,02%	2010-05-18 00:00	302,4384	0,96%	0,95%	1,07%	1,07%		
2010-05-19 00:00	43,7	-2,71%	2010-05-19 00:00	293,3714	-3,04%	-3,27%	0,57%	1,64%		0
2010-05-20 00:00	43,2	-1,15%	2010-05-20 00:00	286,6478	-2,32%	-2,51%	1,36%	3,00%		
2010-05-21 00:00	43,3	0,23%	2010-05-21 00:00	288,3943	0,61%					
2010-05-24 00:00	42,4	-2,10%	2010-05-24 00:00	288,446	0,02%	0,05%	-2,15%	-2,15%		
2010-05-25 00:00	41,4	-2,39%	2010-05-25 00:00	281,3116	-2,50%	-2,66%	0,28%	-1,87%		1
2010-05-26 00:00	41,6	0,48%	2010-05-26 00:00	288,8589	2,65%	2,88%	-2,40%	-4,27%		
2010-05-27 00:00	42,8	2,84%	2010-05-27 00:00	295,6707	2,33%					
2010-05-28 00:00	43,3	1,16%	2010-05-28 00:00	295,9331	0,09%					
2010-05-31 00:00	43,7	0,92%	2010-05-31 00:00	296,5179	0,20%					
2010-06-01 00:00	42,9	-1,85%	2010-06-01 00:00	296,6182	0,03%	0,05%	-1,89%	-1,89%	-0,96	no
2010-06-02 00:00	43	0,23%	2010-06-02 00:00	298,9332	0,78%	0,84%	-0,61%	-2,50%	-0,31	no
2010-06-03 00:00	44,1	2,53%	2010-06-03 00:00	303,6502	1,57%	1,52%	1,00%	-1,50%	0,59	no
2010-06-04 00:00	42,3	-4,17%	2010-06-04 00:00	298,4541	-1,73%	-1,97%	-2,20%	-2,20%	-1,29	no
2010-06-07 00:00	41,61	-1,64%	2010-06-07 00:00	294,8511	-1,21%	-1,43%	-0,22%	-2,41%	-0,13	no
2010-06-08 00:00	41	-1,48%	2010-06-08 00:00	292,8734	-0,67%					
2010-06-09 00:00	41,83	2,00%	2010-06-09 00:00	299,7801	2,33%					
2010-06-10 00:00	42,35	1,24%	2010-06-10 00:00	305,9617	2,04%	2,04%	-0,81%	-0,81%	-0,47	no
2010-06-11 00:00	42,2	-0,35%	2010-06-11 00:00	305,6931	-0,09%	-0,29%	-0,07%	-0,87%	-0,04	no
2010-06-14 00:00	42,74	1,27%	2010-06-14 00:00	310,2368	1,48%	1,42%	-0,15%	-1,03%	-0,09	no
2010-06-15 00:00	43,2	1,07%	2010-06-15 00:00	313,35	1,00%	0,88%	0,19%	0,19%	0,11	no
2010-06-16 00:00	43,32	0,28%	2010-06-16 00:00	313,1153	-0,07%	-0,28%	0,56%	0,75%	0,33	no
2010-06-17 00:00	45,47	4,84%	2010-06-17 00:00	313,1441	0,01%	-0,19%	5,04%	5,79%	2,99	yes
2010-06-18 00:00	46,6	2,45%	2010-06-18 00:00	315,264	0,67%	0,63%	1,82%	5,79%	1,01	no
2010-06-21 00:00	48	2,96%	2010-06-21 00:00	317,2708	0,63%	0,59%	2,37%	8,16%	1,32	no
2010-06-22 00:00	49,31	2,69%	2010-06-22 00:00	317,0291	-0,08%	-0,16%	2,85%	2,85%	1,57	no
2010-06-23 00:00	48,83	-0,98%	2010-06-23 00:00	313,8909	-0,99%	-1,16%	0,18%	0,18%	0,10	no
2010-06-24 00:00	47,55	-2,66%	2010-06-24 00:00	306,4355	-2,40%	-2,71%	0,05%	0,23%	0,03	no
2010-06-28 00:00	47,42	-0,27%	2010-06-28 00:00	307,4744	0,34%	0,39%	-0,66%	-0,66%	-0,37	no
2010-06-29 00:00	46,7	-1,53%	2010-06-29 00:00	297,7318	-3,22%	-3,60%	2,07%	1,41%	1,24	no
2010-06-30 00:00	46,44	-0,56%	2010-06-30 00:00	300,7907	1,02%	1,15%	-1,71%	-0,30%	-1,02	no
2010-07-01 00:00	45,5	-2,04%	2010-07-01 00:00	293,4811	-2,46%					
2010-07-02 00:00	45,43	-0,15%	2010-07-02 00:00	294,2337	0,26%					

