



EKONOMI  
HÖGSKOLAN  
Lunds universitet

Lunds universitet  
Företagsekonomiska institutionen  
7 juni 2007

*Har du hört det senaste...*

# **Rykten**

## **- Vilken effekt har de på svenska aktiemarknaden?**

Författare:  
Hassan El Sayed  
Alex Esser  
William Skoric

Handledare:  
Maria Gårdängen

**Uppsatsens titel:** Rykten – Vilken effekt har de på svenska aktiemarknaden?

**Seminariedatum:** 7 juni 2007

**Ämne/kurs:** Finansiering, 10 akademiska poäng (15 ECTS-poäng), Kandidatuppsats, Ekonomihögskolan, Lunds universitet

**Författare:** Hassan El Sayed  
Alex Esser  
William Skoric

**Handledare:** Maria Gårdängen

**Fem nyckelord:**

Affärsvärlden, Effektiva marknadshypotesen, Eventstudie, Rykten, Överavkastning

**Syfte:**

Syftet med uppsatsen är att med hjälp av eventstudiemetodik undersöka om det går att identifiera överavkastning i aktier som omges av positiva rykten i Affärsvärldens ryktesspalt *Börsgolvet*. Om det kan identifieras undersöker vi om någon av de medverkande rykteskategorierna genererar en högre överavkastning än de övriga.

**Teoretiskt perspektiv:**

Det teoretiska ramverket utgörs huvudsakligen av den effektiva marknadshypotesen och dess antaganden om att all tillgänglig information på marknaden är reflekterad i tillgångens pris.

**Metod:**

Vi genomför en eventstudie där publicerad ryktens effekt studeras under en specifik händelseperiod. Därmed ges möjlighet att kunna påvisa om det förekommer överavkastning på grund av rykten. Den eventuella överavkastningen beräknas med hjälp av marknadsmodellen.

**Empiri:**

Undersökningen baseras på 186 positiva rykten ur Affärsvärldens ryktesspalt *Börsgolvet* under tidsperioden 2004-2007.

**Slutsatser:**

Undersökningen fann att positiva rykten genererar en positiv överavkastning på kort sikt, om än i blygsam skala. Den kategori av rykten som genererar högst överavkastning är rykten om att företaget är en uppköpskandidat

**Title:** Rumors – How does the Swedish stockmarket react?

**Seminar date:** June 7, 2007

**Course:** Bachelor thesis in Finance, 10 academic credits (15 ECTS credits),  
Lund University, School of Economics and Management

**Authors:** Hassan El Sayed  
Alex Esser  
William Skoric

**Advisor:** Maria Gårdängen

**Five key words:**

Abnormal return, Affärsvärlden, Efficient Market Hypothesis, Event study, Rumours

**Purpose:**

The purpose of this study is to investigate if the positive rumours published in Affärsvärlden can generate abnormal return. If that is the case, we try to identify which category of rumours that has the strongest effect.

**Theoretical perspective:**

The main theoretical frame of reference is the Efficient Market Hypothesis and its main argument that the price of any given asset is reflected by all available information in the market.

**Methodology:**

With the use of an event study methodology we examine rumours within a specific time frame to determine if stock prices are influenced by rumours and if it results in an abnormal return.

**Empirical foundation:**

The thesis is based upon 186 positive rumours published in Affärsvärldens rumour-column *Börsgolvet* during a period between 2004-2007.

**Conclusions:**

We have found that positive rumours lead to an abnormal return in a short time frame, though the abnormal return is in a modest scale. The category of rumours that has the strongest effect are rumours of companies due to be bought by other companies.

<b>KAPITEL 1</b> .....	<b>6</b>
1.1 Bakgrund.....	6
1.2. Problemformulering .....	8
1.3 Forskningsfråga .....	8
1.4 Syfte.....	8
1.5 Avgränsningar.....	9
1.6 Målgrupp .....	9
<b>KAPITEL 2</b> .....	<b>10</b>
2.1 Aktievärdering.....	10
2.2 Den rationella människan .....	11
2.3 Effektiva marknadshypotesen .....	11
2.3.1 Svag marknadseffektivitet.....	11
2.3.2 Halvstark marknadseffektivitet.....	12
2.3.4 Effektiva marknadshypotesens relevans .....	12
2.4 Tidigare forskning .....	12
<b>KAPITEL 3</b> .....	<b>14</b>
3.1 Forskningsansats och undersökningsansats .....	14
3.2 Insamling av data .....	14
3.3 Metodisk problemanalys .....	15
3.4 Reliabilitet .....	15
3.5 Validitet.....	16
<b>KAPITEL 4</b> .....	<b>17</b>
4.1 Eventstudie .....	17
<b>KAPITEL 5</b> .....	<b>24</b>
5.1 Resultat för samtliga rykteskategorier .....	25
5.1.1 Förtydligande av samtliga ryktens AAR och CAAR .....	26
5.2 Resultat uppdelat efter olika undersökningskategorier.....	26

5.2.1 Genomsnittliga överavkastningar (AAR) .....	26
5.2.2 Förtydligande av AAR för de olika undersökningskategorierna .....	28
5.2.3 Ackumulerade genomsnittliga överavkastningen (CAAR).....	28
5.2.4 Förtydligande av CAAR för de olika undersökningskategorierna .....	31
<b>KAPITEL 6.....</b>	<b>33</b>
6.1 Diskussion och analys.....	33
6.2 Reflektion och brister .....	36
<b>KAPITEL 7.....</b>	<b>38</b>
7.1 Slutsats .....	38
7.2 Förslag till vidare forskning.....	38
<b>KAPITEL 8.....</b>	<b>40</b>
8.1 Publicerade källor .....	40
8.2 Lagar .....	41
8.3 Affärstidningar .....	42
8.4 Elektroniska källor.....	42
8.4 Företagsinterna Källor.....	42
8.5 Muntliga Källor .....	43
8.6 Orefererade källor .....	43
<b>BILAGOR .....</b>	<b>44</b>
Bilaga 1: Sammanställning av teststatistiken för AAR och CAAR utan kategoriuppdelning.	44
Bilaga 2a: Sammanställning av teststatistiken för AAR för varje rykteskategori för sig. ....	45
Bilaga 2b: Kolmogorov-Smirnov test för AAR-datan för varje kategori för sig. ....	47
Bilaga 3a: Sammanställning av teststatistiken för CAAR för varje rykteskategori för sig. ....	49
Bilaga 3b: Kolmogorov-Smirnov test för CAAR-datan för varje kategori för sig. ....	50
Bilaga 4: Rykten som ingick i undersökningen.....	52

# Kapitel 1

## Inledning

---

*I det inledande kapitlet förklarar vi anledningen till valet av ämne och varför det är ett intressant forskningsområde. Diskussionen mynnar ut i uppsatsens forskningsfrågor samt syfte.*

### 1.1 Bakgrund

*”Rykten är en av de mest mystiska aspekterna inom finansiering”*

*Prof. Dr. Thorsten Hens  
Swiss Banking institute, University of Zurich<sup>1</sup>*

Det finns något med rykten som är mystiskt, nästan förtrollande. Rykten kan vara överallt, de kan uppstå spontant vid vilken tidpunkt och plats som helst. De fångar människors uppmärksamhet och nyfikenhet. Man kan dagligen läsa och höra om olika typer av rykten som sprids via word of mouth, tidskrifter och från nyhetsförmedlare. Man läser ofta i affärstidningar att företag lämnar pressmeddelanden där de säger, ”Vi kommenterar inte rykten”! Rykten är en egendomlig form av information och deras speciella karaktär måste förklaras vid applicering på den finansiella teorin. I enlighet med *The Oxford American Dictionary* är ett rykte;

1. Allmänt samtal eller hörsägen av oförutsebar noggrannhet.
2. Ett nuvarande men obekräftat uttalande.

Inom tradingkretsar finns det ett talesätt som säger *”Köp på ryktet sälj på fakta”*. Påståendet är ganska logiskt och underförstått är ryktet ett uttryck för den exklusiva kunskap som endast insiders på företaget anses besitta och som skulle vara av vikt för värderingen av företagets aktier. Tanken är att om man utnyttjar sitt informationsövertag så hinner man köpa eller sälja innan aktiepriset har anpassats till den nya informationen. Att det är en fördel att besitta insiderinformation är självklart för de flesta och den senaste tidens skrivelser om Cevian-mannen och Nordea-mannen bekräftar att möjligheten till överavkastning via utnyttjandet av insiderinformation är mycket stor.<sup>2</sup> Sen ska man komma ihåg att dessa ovan nämnda fall endast är lokala företeelser av ett globalt problem som implicerar att genvägen till rikedom är att besitta ett informationsövertag.<sup>3</sup>

Längtan efter informationsövertag har givetvis inte undgått bärarna av finansiell information som till exempel de svenska affärstidningarna. Först ut med att publicera så kallade ryktesspalter i Sverige var tidskriften *Affärsvärlden* i slutet av 2003. Det blev så

---

<sup>1</sup> Schindler, M., (2007) “Rumours in financial markets”, s 5

<sup>2</sup> Dagens Industri, [www.di.se](http://www.di.se), ”Cevianmannen är häktad i insiderhärvan”, 2007-05-21

<sup>3</sup> Times Online, [www.business.timesonline.co.uk](http://www.business.timesonline.co.uk), ”Second insider trading case rocks Morgan Stanley”, 2007-05-21

småningom en succé och efter ett tag så replikerade andra konceptet och publicerade liknande spalter. Bland annat startade Dagens Industri i januari 2006 sin ryktesspalt "efterbörsen" och tidskriften Veckans Affärers spalt "börssnack" publiceras sedan januari 2007.

Det förvånar kanske inte många att intresset för dessa ryktesspalter är stort. Enligt till exempel Affärsvärldens egna undersökningar så är Börsgolvet, som deras ryktesspalt kallas, den mest lästa artikeln i hela tidskriften.<sup>4</sup> Samtalsämnen som behandlas på ryktesspalterna inkluderar allt ifrån information om enstaka företag och inflytelsefulla investerare till små och stora branschsektorer. Syftet med sidan är att förse läsarna med allt ifrån värdefull exklusiv information till rena spekulationer om företag.

Informationen är genererad från det vidsträckta nätverk av inflytelserika investerare och affärsmän som tidningens journalister lyckats arbeta upp genom åren. Givetvis är dessa ryktesspridare eller "tipsare" alltid anonyma och benämns alltid i stil med "sidenslipsen", "Cartierklockan" eller liknande pseudonym. Informationen eller rättare sagt ryktena som dessa personer vidarebefordrar läses givetvis av många som ren kuriositet och tidningen sticker inte under stol med att det i många fall är rena spekulationer.<sup>5</sup> Men som tidningen också vid varje publiceringstillfälle betonar så skulle det vara klokt att utnyttja den här informationen till att investera i de aktier som omges av spännande rykten för om det visar sig vara sant så har man möjlighet att uppnå god avkastning.

Tidskriften följer regelbundet upp träffsäkerheten i sina spalter och rykten som visade sig vara sanningsenliga följs ofta upp av en "vad var det vi sa" notis i något av nästkommande nummer. Det visar sig att man då och då har lyckats förmedla rykten av dignitet som visade sig stämma på lite längre sikt. Nämnas kan till exempel försäljningen av Skandia eller budet på Gambro. De som handlade på de första ryktena i de ovan nämnda fallen hade kunnat uppnå mycket god avkastning. Men statistiskt så har man fel i de flesta fall. I en uppföljning år 2006 så visade man på runt 20 träffar, lite beroende på hur man räknar.<sup>6</sup> Alltså kan man snabbt konstatera att de flesta rykten inte är eller förblir annat än löst prat.

Å andra sidan är det kanske ointressant för de med kort placeringshorisont om ryktet är sant eller inte utan det viktiga är om det finns någon möjlighet till överavkastning genom att handla på ryktena. Frågan är om det är en lyckad strategi att köpa på rykten som talesättet säger. Att aktiepriset kan påverkas påtagligt av rykten och olika typer av insiderinformation framstår som självklart för alla som följer den dagliga ekonomijournalistiken. Men är dessa förändringar empiriskt bevisbara? Är dessa effekter tillräckligt starka, så att tillgång till viss typ av information kan förse individer med möjligheter till överavkastning?

Vi har för avsikt med denna uppsats att undersöka hur det förhåller sig med ovan nämnda frågor. För oss som följer börsens skeende regelbundet och är intresserade av alla tendenser till anomalier på marknaden är detta ett mycket spännande forskningsområde. Våra fördomar säger oss att vi kommer att kunna se en tydlig positiv effekt av dessa ryktesspalter. Om det är riktigt eller ej återstår att se.

---

<sup>4</sup> Affärsvärlden, [www.affarsvarlden.se](http://www.affarsvarlden.se), "Rör inte våra rykten", 2007-05-10

<sup>5</sup> Bekräftat av chefsredaktör Jon Åsberg vid samtal 2007-04-12

<sup>6</sup> Affärsvärlden, [www.affarsvarlden.se](http://www.affarsvarlden.se), "Bästa året för börsgolvet", 2007-05-23

## 1.2. Problemformulering

Enligt den effektiva marknadshypotesen antas det att all information, antingen offentlig eller privat, snabbt är inkorporerad i aktiepriser och att ingen investerare kan uppnå överkastning oavsett vilken typ av information han besitter.<sup>7</sup> Därmed antas det att rykten likaledes redan är reflekterade i aktiepriset. Men även om de första studierna av Diefenback (1972), Lougue och Tuttle (1973) argumenterade att information baserad på marknadsrykten inte hade någon ekonomisk värde så har senare studier avfärdat deras antagande. Bland andra har Pound och Zeckhauser (1990) och Kiyamaz (2001) dokumenterat statistiskt signifikanta aktieprisreaktioner på rykten spridda på marknaden.