Förklaring: Negativ nyhet=1, Positiv nyhet=0

Före återköp:

Benchmark= 3/6= 50% sannolikhet för neg. nyhet

Eventfönster= 4/8= 50% sannolikhet för neg. nyhet

Bilaga 2 - Klassificering av negativa och positiva nyheter efter aktieåterköp

2010-07-05 00:00	45,3	-0,29%	2010-07-05 00:00	293,7536	-0,16%						
2010-07-06 00:00	45,75	0,99%	2010-07-06 00:00	302,0396	2,78%						
2010-07-07 00:00	47,83	4,45%	2010-07-07 00:00	305,2347	1,05%						
2010-07-08 00:00	49,24	2,91%	2010-07-08 00:00	303,8864	-0,44%	-0,43%	3,33%	3,33%	1,88	no	
2010-07-09 00:00	49,5	0,53%	2010-07-09 00:00	307,7169	1,25%	1,39%	-0,86%	2,48%	- 0,48	no	1
2010-07-12 00:00	49,59	0,18%	2010-07-12 00:00	308,3462	0,20%	0,26%	-0,08%	2,39%	- 0,05	no	
2010-07-13 00:00	51	2,80%	2010-07-13 00:00	316,731	2,68%						
2010-07-14 00:00	50,65	-0,69%	2010-07-14 00:00	317,3318	0,19%						
2010-07-15 00:00	50,7	0,10%	2010-07-15 00:00	314,859	-0,78%						
2010-07-16 00:00	49,12	-3,17%	2010-07-16 00:00	309,0219	-1,87%						
2010-07-19 00:00	49,33	0,43%	2010-07-19 00:00	308,45	-0,19%						
2010-07-20 00:00	49,49	0,32%	2010-07-20 00:00	306,9008	-0,50%						
2010-07-21 00:00	50,7	2,42%	2010-07-21 00:00	311,1764	1,38%						
2010-07-22 00:00	51,85	2,24%	2010-07-22 00:00	317,5209	2,02%						
2010-07-23 00:00	51,95	0,19%	2010-07-23 00:00	316,0626	-0,46%						
2010-07-26 00:00	51,75	-0,39%	2010-07-26 00:00	317,2266	0,37%						
2010-07-27 00:00	51,4	-0,68%	2010-07-27 00:00	317,213	0,00%						
2010-07-28 00:00	51,05	-0,68%	2010-07-28 00:00	315,4005	-0,57%						
2010-07-29 00:00	50,7	-0,69%	2010-07-29 00:00	314,7647	-0,20%						
2010-07-30 00:00	50,5	-0,40%	2010-07-30 00:00	314,4752	-0,09%						
2010-08-02 00:00	50,9	0,79%	2010-08-02 00:00	321,819	2,31%						
2010-08-03 00:00	51,35	0,88%	2010-08-03 00:00	321,6763	-0,04%						
2010-08-04 00:00	51,15	-0,39%	2010-08-04 00:00	321,147	-0,16%						
2010-08-05 00:00	51,6	0,88%	2010-08-05 00:00	322,4428	0,40%						
2010-08-06 00:00	51,1	-0,97%	2010-08-06 00:00	319,9359	-0,78%						
2010-08-09 00:00	51	-0,20%	2010-08-09 00:00	322,3208	0,74%						
2010-08-10 00:00	51	0,00%	2010-08-10 00:00	319,2946	-0,94%						
2010-08-11 00:00	49,4	-3,19%	2010-08-11 00:00	311,2345	-2,56%	-2,06%	-1,13%				
2010-08-12 00:00	50,4	2,00%	2010-08-12 00:00	309,5439	-0,54%	-0,32%	2,32%				1
2010-08-13 00:00	51,85	2,84%	2010-08-13 00:00	311,132	0,51%	0,60%	2,24%				
2010-08-16 00:00	52,8	1,82%	2010-08-16 00:00	313,9355	0,90%						
2010-08-17 00:00	54,05	2,34%	2010-08-17 00:00	317,5206	1,14%						
2010-08-18 00:00	51,85	-4,16%	2010-08-18 00:00	317,6166	0,03%						
2010-08-19 00:00	51,35	-0,97%	2010-08-19 00:00	312,8185	-1,52%						
2010-08-20 00:00	50,4	-1,87%	2010-08-20 00:00	307,4097	-1,74%						
2010-08-23 00:00	50,55	0,30%	2010-08-23 00:00	307,6668	0,08%	0,29%	0,01%				
2010-08-24 00:00	49,8	-1,49%	2010-08-24 00:00	302,5422	-1,68%	-1,38%	-0,11%				1
2010-08-25 00:00	49,78	-0,04%	2010-08-25 00:00	299,9541	-0,86%	-0,60%	0,56%				
2010-08-26 00:00	50,5	1,44%	2010-08-26 00:00	302,9232	0,98%						
2010-08-27 00:00	52,85	4,55%	2010-08-27 00:00	306,6918	1,24%						
2010-08-30 00:00	52,3	-1,05%	2010-08-30 00:00	304,0815	-0,85%						
2010-08-31 00:00	51,75	-1,06%	2010-08-31 00:00	304,3625	0,09%						
2010-09-01 00:00	53,2	2,76%	2010-09-01 00:00	314,7456	3,35%						
2010-09-02 00:00	54,6	2,60%	2010-09-02 00:00	313,743	-0,32%						