Det som gör det komplicerat med handel efter rykten i Sverige är att reglerna för hur mycket man får spekulera kring företagets verksamhet blivit allt strängare. Den aktuella och strängare svenska insiderlagen trädde i kraft den 1 juli 2005. Handel med värdepapper på grundval av information som inte är allmänt känd är strikt förbjudet. Det är även otillbörligt att sprida information som kan vilseleda marknaden.<sup>8</sup> Lagen gäller nästintill alla. Den enda grupp som är undantagen och som i princip fritt får sprida rykten kring företagets framtida utveckling är journalister.<sup>9</sup>

I och med att ryktena blir offentliga anses de inte längre utgöra insiderinformation, därmed öppnas möjligheten att handla på ryktet utan att begå en kriminell handling. Med rykten menar vi framöver som vi ovan diskuterat, den implicita insiderinformation eller exklusiva information som allmänheten kan få tillgång till via medias kanaler.

De rykten som publiceras i affärstidningar av typen börsgolvet utgör idag den enda möjliga lagliga tillgången till den sortens information. Som investerare finns det därför anledning att vilja veta om den sortens information kan utnyttjas för att uppnå överavkastning.

Eftersom vi vet att ryktena vid sällsynta tillfällen är sanna på lite längre sikt så undrar vi om effekten av ryktena gör det möjligt att handla efter på kort sikt. Är det möjligt att uppnå överavkastning genom att följa ryktena i en av dessa tidskrifter? Ska man som investerare handla kortsiktigt på dessa rykten? Därför lyder vår forskningsfråga i enlighet med detta:

## 1.3 Forskningsfråga

Har rykten i Affärsvärldens ryktesspalt *Börsgolvet* någon priseffekt på svenska aktiemarknaden på kort sikt?

Om effekten skulle visa sig vara positiv, vilken sorts rykten har i så fall starkast effekt?

## 1.4 Syfte

Syftet med uppsatsen är att med hjälp av eventstudiemetodik undersöka om det går att identifiera överavkastning i aktier som omges av positiva rykten i Affärsvärldens ryktesspalt *Börsgolvet*. Om det kan identifieras undersöker vi om någon av de medverkande rykteskategorierna genererar en högre överavkastning än de övriga.

---

<sup>7</sup> Fama, Eugene F. (1991) "Efficient Capital Markets:II", s1575-1617

<sup>8</sup> SFS 2005:377, SFS-författning i Svensk Lagsamling

<sup>9</sup> SFS 1949:105, SFS-författning i Svensk Lagsamling



## 1.5 Avgränsningar

Vi kommer endast att undersöka ryktespalten börsgolvet i den svenska affärstidskriften Affärsvärlden. Undersökningsperioden sträcker sig mellan 2004-04-07 till 2007-04-14. Vi ämnar endast ta med företag som är med på Stockholmsbörsen. Informationen skall vara tillgänglig på Internet för prenumeranter på tidskriften Affärsvärlden. Annan information skall vara tillgänglig på Datastream och Reuters databaser och via Internet. Vi ska endast undersöka positiva rykten. Undersökningen skall endast göras ur en kortsiktig investeringshorisont.

## 1.6 Målgrupp

Vår målgrupp för uppsatsen är ekonomistudenter och personer som är intresserade av aktiemarknaden. Eftersom det rör sig om en studie ur kortsiktigt perspektiv så är det i synnerhet intressant för dem som är intresserade av kortsiktig aktieprisutveckling.

# Kapitel 2

# Teori

---

*Vi ska i det här kapitlet kortfattat ta upp några av de teorier på vilka vi bygger denna undersökning. Dessa teorier ligger som grund för vår analys och slutsats. Vår undersökning kommer indirekt att antingen belägga eller ifrågasätta vissa av dessa teorier.*

## 2.1 Aktievärdering

Enligt ekonomisk teori förutsätter aktievärdering två saker, dels en uppfattning om hur det kommer att gå för företaget i framtiden dels en uppskattning av vilka avkastningskrav som skäligen bör riktas mot företaget.<sup>10</sup> Den framtida prognosen baseras i vanliga fall på en bedömning av det aktuella tillståndet för företaget och detta är lite förenklat grunderna för fundamental analys av aktier. Tanken är att prognoser om framtiden skall spegla de realekonomiska skeendena i företaget.<sup>11</sup> Enligt Gordons formel skall det motiverade priset på en aktie som en logisk följd vara lika med det diskonterade nuvärdet av förväntade framtida utdelningar<sup>12</sup>. Vidare, på grund av olika utdelningspolitik och skatteskal, finns det också andra metoder till värdeberäkning och ett av dem är substansvärdering<sup>13</sup>. Då är aktiens ekonomiska värde den härledda delen av företagets justerade bokförda egna kapital. På detta sätt ökar man aktiens värde främst genom värdestegring av det egna kapitalet.

Dessa sätt att värdera aktier är välkända för de flesta och anledningen till den här genomgången är att betona de traditionella sätten att värdera företag.<sup>14</sup> Dessa är långt ifrån de enda sätten, men ytterligare fördjupning inom området är inte nödvändig för att kunna koppla till resultatet längre fram.

En ytterligare faktor som man anser skall orsaka en positiv priseffekt på aktier är rykten om att företaget är en uppköpskandidat. Det finns ingen tydlig säkerställd teoretisk koppling till det antagandet men amerikanska undersökningar har visat att det oftast är ägarna i det uppköpta företaget som tjänar på förvärv medan ägarna i det förvärvande företaget inte tjänar på det.<sup>15</sup> Fenomenet verkar logiskt och senaste tidens empiri visar att de flesta uppköp har trissats över det initiala budet. I en relativt färsk uppsats konstaterar man att den genomsnittliga budpremien år 2004 var ca 20 % på Stockholmsbörsen.<sup>16</sup> Tendensen lär vara densamma nu eftersom bland annat flera hedgefonder har profilerat sig mot att spekulera i budhöjning i samband med uppköp.<sup>17</sup>

---

<sup>10</sup> Hägg, C, (1989) "Värdering av aktier", s 7

<sup>11</sup> Ibid, s 25

<sup>12</sup> Gordon, MJ, (1962) "The investment, financing and valuation of the corporation"

<sup>13</sup> Olve, NG, (1988) "Företag köper företag", s 69

<sup>14</sup> Hägg, C, (1989) "Värdering av aktier", s 71

<sup>15</sup> Andrade G, Mitchell M, Stafford E, (2001) "New evidence and perspectives on mergers", s 110ff

<sup>16</sup> Gravlund K, Hammer M, Stiernstedt E, (2005) "Utländska förvärvares påverkan på budpremien" s 29

<sup>17</sup> Dagens Industri, www.di.se, "Uppköpsbud väntas på Volvo", 2007-05-23

Det finns andra och mer osäkra faktorer som kan påverka marknadens bedömning av aktiers värde, till exempel effekten av ledningsbyte<sup>18</sup> och återköp<sup>19</sup>. Dessa omständigheter är relativt frekventa på marknaden. Att de är osäkra åsyftas att effekten av dem inte är helt stringent men med stor sannolikhet kan man anta de kommer att påverka aktiepriset positivt. Vår undersökning kommer att utgå från att de skall tolkas positivt och undersökningen kommer att påvisa om det var ett rimligt antagande.

En konsekvens av teorierna ovan är att då rykten som florerar kring ett företag berör några av de faktorer som anses vara av fundamental betydelse för värderingen så bör det återspeglas i en justering av aktiepriset. Denna slutsats förutsätter dock två axiom.

- *Att marknadens aktörer är rationella.*
- *Att marknaden är effektiv.*

## 2.2 Den rationella människan

Teorin om Homo economicus tillskrivs oftast Adam Smith och hans tankar i *The Wealth of Nations*. Teorin används frekvent inom nationalekonomin och har på senare tid blivit ifrågasatt.<sup>20</sup> Andemeningen är att människan och därmed marknadens aktörer är nyttoximerare och därmed med största sannolikhet opportunistiska då information som kan utnyttjas kommer i deras väg. Vi ska inte ge oss in i den filosofiska debatten kring detta utan endast utgå från att det är ett axiom.

I förlängningen skulle det innebära att möjligheten till att utnyttja rykten används av marknadens aktörer och det enda som i så fall skulle hindra möjligheten till överavkastning är en effektiv marknad.

## 2.3 Effektiva marknadshypotesen

Den effektiva marknadshypotesen är i hög grad kontroversiell och ofta omtvistad teori. Hypotesen hävdar att det är omöjligt att slå marknaden och uppnå överavkastning eftersom aktiepriserna reflekterar all tillgänglig relevant information.<sup>21</sup> Detta innebär att aktier alltid handlas till ett korrekt värde på börsen och kontentan av EMH är att man omöjligen ska kunna slå marknaden genom val av aktier eller val av tidpunkt. Det enda sättet att uppnå högre avkastning är genom att handla mer riskfyllda aktier.<sup>22</sup> Eugene Fama introducerade 1970, tre olika nivåer av marknadseffektivitet; svag, halvstark och stark.<sup>23</sup>

Vi ska kortfattat presentera dessa tre former av marknadseffektivitet eftersom vår undersökning troligtvis kommer att ge stöd för någon av dessa.

### 2.3.1 Svag marknadseffektivitet

---

<sup>18</sup> Warner J, Watts R, Wruck K, (1988) "Stock prices and top management changes", s 461ff.

<sup>19</sup> Chan K, Ikenberry D, Lee I, (2004), "Economic sources of gain and stock repurchase", s 461-479.

<sup>20</sup> Hausman D, McPherson M, (2001), "Ekonomisk teori och moralfilosofi", s 82ff

<sup>21</sup> Fama, Eugene F, (1965), "The behaviour of stock market prices", s34ff

<sup>22</sup> Arnold, G, (2002), "Corporate Financial Management", s603ff

<sup>23</sup> Fama, Eugene F, (1970), "Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work", s384ff

Under den svaga formen av marknadshypotesen återspeglar all historisk prisinformation priset på en viss aktie. Att studera ett företags historiska rörelser och trender ger ingen överavkastning, därför kan teknisk analys inte användas för att förutsäga och slå marknaden. Det vill säga att det inte finns något samband mellan tidigare och framtida aktiepriser.<sup>24</sup>

### 2.3.2 Halvstark marknadseffektivitet

I den halvstarka marknadshypotesen justeras priserna omedelbart till ny information. Som exempel kan nämnas då ett företag offentliggör sin utdelningsplan, årsredovisning eller ett ledningsbyte till allmänheten. All tillgänglig information är därför reflekterad i aktiepriset. Därför kan man inte oavsett genom fundamental eller teknisk analys prestera bättre än marknaden. Detta innebär att endast information som inte är allmänt känd kan förmå investerare att uppnå högre avkastningar på sin investering än marknaden. Med andra ord är det endast möjligt genom insiderinformation<sup>25</sup>. Logiskt sett så har personer utanför företaget alltid ett underläge i förhållande till ledningen i företaget på grund av den rådande informationsasymmetrin.

### 2.3.3 Stark marknadseffektivitet

När marknaden är starkt effektiv återspeglas all publik och privat information i aktiepriset. Ingen individ har tillgång till information som skulle göra det möjligt att få överavkastning.<sup>26</sup> En perfekt marknad existerar.

### 2.3.4 Effektiva marknadshypotesens relevans

EMH är vida accepterad som referensram inom den finansiella skolan. Flera studier indikerar dock förekomsten av avvikelser från den effektiva marknadshypotesen,<sup>27</sup> det vill säga anomalier som motsäger den effektiva marknadshypotesen. Vid en starkt effektiv marknad skall det inte vara möjligt att uppnå överavkastning utifrån information som publiceras i allmänt tillgängliga tidskrifter och insiderinformation. Indirekt eller implicit kommer resultatet av den här studien att bidra till debatten om Stockholmsbörsen är effektiv eller inte. Om det visar sig att vi finner belägg för att rykten som är positiva leder till kursökning så har vi förutom att vi besvarat vår forskningsfråga också fått belägg för att marknaden de facto är halvstarkt effektiv. Informationen i ryktet bör leda till att aktiepriset justeras till det värde som återspeglar den nya informationen. Om marknaden är effektiv kommer alltså vår undersökning att visa att man inte kan uppnå överavkastning genom att handla utifrån rykten i börsgolvet.

## 2.4 Tidigare forskning

Frågan om en investerares agerande baserad på rykten i affärstidningar ger möjlighet till överavkastning, har undersökts förut. Undersökningarna som bygger på observationer av verkligheten har visat blandade resultat. Likheter i studierna är att den effektiva marknadshypotesen används som grundläggande teoretisk referensram, det vill säga mot vilka deras resultat tolkas och bedöms mot.