Efter återköp:

Benchmark= 0= 0% sannolikhet för neg. nyhet

Eventfönster= 0/2= 0% sannolikhet för neg. nyhet

	Datum för återköp
	Datum för pressmeddelande
	Eventfönster för pressmeddelande
	Skiljer eventfönster och benchmark

Avk: LN (B4/B3)

Förv. Avk.: Intercept+Slope*Avk Index

AR: Avk Addtech-Förv. Avk

CAR: CAR+AR (nästa dag)

AR t-test: AR/Steyx

AR sign.: OM(ABS(AR-

test)<1,96;"no";"yes")

Bilaga 3 – Beräkningsunderlag till SPSS

Dessa siffror kommer från Excel. Det som har hämtats är siffror på om Bolagens pressmeddelande är positiva eller negativa. När pressmeddelande är negativt står det 0 och när det är positivt står det 1. Detta kan utläsas under Nyhet. Under återköpsperiod används 0 som benchmark och 1 som estimeringsfönster.

Före återköpsperiod			Efter återköpsperiod		
Nyhet	Återköpsperiod=		Nyhet	Återköpsperiod=	
1	0	Peab	1	1	Peab
0	0		1	0	
1	0		1	0	
0	0		0	1	Traction
0	0		1	1	
1	0		0	1	
1	1		0	0	
1	1		1	0	
1	1		0	0	
0	1		1	1	Ica
0	1		1	1	
0	1		1	1	
0	1		0	1	
0	1		1	0	
0	0	Swed Match	0	1	Proact
1	1		0	1	
1	0	Traction	0	0	
0	1		0	1	Bure
0	1		1	1	
0	0	Ica	1	0	
1	1		1	0	
0	0	Bilia	1	0	
1	0		1	0	
0	1		1	1	Axfood
1	1		0	1	
0	0	Bure	1	1	
0	1		0	1	
0	1		1	0	
1	1		1	0	
1	0	Axfood	1	0	
1	0		1	1	Addtech
0	0		0	1	
1	1		0	0	
0	1		1	1	Lagercrantz
1	1		1	0	
0	1		0	0	
1	1		0	1	ÅF