---

<sup>24</sup> Arnold, G, (2002) "Corporate Financial Management", s603ff

<sup>25</sup> Ibid

<sup>26</sup> Ibid

<sup>27</sup> Se kapitel 2.4 Tidigare forskning

I en tidigare studie analyserade Pound och Zeckhauser (1990) effekterna av uppköpsrykten på aktiepriserna. De använde sig av rykten som publicerades dagligen i kolumnen "Heard on the Street" i Wall Street Journal mellan 1983 till 1985. Deras väsentliga slutsatser var att marknaden reagerar effektivt på publicerade uppköpsrykten. Vidare att det inte finns möjlighet till överavkastning i företag som är föremål för vida cirkulerande rykten. De påvisade även en signifikant prisupptakt för de observerade uppköpsföretagen, månaden innan publikationen av ryktena.

Mathur och Waheed (1995) undersökte aktieprisrörelser för företag som var välvilligt omnämnda i "Inside Wall Street" kolumnen i Business Week. Resultaten av deras studier påvisar förekomsten av positivt signifikanta överavkastningar dagen före utgivningsdagen, på utgivningsdagen och två dagar efter utgivningsdagen av Business Week.

En mer aktuell studie av Kiyamaz (2001) genomfördes på den turkiska börsen i Istanbul. Kiyamaz upptäckte en positiv överavkastning i vardera av de fyra föregående dagarna innan utgivandet av affärstidningen "Ekonomik Trend", men en icke säkerställd negativ överavkastning perioden efter utgivningsdagen.

Kiyamaz (2001) vetenskapliga tillvägagångssätt ligger till grund för vår undersökning. Vad som skiljer hans studie från Mathur och Waheeds (1995) är att han delar in ryktena i sex olika kategorier: utdelningsrykten, företagsköp/-sälj rykten, undervärderade aktier, köp utförda av utländska investerare, oklassificerade<sup>28</sup> och rykten utan något innehåll<sup>29</sup>. I vår undersökning kommer en likartad uppdelning att göras men som särskild anpassning till vår egna insamlade data. Vi kommer därför att utelämna kategorin köp av utländska investerare eftersom det i princip aldrig cirkulerar sådana rykten i spalten vi undersöker.

Till vår kännedom så har ingen motsvarande undersökning gjorts i Sverige. Det kommer att vara spännande att se ifall Stockholmsbörsen agerar enligt förväntningarna med ledning av den effektiva marknadshypotesen. Men även att kunna bidra med en liten del till ny forskning inom detta område på den svenska marknaden.

---

<sup>28</sup> Dessa är rykten som inte faller in i någon av de identifierade ryktesgrupperna men som innehåller något substans.

<sup>29</sup> Dessa rykten ger ingen konkret substans. Exempel på ett rykte i detta fall kan vara att något stort är på gång i företaget X, men inte exakt vad.

# Kapitel 3

# Metod

---

*I det här kapitlet redogör vi för undersökningens metodologiska ansats och svårigheter samt diskuterar uppsatsens reliabilitet och validitet.*

## 3.1 Forskningsansats och undersökningsansats

Eftersom uppsatsens tyngdpunkt ligger i att dra slutsatser utifrån mätningar gjorda på specifika observationer så kan man med fog hävda att det är en positivistiskt präglad uppsats.<sup>30</sup> Vi har använt oss av en i sådana här undersökningar mycket vanligt tillvägagångssätt, nämligen den hypotetiskt deduktiva metoden.<sup>31</sup> I korta drag innebär det att man ställer upp hypoteser, vilka man härlett ur de teorier uppsatsen bygger på och dessa hypoteser testas med statistiska metoder. Resultatet avgör om hypoteserna skall accepteras eller förkastas.<sup>32</sup> Vår förhoppning är att undersökningsgruppen skall vara tillräckligt stor för att generaliserbarhet skall kunna förmodas.<sup>33</sup>

Vi har använt oss av en eventstudie för att genomföra själva mätningen av priseffekterna.<sup>34</sup> Dels har vi ansett metoden vara det praktiskt mest lämpliga och dels för att metoden använts genomgående i de tidigare undersökningar som gjorts inom detta område.<sup>35</sup> Närmare beskrivning av eventstudien följer i nästa kapitel.

## 3.2 Insamling av data

För att få tillgång till nödvändig litteratur har vi använt oss av de omfattande databaserna som är tillgängliga via universitetsbiblioteket. För att få pålitlig kursinformation vid mätningen av priseffekterna har Datastream använts. Vidare har vi använt oss av Reuters Kobra vid sökande av pressreleaser och annat brus som kan störa mätningens tillförlitlighet. Valet av de ovan nämnda databaserna har gjorts i syfte att försäkra sig om att informationen generellt inte behöver dubbelkollas för att försäkra sig om att den är riktig. De bidrar också till att frågan om sekundärkällornas reliabilitet inte behöver ifrågasättas.

---

<sup>30</sup> Wallén, G, (1993) "Vetenskapsteori och forskningsmetodik", s 25

<sup>31</sup> Thurén, T, (2004) "Vetenskapsteori för nybörjare", s 19f

<sup>32</sup> Wallén, G, (1993) "Vetenskapsteori och forskningsmetodik", s 44f

<sup>33</sup> Ibid, s 57f

<sup>34</sup> MacKinlay, G, (1997) "Event Studies in Economics and Finance", s 13-39.

<sup>35</sup> Se kapitel 2.4 Tidigare Forskning

### 3.3 Metodisk problemanalys

Det finns ett moment i undersökningen som utan tvekan har gjort den till både en stor utmaning men också behäftat den med en akilleshäla. Undersökningen innehåller ett moment av primärstudier som innefattar förtolkning av undersökningsmaterialet och man kan inte komma ifrån det faktum att det är ett moment som rymmer en grad av subjektivitet. Eftersom rykten sällan är behäftade med en konsekvensanalys är det oerhört svårt att veta om ett rykte skall tolkas som positivt eller negativt. Det är till exempel svårt att i förväg veta om ett förvärv ska mottas positivt eller negativt på marknaden. Det finns helt enkelt för många okända detaljer i rykte för att det ska kunna tolkas strikt. Som i exemplet förvärv kan nämnas priset. Inte bara summan på köpeskillingen spelar roll när marknaden gör sin bedömning utan också hur betalningen sker och när betalningen sker. Vi anser därför att en diskussion om undersökningens reliabilitet och validitet är av vikt.

### 3.4 Reliabilitet

Undersökningsmetodikens problem väcker frågan om intersubjektiv testbarhet.<sup>36</sup> Tanken är ju att vem som helst som gör om undersökningen ska kunna få ett likadant resultat och därför bör man införa någon form av standardiserat förfarande för att eliminera slumpmässiga fel som beror på forskarens subjektiva skattningar.<sup>37</sup>

För att kringgå problemet med att låta oss som enskilda forskare och våra förkunskaper färga tolkningen har vi varit tvungna att tolka materialet strikt systematiskt efter förutbestämda kriterier. Vi har därför valt att använda oss av en liknande metod som den Kiyamaz (2001) använder. Detta innebär att vi har haft ett behov av väldigt tydliga definitioner och stränga kriterier på hur vi skall tolka urvalet. Följaktligen har vi begränsat kategorierna till ett fåtal som med största sannolikhet skulle tolkas som positiva oavsett bedömare.

Dessa strikt positiva kategorier är tre till antalet och de innefattar rykten om höjd utdelning, rykten om att företaget är en uppköpskandidat och rykten om positiva framtida prognoser. Sedan tolkar vi strikt efter dessa kategorier och de som inte passar in rubriceras därför som övriga rykten. De rykten som har motsägelsefull innebörd eller oklart innehåll hamnar i en kategori vi kallar oklassificerade rykten. Övriga rykten som är negativa eller enbart rör sig kring löst tyckande om det förflutna har vi ansett som bortfall. Dels har vi enbart avsett undersöka positiva rykten och dels anser vi att löst prat utan substans inte utgör rykten utan enbart är ett uttryck för värderingar. Löst prat utan substans har vi ansett uttalanden i stil med ”aktien har fallit mycket, den är billig nu”. Uttalanden av den sorten kan observeras av vem som helst som följer börsen och är inte ett uttryck för implicit insiderinformation.

---

<sup>36</sup> Wallén, G, (1993) “*Vetenskapsteori och forskningsmetodik*”, s60

<sup>37</sup> *Ibid*, s59

Givetvis kan vi inte förneka att nödvändigheten av förtolkning i en undersökning som denna ökar riskerna för mätfel jämfört med om vi hade gjort en kvantitativ undersökning med enbart sekundär data. Men det faktum att tolkningen är ett oundvikligt moment i den här undersökningen ger oss inte mycket till val. Det enda som återstår är att vidta så många åtgärder som rimligt är för att utföra den på ett så systematiskt och objektivt sätt som möjligt.

De steg vi har vidtagit förutom ovan nämnda är att försöka begränsa risken för skevhet eller bias genom att materialet kommer att bedömas av tre olika personer för att minska risken för subjektivitet.<sup>38</sup> I de fall då oenighet rått har resultatet blivit att ryktet hamnat i kategorin oklassificerade rykten. Att vi begränsat kategorierna till ett minimum har gjort tolkningen så fri från komplikationer som vi ansett det möjligt. Dessutom har vi använt oss av en metod för kategorisering som tillämpats i tidigare forskning<sup>39</sup> vilket borgar för en högre säkerhet än om vi konstruerat en egen metod. Dessa faktorer befriar inte undersökningen från möjligheterna till feltolkningar men de minimerar åtminstone dem och ökar sannolikheten för att någon annan som gör om undersökningen skall kunna uppnå samma resultat. Det för oss vidare till frågan om validitet som vi tycker är oerhört viktig.

### 3.5 Validitet

För att säkerställa att en mätning är fri från systematiska fel får inga ovidkommande faktorer påverka resultatet.<sup>40</sup>

Syftet med den här undersökningen är ju att upptäcka om det råder adekvat kausalitet mellan positiva rykten i en tidningsspalt och en positiv utveckling på börsen för berörda företag. Många olika faktorer kan påverka en aktiekurs och det fördunklar analysen av orsak och verkan i vår undersökning. Sålunda får inget annat ha påverkat aktiens utveckling just de dagarna de befinner sig i vårt händelsefönster.

För att komma till rätta med detta problem har vi vidtagit vissa åtgärder. Vi har justerat för de utdelningar som har inträffat i händelsefönstret för att inte få mätfel. I anslutning till detta har vi även valt att använda Affärsvärldens generalindex som jämförelsemått eftersom det är korrigerat för utdelningar. Vi har gjort nödvändiga justeringar för helgdagar vilket inte görs automatiskt i bland annat Datastream. Men viktigast av allt är att vi har rensat bort alla de observationer som sammanföll med information av annat slag som skulle kunna vara kurspåverkande. Då menar vi alla de pressreleaser som gäller företagen i fråga. I detta inkluderas estimat innan rapporter, analyser, köp och säljrekommendationer och all annan information som sammanföll med vårt händelsefönster.

De observationer som är kvar är de som inte har haft påverkan av annan kursdrivande information än den som förekom i ryktesspalten just de dagarna i vårt händelsefönster. Detta är det enda sättet som vi har varit säkra på att vi mäter det vi vill mäta. Vi menar att det är det enda sättet att göra mätningen relevant.

---

<sup>38</sup> Bell, J, (2006) "Introduktion till forskningsmetodik", s167

<sup>39</sup> Kiyamaz, H, (2001), "The effects of stock market rumors on stock prices: Evidence from an emerging market",

<sup>40</sup> Wallén, G, (1993) "Vetenskapsteori och forskningsmetodik"s 59ff



# Kapitel 4

## Undersökningsmetod

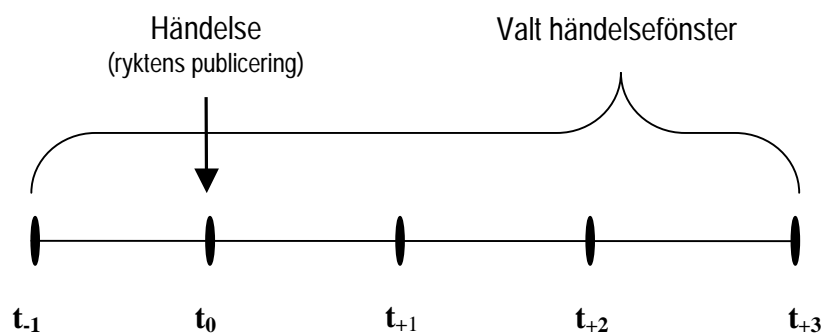
Det här kapitlet beskriver i detalj vårt tillvägagångssätt för undersökningen med utgångspunkt i teorin om genomförandet av eventstudier.

### 4.1 Eventstudie

Eventstudier har sedan 1933 använts som lämplig undersökningsmetod inom ekonomisk forskning, bland annat för att utreda hur olika ekonomiska händelser påverkar aktiekurser.<sup>41</sup> Denna metodik bygger på antagandet att marknaden är effektiv i så avseende att nuvarande aktiepriser reflekterar all tillgänglig information på marknaden. Enligt MacKinlay (1997) identifieras sju steg vid tillämpning av en eventstudie.

*Första steget i en eventstudie är att definiera händelsen av intresse och identifiera ett lämpligt händelsefönster, perioden i vilken förändringar i aktiekursen kommer att undersökas. Händelsefönstrets storlek och position varierar från fall till fall beroende på undersökningens natur.*<sup>42</sup>

I vårt fall kommer Affärsvärlden ut veckovis på onsdagar. Dessutom publiceras delar av tidningen, inklusive ryktessidorna, på tidningens hemsida redan dagen innan, på tisdagar. Men eftersom Stockholmsbörsen är stängd kvällstid och ingen handel kan bedrivas förrän på onsdag morgon är det lämpligt att definiera händelsedagen som varje onsdag då



Figur 4.1 Händelsefönstret

tidningen publiceras. Onsdag är alltså  $t_0$ , händelsedagen i vårt händelsefönster. Efter riktlinjer använda i tidigare forskning sätts händelsefönstret till mellan  $t_{-1}$  och  $t_{+3}$ .  $t_{-1}$  är tisdagen innan ryktesspalten publiceras i Affärsvärlden. Således kommer  $t_{+1}$ ,  $t_{+2}$  i vanliga fall att motsvara torsdagen och fredagen efter spaltens publikation och slutligen symboliserar  $t_{+3}$  måndagen veckan efter.

<sup>41</sup> MacKinlay, G, (1997) "Event Studies in Economics and Finance", s 13-39.

<sup>42</sup> Ibid

Anledningen till valet av detta specifika händelsefönster är för att vi vill fånga prisrörelserna både före och efter publicering av Affärsvärldens ryktesspalt. Eftersom det kan ta tid för marknaden att reagera och inkorporera ny informationen beroende på hur effektiv den är, sträcker sig händelsefönstret till 3 dagar efter händelsen.<sup>43</sup>  $t_1$  undersöks för att tidigare forskning av Pound av Zeckhauser (1990) och Kiymaz (2001) har visat en signifikant prisupptakt före publicering av tidskriften. Detta kan möjligen visa att insiderhandel redan har skett.

Vi har för att få en korrekt bild av händelsen justerat för de dagar då börsen är stängd, vilket i de flesta fall är röda dagar i almanackan. Händelsefönstret har justerats till närmaste öppna handelsdag på börsen. De dagar då börsen är öppen halva dagen har vi ansett vara vanliga handelsdagar eftersom handel sker i aktierna om än i mindre volym än i vanliga fall. Anledning till att händelsefönstret är relativt kort är för att minska möjligheten för andra yttre faktorer att påverka aktiekurserna och ge ett felaktigt resultat. Dessutom är den här undersökningen inriktad på att fånga de kortsiktiga effekterna av ryktena.

*I steg två fastställs urvalskriterierna för att observationerna skall kunna ingå i undersökningsgruppen. Kriterierna kan innebära att man begränsar urvalet till en viss lista som till exempel Stockholmsbörsen eller till en specifik branschindustri. Vid detta stadium är det praktiskt att summera undersökningsgruppen efter vissa egenskaper.*

Vi har valt att studera ryktena som publicerats i Affärsvärldens spalt *Börsgolvet* mellan 7:e april 2004 och 14:e april 2007. Slutdatumet sattes till tidpunkten då denna uppsats började skrivas för att underlätta datainsamlingen. Vi har ansett det lämpligt att gå fyra år tillbaka för att få tillräckligt med data.

För att ett rykte skall ingå i undersökningsgruppen måste samtliga följande kriterier vara uppfyllda:

1. Ryktet måste nämnas i Affärsvärldens spalt *Börsgolvet*. Rykten som nämns i andra artiklar i tidskriften eller andra tidningar kommer inte att tas med.
2. Föremål för rykten måste vara enskilda företag. Det vill säga rykten som omfattar flera företag eller en hel bransch kommer inte att tas med.
3. Ryktet skall innehålla information av substans. Med det menar vi information som rent generellt skulle leda till en omvärdering av aktiepriset.
4. Informationen om företagen måste finnas tillgänglig på Datastream. Detta för att säkerställa trovärdigheten i den insamlade datan.
5. Företag som är föremål för rykten måste vara, eller ha varit noterade på Stockholmsbörsen. Detta innebär att utländska och onoterade företag kommer bortses från i studien.

Vidare kommer dessa rykten att klassas som bortfall:

---

<sup>43</sup> Arnold, G. (2002) ”Corporate Financial Management”, s 606ff

1. Negativa rykten som teoretiskt borde leda till depreciering av aktien kommer inte tas med i studien.
2. Alla rykten utan substans anses som bortfall. Ett rykte utan substans är som vi diskuterat tidigare i kapitel tre, ett rykte som endast ger uttryck för en personlig värdering.
3. Rykten kommer även klassas som bortfall om företaget i frågan har haft en pressrelease eller annan typ av information under någon av dagarna som ingår i händelsefönstret.<sup>44</sup>

Det fanns 665 stycken rykten som motsvarar våra kriterier publicerade i *Börsgolvet* under perioden 2004-04-07 till 2007-04-14 . 67 stycken klassas som bortfall då de har en negativ karaktär. Vidare faller åtta rykten bort eftersom de gällde bolag som antingen var onoterade, listade på utländska börser eller saknade nödvändig data för att inkluderas i undersökningen. 89 rykten saknade substans. Efter att händelsefönstret för resterande rykten har definierats och fastställts, föll ytterligare 315 observationer bort, då de omtalade företagen figurerade i media med en pressrelease eller annan typ av nyheter.<sup>45</sup>

Tabell 4.1: Urval av rykten	
	Antalet rykten
<b>Alla publicerade rykten 2004-04-07 – 2007-04-04</b>	<b>665</b>
- Negativa rykten	67
- Onoterade bolag/bolag noterade på utländska börser	5
- Rykten om bolag där nödvändig data saknas	3
- Rykten som saknar substans	89
- Rykten där pressreleaser uppkommer i händelsefönstret	315
<b>Summa rykten som ska ingå i undersökningen</b>	<b>186</b>

För att kunna göra en mer nyanserad analys delar vi upp de insamlade observationerna i fem undergrupper efter Kiymaz (2001) riktlinjer

Tabell 4.2: Rykten som ingår i undersökningen	
Kategorier:	Antalet rykten
- Rykten om att företaget är en uppköpskandidat	37
- Rykten om utdelningshöjning eller extrautdelningar	16
- Positiva framtida prognoser/Bra kommande rapport	17
- Oklassificerade positiva rykten	54
- Rykten utan säker riktning	62
<b>Totalt</b>	<b>186</b>

<sup>44</sup> Se kapitel 3.5 Validitet

<sup>45</sup> Ibid

I det tredje steget beräknas den normala avkastningen för aktier som är föremål för studien. Den normala avkastningen definieras som den förväntade avkastning som hade uppstått om händelsen ej ägt rum. På så sätt kan man senare undersöka händelsens inverkan på aktiekursen genom att mäta eventuella överavkastningar (abnormal returns) genom att jämföra de förväntade och verkliga avkastningarna vid varje tidpunkt inom händelsefönstret.<sup>46</sup>

Enligt Mackinlay (1997) finns det olika statistiska metoder att tillgå vid beräkning av den normala avkastningen. De mest relevanta statistiska modellerna för vår ekonomiska forskning är marknadsmodellen och "constant mean return" modellen.<sup>47</sup> I vår studie kommer marknadsmodellen att appliceras. Fördelen med marknadsmodellen jämfört med "constant mean return" modellen är att den bortser från avkastning som är relaterad till variationer i marknads avkastning. Variansen i överavkastningen reduceras vilket i sin tur leder till ökade möjligheter att upptäcka effekterna av händelserna.<sup>48</sup>

Vi börjar med att räkna ut de enskilda aktiekurserna för varje tidsperiod med hjälp av Datastream som genomsnittet av köp- och säljkursen vid börsens stängning.  $R_{it}$ , den verkliga avkastningen beräknas som procentuella förändringen i den framtagna kursen mellan två tidpunkter.

$$R_{it} = \frac{P_{i(t=1)} - P_{i(t=0)}}{P_{i(t=0)}}$$

Ekvation 4.1 Snittkurs

Där  $P_{i(t=1)}$  är genomsnittliga kursen idag och  $P_{i(t=0)}$  är genomsnittliga kursen igår. Har utdelning skett i någon av dagarna inom händelsefönstret justeras  $R_{it}$  för detta. Vidare beräknar vi den normala avkastningen med hjälp av marknadsmodellen.

$Re_{it}$  är den förväntade avkastningen för en enskild tillgång  $i$  uttryckt som funktion av

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

Ekvation 4.2 Marknadsmodellen

avkastningen på marknaden ( $R_{mt}$ ) under olika tidpunkter  $t$ .  $\alpha_i$  är interceptet om  $R_{mt}$  är lika med 0.  $\beta_i$  är mått på marknads påverkan på den enskilda tillgången. Sedan beräknar vi överavkastningen (AR) som residualen mellan förväntad och verklig avkastning.


Överavkastningen  $AR_{it}$  i perioden  $t$  beräknas genom att subtrahera den förväntade avkastningen från den verkliga avkastningen enligt marknadsmodellen.

<sup>46</sup> MacKinlay, G, (1997) "Event Studies in Economics and Finance", s 13-39.

<sup>47</sup> Ibid

<sup>48</sup> Ibid

$$AR_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt}$$



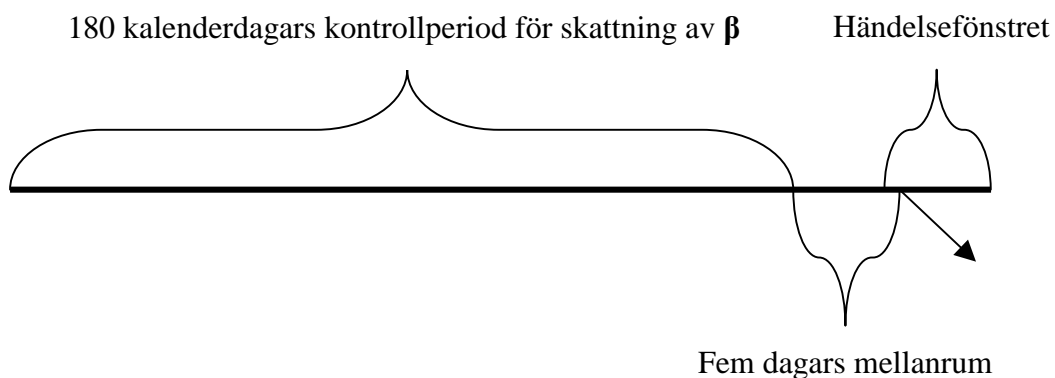
$R_{eit}$

Ekvation 4.3 Överavkastning

Affärsvärldens generalindex (AFGX) väljs som referens för att representera avkastningen på marknaden. AFGX passar bäst då den är justerad för split, nyemissioner och utdelningar och dess procentuella förändring kan enklast hämtas via Datastream.

*I fjärde steget definieras och skattas den valda modellens alla nödvändiga parametrar. För skattning av marknadsmodellens parametrar rekommenderar MacKinlay (1997) att man använder data från ett s.k. skattningsfönster som ligger längre tillbaka i tiden än det valda händelsefönstret.*

$\beta$  för varje enskild aktie är hämtad med hjälp av Datastream. För att öka studiens validitet rekommenderas det att använda sig av koefficienter hämtade ur en speciell kontrollperiod som ligger längre bak i tiden jämfört med själva händelsefönstret.<sup>49</sup> Således använder vi ett historisk skattad  $\beta$  från fem dagar före publikationen av ryktet och sex kalendermånader tillbaka i tiden. Genom att sätta kontrollperiodens slut till fem dagar före ryktets publiceringsdatum eliminerar vi risken att få fram en  $\beta$  påverkad av rykteseffekten om sådan existerar dagarna före publiceringen i ryktesspalten.



Figur 4.2 Skattningsfönstret

Efter regressionsanalys av 20 stora OMX30 bolag har vi kommit fram till att samtliga 20  $\alpha$  är väldigt nära 0 och har en mycket låg signifikansgrad för kursens utveckling. Detta beror på studiens ”korta” omfattning. Därför väljer vi att bortse från  $\alpha$  vid uträkning av överavkastningen i denna studie.

<sup>49</sup> MacKinlay, G, (1997) “Event Studies in Economics and Finance”, s 13-39

*Steg fem, för att konstatera om överavkastning existerar beräknas den genomsnittliga överavkastningen (AAR) för varje period inom händelsefönstret. Vidare ackumulerar man de genomsnittliga överavkastningarna inom händelsefönstret för att kunna se händelsens totala påverkan på aktiekursen. Den vanligaste metoden för aggregering av överavkastning är en så kallad "cumulative abnormal return" (CAAR).*

*McKinlay (1997) förslår även att det är lämpligt att med hjälp av statistisk hypotesprövning visa om dessa beräkningar är representativa för hela dataserien. Tillvägagångssätten för AARs och CAARs hypotestestet är identiska.*

Den genomsnittliga överavkastningen (AAR) beräknas utifrån samtliga 186 observationer som ingår i studien, för var och en av de fem dagarna som ingår i händelsefönstret enligt nedan.