0	0	Addtech	1	1	
0	0		1	1	
0	1		0	0	
1	1		1	0	
0	0	Lagercrantz	0	1	East Capital
1	0		0	1	
1	1		0	1	
1	0	ÅF	0	1	
0	0		0	1	
0	0		0	1	
0	1		0	1	
1	1		0	1	
1	1		0	0	
0	0	Assa	1	0	
0	0		1	0	
0	0		0	1	Investor
0	0		0	0	
0	0		1	0	
1	1		0	1	Acando
0	1		1	1	
0	1		1	0	
1	0	East Capital	0	0	
0	0		1	1	AZN
1	0		0	1	
1	1		1	1	
1	1		0	0	
1	1		0	0	
0	1		1	0	
0	0	Availo/Phoner a	1	1	Fabege
0	0		1	1	
0	0		1	1	
0	0		1	1	
0	1		0	1	
1	1		0	0	
0	0	Investor	0	0	
0	0		1	0	
1	0		0	0	
0	1		0	1	Electrolux
0	1		0	1	
0	1		0	1	
0	0	Acando	0	0	
0	0		0	0	
0	1		0	1	SHB
0	1		0	1	
1	0	AZN	0	1	
1	0		0	1	
0	0		1	1	

1	1		1	1	
1	1		0	0	
0	1		1	0	
1	1		0	0	
1	1		0	0	
1	1		0	0	
0	1		0	0	
1	1		1	0	
1	0	Fabege	1	0	
0	0		0	0	
1	0		0	0	
1	1		1	0	
0	1		1	0	
1	1		1	1	Tele 2
1	1		0	1	
0	1		1	1	
1	1		1	1	
1	0	Electrolux	1	1	
1	0		0	0	
0	1		1	0	
1	1		1	0	
0	1		1	0	
0	0	SHB	1	1	Lupe
0	0		1	0	
1	0		0	1	Readsoft
0	0		0	1	
0	0		1	0	
1	0		0	0	
1	1		0	0	
1	1		0	0	
0	1		0	0	
0	1		1	0	
0	1		0	0	
1	1		0	1	Intellecta
1	0	Tele 2	1	0	
0	0		1	0	
0	1		1	0	
0	0	JM	0	1	Elekta
1	1		0	1	
1	1		1	1	
0	0	Lupe	0	1	
0	0		0	1	
0	1		0	1	
1	1		1	0	
1	1		0	0	
1	1		0	0	
1	0	Readsoft	0	1	BE Group
1	0		0	0	
0	0		0	0	
0	0				

1	0				
1	0				
0	1				
0	1				
0	0	Intellecta			
1	1				
1	1				
1	0	Elekta			
1	0				
1	0				
1	1				
1	1				
0	1				
1	1				
1	0	BE Group			
0	0				
1	0				
0	1				

Bilaga 4 - X²-test

Test 1 – Före återköp.

- Benchmark: $30/72 = 41,7\%$ sannolikhet att en negativ nyhet inträffar
- Eventfönster: $43/81 = 53,1\%$ sannolikhet att en negativ nyhet inträffar

Nyhet * Återköpsperiod=1 Crosstabulation

			Återköpsperiod=1		Total
			0	1	
Nyhet 0	Count	42	38	80	
	% within Återköpsperiod=1	58,3%	46,9%	52,3%	
1	Count	30	43	73	
	% within Återköpsperiod=1	41,7%	53,1%	47,7%	
Total	Count	72	81	153	
	% within Återköpsperiod=1	100,0%	100,0%	100,0%	

Test 2 – Efter återköp:

- Benchmark: $33/67 = 49,3\%$ sannolikhet att en positiv nyhet inträffar
- Eventfönster: $34/67 = 51,7\%$ sannolikhet att en positiv nyhet inträffar

Nyhet * Återköpsperiod=1 Crosstabulation

			Återköpsperiod=1		Total
			0	1	
Nyhet 0	Count	33	39	72	
	% within Återköpsperiod=1	49,3%	58,2%	53,7%	
1	Count	34	28	62	
	% within Återköpsperiod=1	50,7%	41,8%	46,3%	
Total	Count	67	67	134	
	% within Återköpsperiod=1	100,0%	100,0%	100,0%	