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

Ekvation 4.4 Genomsnittlig överavkastning

Där  $AR_{it}$  är den beräknade överavkastningen för varje tillgång  $i$ , och  $N$  är antalet event. På så sätt får vi fram fem genomsnittliga överavkastningar (AAR) motsvarande olika dagar som ingår i händelsefönstret. ( $t_{-1}$ ,  $t_0$ ,  $t_1$ ,  $t_2$ ,  $t_3$ ): Den genomsnittliga överavkastningen för ryktesaktier dagen innan publikationen, den genomsnittliga överavkastningen på publiceringsdagen och de genomsnittliga överavkastningarna för var och en av de tre dagarna efter ryktets publicering.

Med hjälp av ett s.k. t-test undersöker vi ifall varje observations överavkastning i de fem olika perioderna är statistiskt skilda från noll. Detta för att påvisa om eventuella överavkastningar som uppstår i samband med ryktespublicering kan säkerställas statistiskt eller om de bara är av en slumpmässig karaktär. Nollhypotesen ( $H_0$ ) samt mothypotesen ( $H_1$ ) formuleras enligt:

$$H_0: AAR_t = 0$$

$$H_1: AAR_t \neq 0$$

Detta betyder alltså att:

- Ett positivt rykte publicerat i Börsgolvet orsakar ingen överavkastning i aktiekursen i förhållande till Affärsvärldens Generalindex ( $AR = 0$ ) om  $H_0$  accepteras.
- Ett positivt rykte publicerat i Börsgolvet orsakar överavkastning i aktiekursen i förhållande till Affärsvärldens Generalindex ( $AR \neq 0$ ) om  $H_0$  förkastas.

Mothypotesen testas med 90, 95- respektive 99 % signifikansnivå. Signifikansnivån är måttet på risken att förkasta en sann nollhypotes, eller med andra ord att acceptera ett påstående när det inte finns tillräckligt med statistiska bevis för det.<sup>50</sup> Rent praktiskt

<sup>50</sup> MacKinlay, G, (1997) "Event Studies in Economics and Finance", s 13-39

utförs hypotesprövning med hjälp av en T-test i SPSS för Windows. Först genomför vi statistisk hypotesprövning för samtliga 186 observationer som ingick i studien för att få en övergripande bild på hur ryktena påverkar aktiekurserna. Eftersom antalet observationer är så stort antar vi att data är approximativt normalfördelad.<sup>51</sup>

Vidare görs samma test för observationer som är klassificerade efter de kategorier som vi definierade i 3.3 för att se om det är en vis typ av rykten som orsakar större överavkastning än andra. Eftersom antalet observationer i varje kategori utgörs av en liten undersökningspopulation utför vi Kolmogorov-Smirnov test på varje kategori för att försäkra oss om att datan är normalfördelad.<sup>52</sup>

Vidare ackumuleras de genomsnittliga överavkastningarna över tiden för att kunna dra några slutsatser om händelsens påverkan på aktiekurserna i händelsefönstret som helhet. Tidigare studier och uppsatser följer ideligen detta tillvägagångssätt.<sup>53</sup> De genomsnittliga överavkastningarna ackumuleras över händelsefönstret enligt nedan<sup>54</sup>:

$$CAAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} CAR_t(t_1, t_2)$$

Ekvation 4.5 Ackumulerad överavkastning

Detta gör vi för att undersöka om det finns möjlighet att uppnå överavkastning genom att handla på rykten. Därför väljer vi att börja ackumulera överavkastningarna först på publiceringsdagen och framåt i händelsefönstret.

Det vill säga:  $CAAR_{t_0} = AAR_{t_0}$ ;  $CAAR_{t_1} = AAR_{t_0} + AAR_{t_1}$ ; etc.

På så sätt får vi fram fyra ackumulerade genomsnittliga överavkastningar (CAAR) motsvarande 4 olika perioder inom händelsefönstret:

- $CAAR_{t_0} = AAR_{t_0}$
- $CAAR(t_0, t_1)$ : Genomsnittliga överavkastningen som uppnås genom att köpa en ryktesaktie på publiceringsdagen och sälja den dagen efter.
- $CAAR(t_0, t_2)$ : Genomsnittliga överavkastningen som uppnås genom att köpa en ryktesaktie på publiceringsdagen och sälja den två dagar efter.
- $CAAR(t_0, t_3)$ : Överavkastningen som uppnås genom att köpa en ryktesaktie på publiceringsdagen och sälja den tre dagar efter.

Som tidigare formuleras Nollhypotesen (H0) samt mothypotesen (H1) enligt nedan:

$$H_0: CAAR_t = 0$$

$$H_1: CAAR_t \neq 0$$

<sup>51</sup> Enligt centrala gränsvärdesatsen är den egenskap man mäter approximativt normalfördelad i stickprovet om stickprovet är stort, ( $n > 30$ ). (Dahmström, K, (2000), "Från datainsamling till rapport", s 191ff)

<sup>52</sup> Se Bilaga 2b

<sup>53</sup> Kiyamaz, H (2001), "The effects of stock market rumors on stock prices: Evidence from an emerging market" och Axelsson F, Johansson L, (2005) "Optionsprogram till Företagsledning"

<sup>54</sup> MacKinlay, G, (1997) "Event Studies in Economics and Finance", s 13-39

Hypotesprövning följer samma procedur som för AAR.

**Steg sex** är redovisning av det empiriska resultatet och **steg sju** är dess analys och slutsatser. Dessa redovisas i de följande kapitlen.



# Kapitel 5

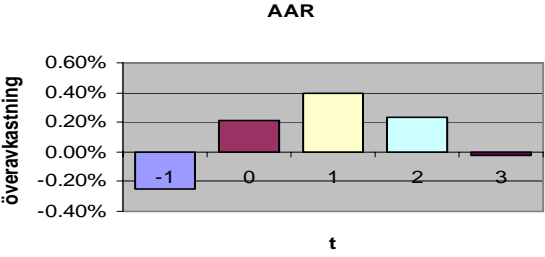
## Resultat

I detta kapitel presenterar vi resultatet av den statistiska undersökningen som beskrivits i undersökningsmetodens avsnitt. Vi börjar med att först presentera resultatet för samtliga observationer och sedan för underkategorierna. En kort förklaring ges i anslutning till resultatpresentationen.

### 5.1 Resultat för samtliga rykteskategorier

Nedan presenteras resultatet för den genomsnittliga dagliga överavkastningen (AAR) med början dagen innan utgivningsdagen samt den ackumulerade överavkastningen (CAAR) med början på publiceringsdagen. Anledningen till att vi valt att presentera CAAR för endast fyra dagar är att vi på så sätt fångar effekten av att man som investerare köper aktien i fråga den dag handel är möjlig utifrån ryktet, det vill säga på publiceringsdagen. Resultatet är för samtliga rykten som ingick i undersökning utan att ha delat upp dessa i olika kategorier. På så sätt får vi en samlad bild av ryktenas effekter på aktiepriset samt att vi även fångar effekten av eventuell handel dagen innan ryktena publicerats.

Tabell 1 AAR Samtliga rykten		
t	AAR(%)	p-värde
-1	-0,25	0,037*
0	0,21	0,101
1	0,40	0,004**
2	0,23	0,032*
3	-0,02	0,877

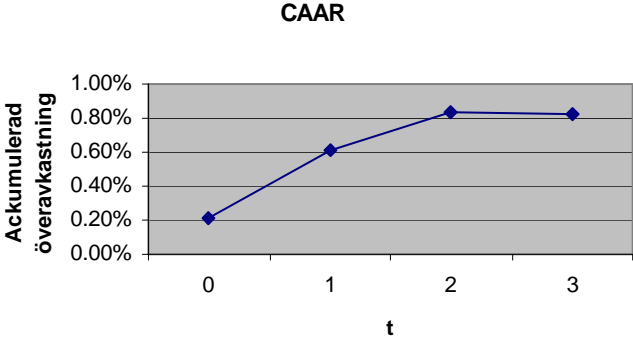


Tabell 1 visar den beräknade genomsnittliga överavkastningen för alla dagar inom händelsefönstret för samtliga 186 observationer som ingick i undersökningen. AAR(%) representerar den procentuella genomsnittliga överavkastningen för samtliga aktier dag för dag. P-värdet visar resultatet av t-testet för  $H_0: AAR=0$

\* Statistiskt signifikant till 95 %

\*\* Statistiskt signifikant till 99 %

Tabell 2 CAAR Samtliga rykten		
t	CAAR(%)	p-värde
(0,0)	0,21	0,101
(0,1)	0,61	0,003*
(0,2)	0,84	0,000*
(0,3)	0,82	0,001*



Tabell 2 visar den procentuella ackumulerade genomsnittliga överavkastningen för fyra perioder inom händelsefönstret, samtliga med start på publiceringsdagen. Överavkastningen är baserad på samtliga 186 observationer som ingick i undersökningen. P-värdet visar resultatet av t-testet för  $H_0: CAAR=0$ . \*Statistiskt signifikant till 99 %

### 5.1.1 Förtydligande av samtliga ryktens AAR och CAAR

Som vi ser i tabellerna ovan för AAR finns det signifikans för att förkasta  $H_0$  hypotesen i  $t_{-1}$ ,  $t_1$  och  $t_2$ . Detta betyder att det finns statistiskt påvisbar överavkastning i tre av händelsefönstrets dagar.

- Den genomsnittliga överavkastningen är 0,40 % dagen efter publikationen (Signifikant till 99 %)
- Den genomsnittliga överavkastningen är 0,23 % två dagar efter publikationen. (Signifikant till 95 %)
- Dagen innan ryktens publikation är den genomsnittliga överavkastningen negativ: -0.25% (Signifikant till 95 %)

Resultaten för CAAR visar att CAAR(0,1), CAAR(0,2) och CAAR (0,3) är statistiskt skilda från 0 med 99 % signifikans.

Detta på grund av att vi i beräkningen av den ackumulerade överavkastningen valde att utelämna  $t_{-1}$  vilket fick till följd att den ackumulerade avkastningen blev högre och signifikansen större. Vårt motiv till att utelämna  $t_{-1}$  tycker vi är rimlig eftersom vi vill undersöka möjligheten att uppnå överavkastning genom att handla efter rykten som publiceras och det är praktiskt omöjligt att handla på ett rykte innan dess publicering om inte man arbetar på tidskriften i fråga. Resultatet innebär att om man köper en aktie som omnämns med ett positivt rykte på publiceringsdagen  $t_0$  så kommer den att generera en genomsnittlig överavkastning på 0,61 %, 0,84 % eller 0,82 % om individen säljer aktien dagen efter, två dagar efter eller tre dagar efter ryktespubliceringen.

## 5.2 Resultat uppdelat efter olika undersökningskategorier

### 5.2.1 Genomsnittliga överavkastningar (AAR)

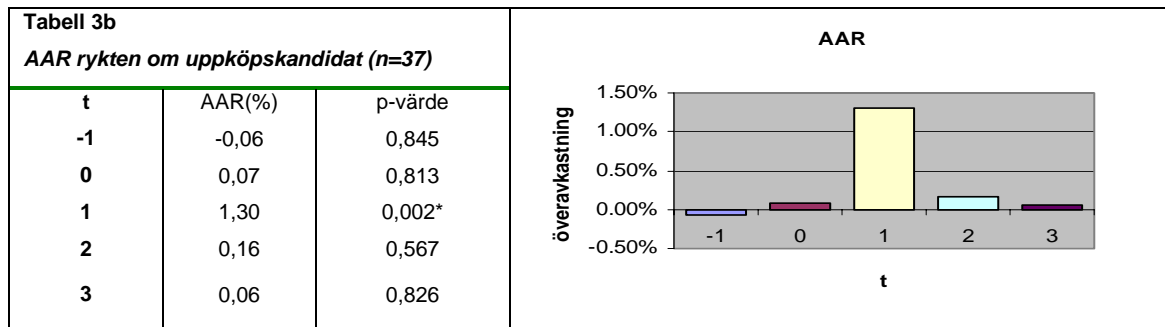
Nedan presenteras den genomsnittliga överavkastningen och dess p-värden, uppdelad efter de 5 olika rykteskategorierna som vi definierade i tidigare avsnitt.<sup>55</sup> Detta visar om någon av ryktesgrupperna genererar högre överavkastning än de övriga och därmed kan få företräde som handelsstrategi.

Tabell 3a			AAR
AAR Rykten med substans men utan tydlig riktning (n=62)			
t	AAR(%)	p-värde	överavkastning
-1	-0,50	0,017*	-0.25%
0	0,28	0,245	0.40%
1	0,17	0,428	0.23%
2	0,13	0,393	0.23%
3	-0,06	0,700	-0.06%

Tabell 3a visar den beräknade genomsnittliga överavkastningen för alla dagar inom händelsefönstret för de 62 observationer som ingick i kategorin *Rykten med substans men utan tydlig riktning*. P-värdet visar resultatet av t-testet för  $H_0: Ar=0$

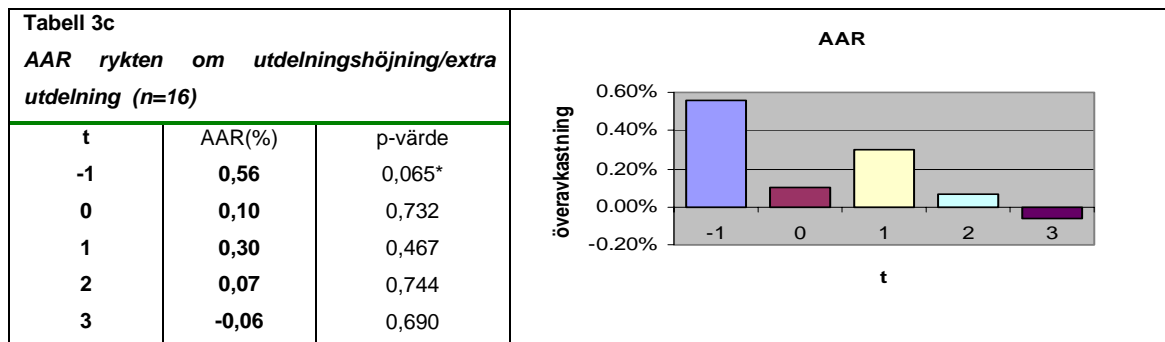
\* Statistiskt signifikant till 95 %

<sup>55</sup> Se Kapitel 4.1, steg 2



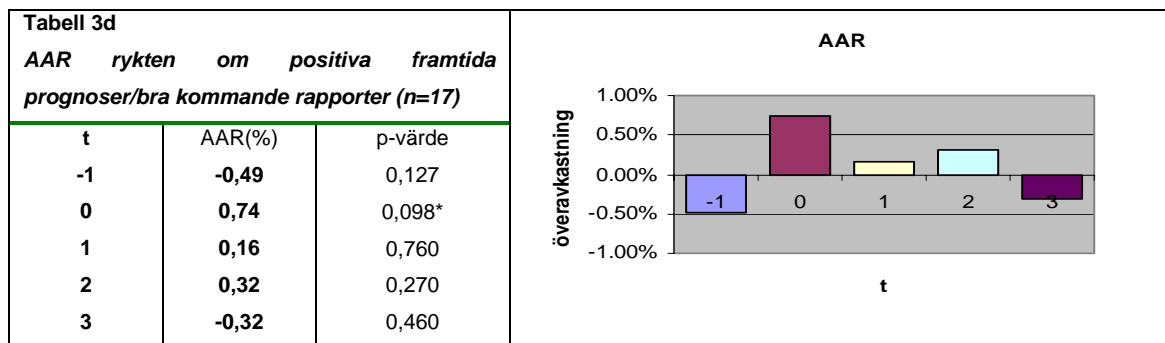
Tabell 3b visar den beräknade genomsnittliga överavkastningen för alla dagar inom händelsefönstret för de 37 observationer som ingick i kategorin *Rykten om uppköp*. P-värdet visar resultatet av t-testet för  $H_0: Ar=0$

\* Statistiskt signifikant till 99 %



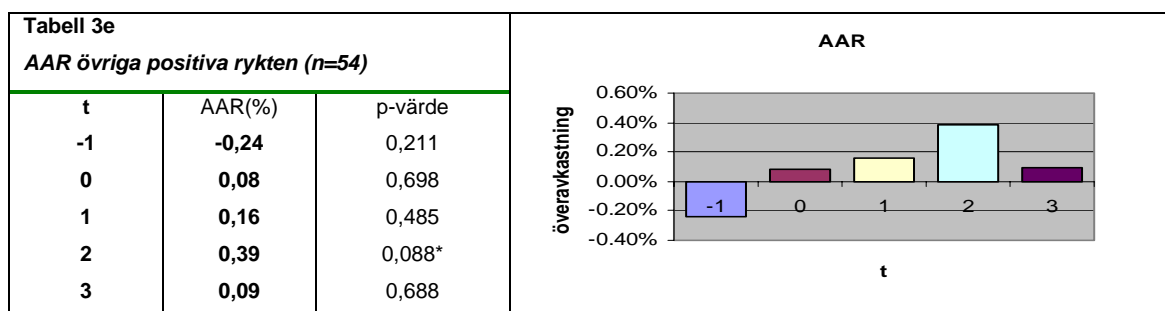
Tabell 3c visar den beräknade genomsnittliga överavkastningen för alla dagar inom händelsefönstret för de 16 observationer som ingick i kategorin *Rykten om utdelningshöjning/extrautdelning*. P-värdet visar resultatet av t-testet för  $H_0: Ar=0$

\* Statistiskt signifikant till 90 %



Tabell 3d visar den beräknade genomsnittliga överavkastningen för alla dagar inom händelsefönstret för de 17 observationer som ingick i kategorin *Rykten om positiva framtida prognoser/bra kommande rapporter*. P-värdet visar resultatet av t-testet för  $H_0: Ar=0$

\* Statistiskt signifikant till 90 %



Tabell 3e visar den beräknade genomsnittliga överavkastningen för alla dagar inom händelsefönstret för de 54 observationer som ingick i kategorin *Övriga positiva rykten*. P-värdet visar resultatet av t-testet för  $H_0: A_r=0$

\* Statistiskt signifikant till 90 %

### 5.2.2 Förtydligande av AAR för de olika undersökningskategorierna

Eftersom underkategorierna generellt är små så blir resultatet i de flesta fall inte signifikant och vi kan inte dra några generella slutsatser utifrån det. Men vi kan börja med att ta reda på vilka av ovanstående resultat som är statistiskt signifikanta.

- Rykten med substans, men utan riktning ger en genomsnittlig negativ överavkastning på -0,50 % dagen innan publicering. (Signifikant till 95 %)
- Rykten om uppköp ger en genomsnittlig överavkastning på 1,30 % dagen efter publicering. (Signifikant till 99 %)
- Rykten om utdelningshöjning eller extrautdelningar ger en genomsnittlig överavkastning på 0,56 % dagen innan publicering. (Signifikant till 90 %)
- Rykten om positiva framtida prognoser eller bra kommande rapporter ger en genomsnittlig överavkastning på 0,74 % på publiceringsdagen (Signifikant till 90 %)
- Övriga positiva rykten ger genomsnittlig överavkastning på 0,39 % två dagar efter publicering. (Signifikant till 90 %)

Det finns ingen anledning att misstänka att AAR-data är snedvriden då Kolmogorov-Smirnov testen visade att dataserien inte avviker signifikant från normalfördelning.<sup>56</sup>

### 5.2.3 Ackumulerade genomsnittliga överavkastningen (CAAR)

Nedan presenteras den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen och dess p-värde med publiceringsdatumet som periodens start, uppdelade efter de fem olika rykteskategorier som vi definierade i tidigare avsnitt.<sup>57</sup>

Tabell 4a		
CAAR Rykten med substans men utan tydlig riktning (n=62)		
t	CAAR(%)	p-värde
(0,0)	0,28	0,245
(0,1)	0,45	0,178
(0,2)	0,59	0,112
(0,3)	0,52	0,221

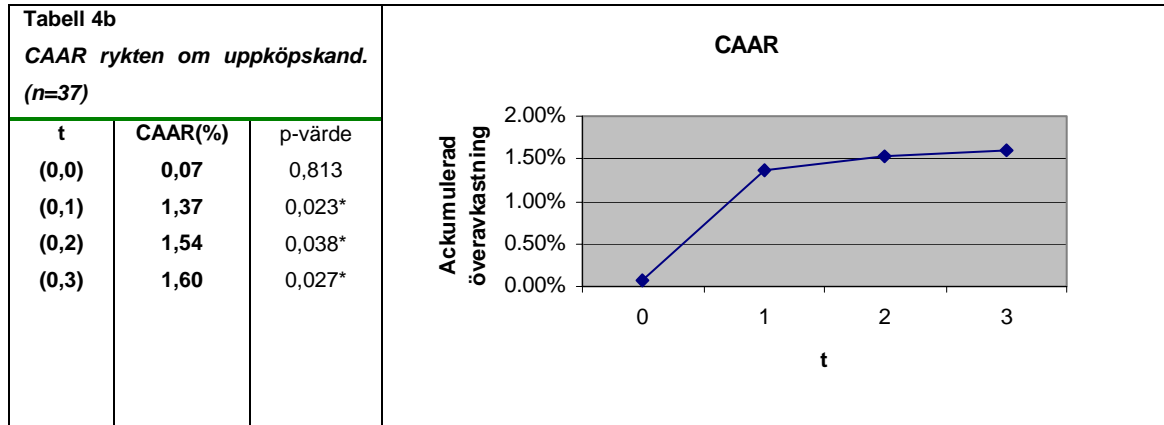
**CAAR**

t	CAAR(%)
0	0,28
1	0,45
2	0,59
3	0,52

Tabell 4a visar den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen för fyra perioder inom händelsefönstret, samtliga med start på dagen för publicering. Överavkastningen är baserad på de 62 observationer som ingick i kategorin *Rykten med substans men utan riktning*. P-värdet visar resultatet av t-testet för  $H_0: CAAR=0$

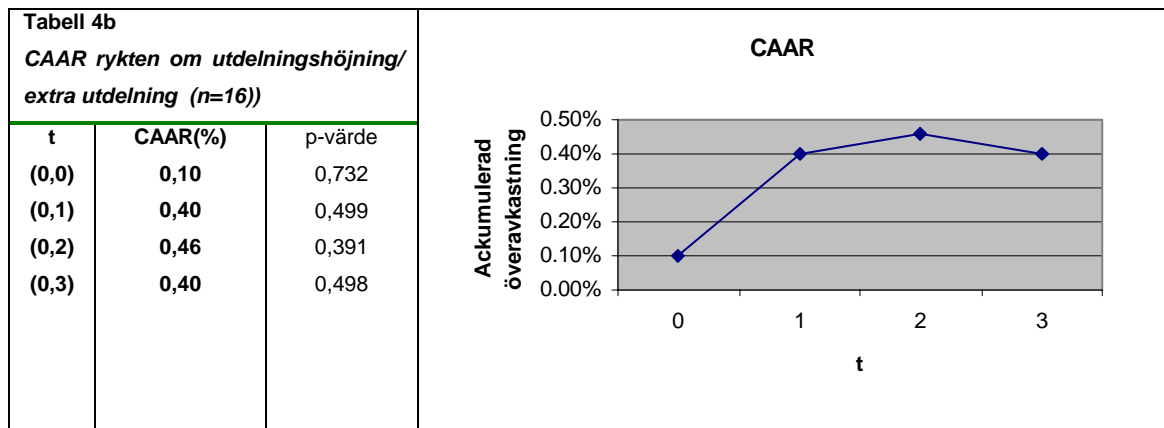
<sup>56</sup> Hjort, U (1989) "Statistisk slutledning I ekonomi och teknik", s 70f

<sup>57</sup> Se kapitel 4 Undersökningsmetod

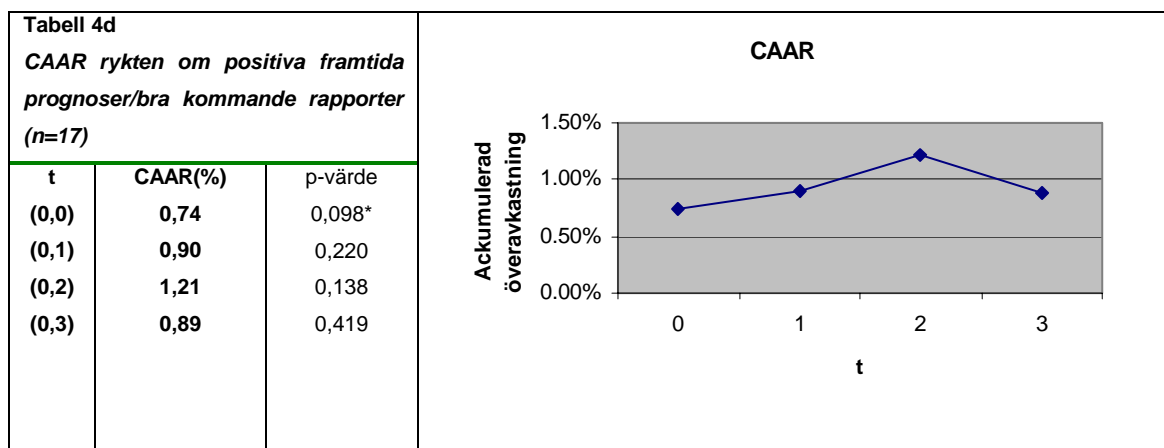


Tabell 4b visar den ackumulerad genomsnittliga överavkastningen för fyra dagar inom händelsefönstret, samtliga med start på dagen för publicering. Överavkastningen är baserad på de 37 observationer som ingick i kategorin *Rykten om uppköp*. P-värdet visar resultatet av t-testet för  $H_0$ : CAAR=0

\* Statistiskt signifikant till 95 %

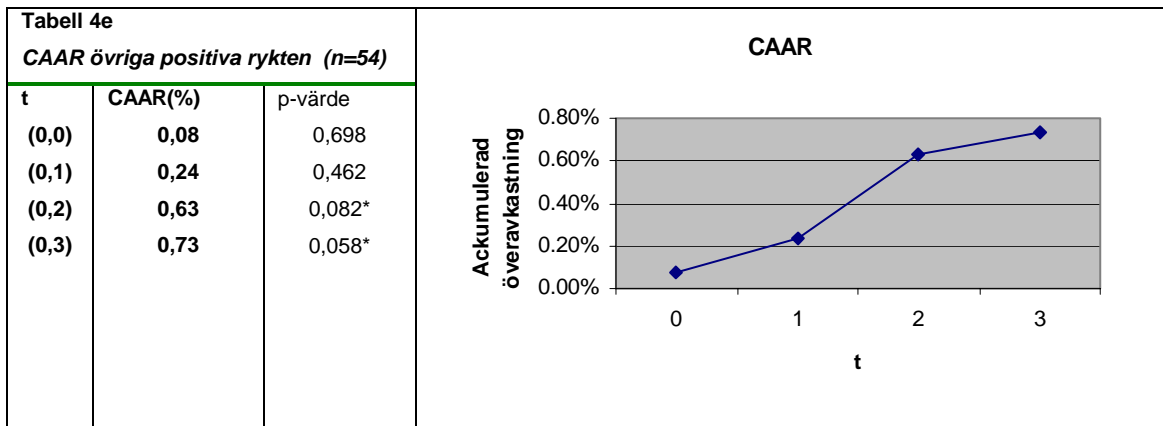


Tabell 4c visar den ackumulerad genomsnittliga överavkastningen för fyra dagar inom händelsefönstret, samtliga med start på dagen för publicering. Överavkastningen är baserad på de 16 observationer som ingick i kategorin *Rykten om utdelningshöjning eller extrautdelningar*. P-värdet visar resultatet av t-testet för  $H_0$ : CAAR=0



Tabell 4d visar den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen för fem olika perioder inom händelsefönstret, samtliga med start på dagen för publicering. Överavkastningen är baserad på de 17 observationer som ingick i kategorin *Rykten om positiva framtida prognoser/bra kommande rapporter*. P-värdet visar resultatet av t-testet för  $H_0$ : CAAR=0

\* Statistiskt signifikant till 90 %



Tabell 4e visar den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen för fyra olika dagar inom händelsefönstret, samtliga med start på dagen för publicering. Överavkastningen är baserad på de 54 observationer som ingick i kategorin *Övriga positiva rykten*. P-värdet visar resultatet av t-testet för  $H_0: CAAR=0$

\* Statistiskt signifikant till 90 %

En sammanfattning av CAAR för de fem olika kategorierna visar vi i diagrammet nedan:

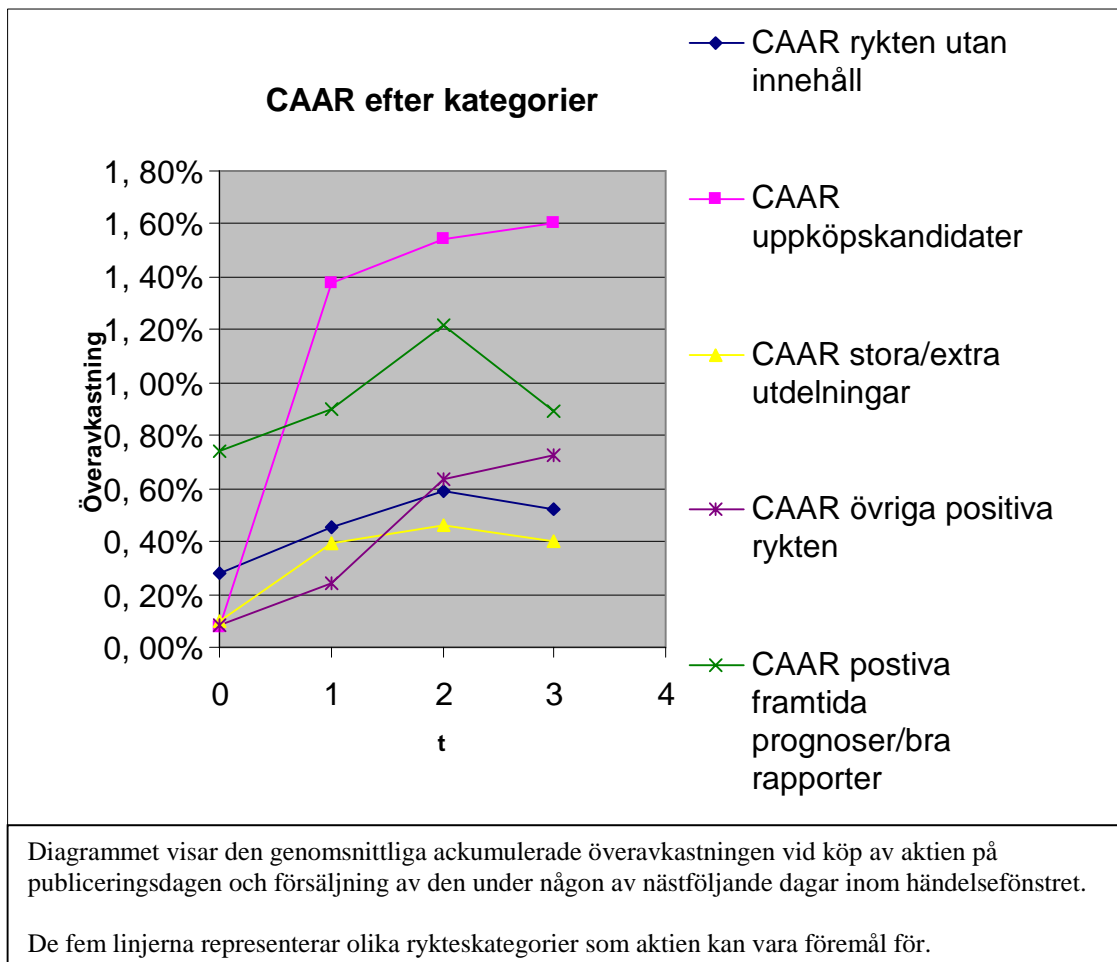


Diagramm 5.1 Samtliga CAAR

5.2.4 Förtydligande av CAAR för de olika undersökningskategorierna  
Eftersom underkategorierna generellt är små så blir resultatet i de flesta fall precis som i beräkningen av AAR inte signifikant. Men vi kan börja med att ta reda på vilka av ovanstående resultat som är intressanta att framhålla.

- Att ackumulera den genomsnittliga överavkastningen för rykteskategorin ”med substans men utan tydlig riktning” bidrar inte till en högre signifikans. Det finns inte tillräckligt med statistiskt stöd för att förkasta nollhypotesen ( $CAAR=0$ ) för någon av ovanstående perioder.
- Resultatet visar att i rykteskategorin ”rykten om uppköp” så är  $CAAR(0,1)$ ,  $CAAR(0,2)$  och  $CAAR(0,3)$  statistiskt skilda från 0 med 95 % signifikans.
- Att ackumulera den genomsnittliga överavkastningen för rykteskategorin ”utdelningshöjning” bidrar inte till en högre signifikans. Det finns inte tillräckligt med statistiskt stöd för att förkasta nollhypotesen ( $CAAR=0$ ) för någon av ovanstående perioder.
- I rykteskategorin ”positiva framtida prognoser” är  $CAAR = 0,74 \%$  för perioden (0,0) alltså samma som  $AAR(0)$ . Att ackumulera den genomsnittliga överavkastningen under fler dagar ger inget signifikant resultat.
- Att ackumulera den genomsnittliga överavkastningen för rykteskategorin ”övriga positiva rykten” bidrar inte till en högre signifikans. Det finns inte tillräckligt med statistiskt stöd för att förkasta nollhypotesen ( $CAAR=0$ ) för någon av ovanstående perioder.

En sammanställning av samtliga AAR och CAAR för de fem olika kategorierna presenteras i tabellen nedan:

**Tabell 5**  
**Sammanställning av genomsnittliga överavkastningar (AAR) och ackumulerade genomsnittliga överavkastningar (CAAR) fördelade efter rykteskategorier**

Dagar	Rykten med substans men utan riktning (n=62)	Rykten om uppköp (n=37)	Rykten om extra eller stora utdelningar (n=16)	Rykten om positiva framtida prognoser eller bra kommande rapporter (n=17)	Övriga positiva rykten (n=54)					
	AAR(%)	p-värde	AAR(%)	p-värde	AAR(%)	p-värde				
-1	<b>-0,50</b>	0,017**	<b>-0,06</b>	0,845	<b>0,56</b>	0,065*	<b>-0,49</b>	0,127	<b>-0,24</b>	0,211
0	<b>0,28</b>	0,245	<b>0,07</b>	0,813	<b>0,10</b>	0,732	<b>0,74</b>	0,098*	<b>0,08</b>	0,698
1	<b>0,17</b>	0,428	<b>1,30</b>	0,002***	<b>0,30</b>	0,467	<b>0,16</b>	0,760	<b>0,16</b>	0,485
2	<b>0,13</b>	0,393	<b>0,16</b>	0,567	<b>0,07</b>	0,744	<b>0,32</b>	0,270	<b>0,39</b>	0,088*
3	<b>-0,06</b>	0,700	<b>0,06</b>	0,826	<b>-0,06</b>	0,690	<b>-0,32</b>	0,460	<b>0,09</b>	0,688
	CAAR(%)	p-värde	CAAR(%)	p-värde	CAAR(%)	p-värde	CAAR(%)	p-värde	CAAR(%)	p-värde
(0,0)	<b>0,28</b>	0,245	<b>0,07</b>	0,813	<b>0,10</b>	0,732	<b>0,74</b>	0,098*	<b>0,08</b>	0,698
(0,1)	<b>0,45</b>	0,178	<b>1,37</b>	0,023**	<b>0,40</b>	0,499	<b>0,90</b>	0,220	<b>0,24</b>	0,462
(0,2)	<b>0,59</b>	0,112	<b>1,54</b>	0,038**	<b>0,46</b>	0,391	<b>1,21</b>	0,138	<b>0,63</b>	0,082*
(0,3)	<b>0,52</b>	0,221	<b>1,60</b>	0,027**	<b>0,40</b>	0,498	<b>0,89</b>	0,419	<b>0,73</b>	0,058*

Tabell 5d visar samtliga AAR och CAAR som ingår i undersökningen uppdelade efter olika rykteskategorier. P-värden visar resultat av t-testet för H<sub>0</sub>: AAR/CAAR = 0

\* Statistiskt signifikant till 90%

\*\* Statistiskt signifikant till 95%

\*\*\* Statistiskt signifikant till 99%



# Kapitel 6

# Analys

---

*I det här kapitlet analyserar vi resultatet av den statistiska mätningen samt gör en koppling till de tidigare gjorda studierna och de teorier vi presenterat i tidigare kapitel.*

## 6.1 Diskussion och analys

Bakgrunden till uppsatsen är det i finansiella sammanhang ständigt återkommande fenomenet ryktesspridning, i kombination med den i ekonomisk forskning ständiga önskan att identifiera källor till överavkastning. Det har på grund av ryktesfenomenets komplexa natur varit svårt att undersöka tidigare. I och med tillkomsten av ryktesspalter i affärstidskrifter liksom Affärsvärlden så har möjligheten öppnats att åtminstone kunna undersöka den del av ryktesfloran som återspeglas i tryckt form. Intresset har förstärkts av bristen på svensk forskning inom området. Då det har varit oklart om rykten av det slaget som finns i ryktesspalterna kan vara av gagn för den kortsiktige investeraren så har syftet med uppsatsen varit att undersöka aktiemarknadens reaktion vid publiceringen av dem. Vidare har om reaktionen är positiv, syftet varit att undersöka hur stor överavkastning dessa rykten genererar samt om några av de vanligast förekommande kategorierna av rykten har starkare effekt än andra.

- Vi har i likhet med Mathur & Waheed (1995) men till skillnad från Pound & Zeckhauser (1990) och Kiyamaz (2001) funnit att aktiemarknaden reagerar positivt på fördelaktiga rykten om man ser till dem som helhet. Överavkastning uppstår dagarna  $t_0$  till  $t_2$ . Resultatet är dock endast signifikant för dag  $t_1$  och  $t_2$  och överavkastningen de respektive dagarna är 0,4 % respektive 0,23 % . Dag  $t_0$  är överavkastningen 0,21 % men resultatet är inte signifikant varför vi inte kan förkasta nollhypotesen med säkerhet för dag  $t_0$ . Resultatet är anmärkningsvärt och antyder att marknaden är långt ifrån effektiv när det gäller att hantera rykten. Anledningen till det är långt ifrån givet men våra gissningar är att många av aktörerna på marknaden väljer att behandla rykten efter vad det är, obekräftad information och därför väljer att först undersöka den innan handling vidtas. Den förväntade reaktionen hade varit att högst överavkastning uppnås på dag  $t_0$  det vill säga på publiceringsdagen för att sedan minska de nästkommande dagarna, vilket ju är det vanliga vid till exempel aktierekommendationer.<sup>58</sup> I vårt fall visade alltså undersökningen att högst överavkastning uppnås dagen efter publicering. Uppenbarligen skall reaktionen på rykten med sitt speciella väsen, inte förväntas vara likadan som reaktionen på annan typ av information. På  $t_3$  viker överavkastningen nedåt vilket tyder på att den kortsiktiga effekten har sin pik på andra dagen efter publicering. Det är med andra ord oftast inte lönt att behålla aktien mer än till fredag för att uppnå maximal överavkastning om man vill utnyttja den kortsiktiga rykteseffekten.

---

<sup>58</sup> Dismorr P, Ingvarson D, Hammarbäck, P, (2005) "En jämförelse mellan Affärsvärldens och Veckans Affärers köprekommendationer"

- Vidare fann vi en negativ överavkastning dag  $t_1$  på -0.25 % vilket var oväntat och skiljer sig mycket från Kiyamaz (2001) vars resultat var positivt dagarna innan publicering och därmed gav anledning till en diskussion om eventuell insiderhandel, vilket i hans fall styrkte tesen om en starkt effektiv marknad. Vårt resultat är signifikant för  $t_1$  och att resultatet skiljer sig från ovan nämnda är kanske inte så märkvärdigt eftersom vår undersökning endast fångade en dag innan publicering. Om en rättvis jämförelse hade kunnat göras så hade vi behövt ett resultat från en längre period än dagen innan. Det är ju möjligt att insiderhandel förekommit längre tillbaka i tiden och att det är uppmärksammandet av ett avvikande beteende i en aktie som har föranlett reportrarnas intresse för företaget ifråga och därmed lett till att det hamnat i ryktesspalten. Därmed kan vi inte uttala oss säkert, men om det är så att ryktet inte föranlett handel i aktien innan publicering så är marknaden inte starkt effektiv och dessutom så befinner sig Affärsvärldens reportrar definitivt på ryktesfronten. Med det menar vi att löst prat från någon i tidskriftens nätverk mycket väl kan ha förvandlats till ett rykte i Affärsvärldens ryktesspalt och därmed har den inte kunnat vara föremål för insiderhandel då det varit en osanning från första början. Med andra ord kan det mycket väl vara så att Affärsvärldens ryktesspalt skapar rykten som inte finns, i alla fall inte förrän Affärsvärlden har uppfunnit dem.
- Vad gäller undersökningen om någon av de olika underkategorierna genererar en högre överavkastning än de andra så är de flesta resultaten inte statistiskt signifikanta vilket gör det svårt att dra några generella slutsatser. Men vi kan rangordna dem efter styrka för att åtminstone göra en inbördes jämförelse. Högst överavkastning ger *rykten om att företaget är en uppköpskandidat* med en pik på  $t_1$  med 1,3 % överavkastning. Det anmärkningsvärda är att det resultatet är signifikant till 99 % vid beräkning av AAR och dessutom signifikant till 95 % dag  $t_1$  till  $t_3$  vid beräkningen av CAAR. Detta borgar för att vi alla fall med säkerhet kan hävda att uppköpsrykten är den inbördes starkaste rykteskategorin, vilket inte direkt förvånar oss med tanke på börstendenserna de senaste åren då uppköpsrykten duggat tätt på marknaderna.<sup>59</sup> Detta stämmer till viss del även med teorin då undersökningar visat att det uppköpta företaget oftast köps med en premie på det initiala budet.<sup>60</sup> Rimligtvis bör det leda till att många investerare köper på sig aktier som omges av uppköpsrykten i hopp om att budet höjs över rådande pris på marknaden.
- Den kategori som hamnade näst bäst är *rykten om positiva framtidsprognoser*. Högst överavkastning uppnåddes  $t_0$  med 0,74 %. Observationerna var dock endast 17st. till antalet och resultatet är som vi hade misstänkt inte signifikant vare sig vid beräkning av AAR eller CAAR. Men att den indikerar ett gott resultat stämmer med teorin om aktievärdering. Rimligtvis kommer ett företag med goda framtidsutsikter eller starka kommande rapporter att värderas upp av marknaden.<sup>61</sup> Det visade sig i Kiyamaz (2001) undersökning att den här kategorin uppnådde högst överavkastning dagarna efter publicering. Faktum är att det var

---

<sup>59</sup> Dagens Industri, www.di.se, "Uppköpsrykten drev upp Europabörserna", 2007-05-23

<sup>60</sup> Se Kapitel 2.1 Aktievärdering

<sup>61</sup> Ibid

en av få kategorier med positiv överavkastning i hans studie vilket bidrog till att det inte förvånade oss att kategorin hamnade bland de bästa i vår undersökning.

- Den tredje bästa kategorin var *rykten om utdelningshöjning* alternativt extrautdelning. Den högsta överavkastningen inträffade dag  $t_{-1}$  med 0,56 % men resultatet är endast signifikant till 90 %. Inget av resultaten i kategorin var signifikant i tillräckligt hög grad för att kunna göra generella slutsatser men det var väntat att denna och de två ovan nämnda kategorierna skulle hamna i topp om man utgår från teorin. Hög utdelning attraherar många av aktörerna på marknaden. Att ha en strategi som utgår från hög direktavkastning har varit populärt sedan länge eftersom det anses begränsa risken i sämre börstider.<sup>62</sup> Möjligtvis hade vi väntat oss att den skulle hamna högre upp i jämförelsen mellan kategorierna. Att den inte gör det kan tyda på att utdelningarna till stor del redan prisats in av marknaden.
- På fjärde plats hamnar kategorin *övriga positiva rykten*. Högst överavkastning uppnåddes  $t_2$  med 0,38 % . Inte här heller var resultatet signifikant trots att urvalsgruppen bestod av ett relativt högt antal (54st.). Att resultatet inte är särskilt imponerande förvånar inte oss. Gruppen bestod av en blandning av kategorier vilka alla har det gemensamt att dess effekter inte teoretiskt kan bevisas vara positiva med säkerhet.<sup>63</sup> Det var till exempel ägarbyten eller ledningsbyten. Man kan misstänka att en större nyansering borde ha gjorts inom gruppen men i likhet med övriga tidigare undersökningar valde vi att inte göra det på grund av förmodan att kategorin skulle bli väldigt liten. Med facit i hand inser vi att kategorin blev så pass stor att vi mycket väl hade kunnat åstadkomma finare nyanseringar inom gruppen. Det får bli ett ämne för eventuell vidare forskning.
- På sista plats hamnar kategorin *rykten med innehåll men utan tydlig riktning*. Högst överavkastning uppnåddes  $t_0$  med 0,28 % . Ingen av resultaten var statistiskt signifikant trots att urvalsgruppen precis som ovan var stor (62st.). Den något kryptiska rubriceringen beror på att ryktesmakarna inte varit överrens och därmed har ryktet varit behäftat med konträra direktiv. Då det är omöjligt att säga vem som har rätt eller fel på förhand så kände vi oss i början frestade att utelämna kategorin. Anledningen att vi valde att ha den kvar är på grund av att innehållet i ryktet oftast var spektakulärt. Det visade sig också att dessa rykten många gånger var sanna på lång sikt vilket medfört en misstanke om att dessa dualistiska divergenser många gånger är fingerade av Affärsvärlden självt. Anledningen skulle kunna vara att skydda rykteslämnaren från obehag genom att få det att framstå som spekulationer och därmed inte starta en jakt efter ”läckan” på företaget i fråga. Detta är dock måste vi noga betona, endast spekulationer från vår sida men ett närmare studium och analys av denna intressanta kategori skulle kunna kasta ett större ljus över våra misstankar.

---

<sup>62</sup> Arnold G, (2002) ”Corporate Financial Management”, s851ff

<sup>63</sup> Se kapitel 2.1 Aktievärdering

## 6.2 Reflektion och brister

Med facit i hand har vi anledning att dryfta några element i resultatet. Vissa saker var helt klart oväntade och märkliga medan andra utföll som förväntat. Det som förbryllar mest är att den högsta genomsnittliga överavkastningen inträffade på dag  $t_1$ , det vill säga dagen efter publicering. Dessutom är det resultatet statistiskt signifikant till 99 %. Rimligtvis skulle det ha varit på  $t_0$  eller om marknaden varit starkt effektiv  $t-1$  vilket hade indikerat insiderhandel. Utan tvekan kan marknads effektivitet starkt ifrågasättas i detta fall. Indikationen är att marknaden inte ens är semistarkt effektiv. Resultatet av den kumulativa mätningen antyder att man skulle kunna ha en strategi som går ut på att köpa de aktier som omgärdas med positiva rykten på  $t_0$  och sälja dem på  $t_2$  och få en genomsnittlig överavkastning på 0,82 % vid varje tillfälle. Om vi utgår från att man lyckas med det vid varje nytt tillfälle som ryktesspalten publiceras, det vill säga 42 gånger per år<sup>64</sup> så åstadkommer man en överavkastning på 34,4 % per år.<sup>65</sup> Märk väl att överavkastning inte per automatik betyder positiv avkastning. Skulle index ha en negativ utveckling så skulle det kunna innebära att överavkastningen också är negativ, dock 0,82 % bättre än index. Invändas kan också att överavkastningen är relativt blygsam, vilket reser frågan om praktisk tillämpning. För att överavkastningen skall kunna utnyttjas av en kortsiktig investerare så måste residualen vara högre än transaktionskostnaden. I transaktionskostnaden måste hänsyn tas till inte enbart direkta kostnader som courtage och prenumeration på tidskriften utan även indirekta som tidsåtgång och alternativkostnad. Strategin är med andra ord långt ifrån säkerställt möjlig i praktiken.

En annan sak som förbryllade var att vi fann en negativ överavkastning på dag  $t-1$  vilket är särskilt förvånande då Mathur & Waheed (1995) och Kiyamaz (2001) båda fann positiv överavkastning dagarna innan publicering. Med anledning av det anser vi att det hade varit lämpligt att förlänga händelsefönstret några dagar bakåt för att se om det i själva verket existerar insiderhandel innan publicering. Tills vidare får vi nöja oss med de spekulationer kring fenomenet som vi gjorde i analysdelen gällande  $t-1$ .

För att peka på några brister som skulle kunna invändas mot resultatet förutom de vi påtalade i metodkapitlet kan nämnas att undersökningsgruppen starkt kom att präglas av bolag från de mindre listorna. Anledningen till det är helt enkelt att bolagen på mest omsatta listan i princip dagligen figurerar i olika nyhetssammanhang. Vilket ledde till att de oftast fick en oren<sup>66</sup> effekt på händelsefönstret och därmed klassades som bortfall. För att frågan om validitet inte skulle resas så utelämnades alla observationer som sammanträffade med andra nyheter om företaget i fråga. Bolagen på de mindre listorna är som bekant betydligt mindre bevakade än de på mest omsatta.

Valet av betavärdet spelade också starkt in på resultatet. Invändas kan att man skulle få ett annat resultat om betavärdet beräknades på en annan tidsperiod än våra 180 dagar. Anledningen till valet av 180 dagar är för att fånga ett aktuellt riskmått eftersom de standardvärden man brukar använda är baserade på 60 månaders beta och det finns stark anledning att misstänka att det värdet är inaktuellt. Med tanke på att undersökningen ville fånga kortsiktiga effekter så tycks valet av aktuellt betavärde logiskt.

<sup>64</sup> År 2006 publicerades 42 nr av Affärsvärlden.

<sup>65</sup>  $42 \cdot 0,82 = 34,44$

<sup>66</sup> Med oren menar vi att kausalitet inte kan fastställas om flera påverkande faktorer samtidigt inträffar inom händelsefönstret.

Något som skulle ge undersökningen mer tyngd är en studie av handelsvolymen i de berörda företagen för att ytterligare styrka kausaliteten mellan ryktesspalten och effekten på marknaden. Tiden möjliggjorde inte en sådan utvidgning av undersökningen men vi anser det vara ett mycket relevant objekt för analys och hade gärna sett det som ett föremål för vidare studier.

# Kapitel 7

# Slutsats

---

Här görs en kärnfull sammanfattning av analyskapitlet för att fastslå undersökningens resultat.

## 7.1 Slutsats

Sammanfattningsvis för att besvara de inledande forskningsfrågorna kan vi konstatera att de positiva rykten som figurerar i Affärsvärldens ryktesspalt *som grupp har en positiv effekt på aktiekursen*. Effekten är starkast dagen efter publicering vilket får betraktas som en anomali. Resultaten visar på en överavkastning på 0,82 % om man köper på publiceringsdagen och säljer två dagar senare. Den tredje dagen efter publicering viker överavkastningen nedåt vilket tyder på att den kortsiktiga effekten har sin pik på andra dagen efter publicering.

Vidare kunde vi konstatera då vi studerade de olika rykteskategorierna i detalj att *den rykteskategori som ger högst överavkastning är rykten om att företaget är en uppköpskandidat*. Näst efter följer rykten om positiva framtida prognoser och rykten om högre utdelning. Ingen av underkategorierna har en statistisk signifikans i någon större utsträckning om man utgår från genomsnittlig överavkastning per dag (AAR) varför generella rekommendationer inte kan ges med säkerhet. Dock kan man uppnå högst överavkastning om strategin är att köpa företag som omges av uppköpsrykten på dagen för ryktets publicering och sälja dessa tre dagar senare. Den kumulativa genomsnittliga överavkastningen blir då 1,60 % per tillfälle för en sådan strategi och resultatet är statistiskt signifikant till 95 % för alla dagar utom publiceringsdagen. *Med andra ord skall man köpa och behålla aktier som är föremål för uppköpsrykten tre dagar från de att ryktet publicerats för att man med statistisk säkerhet uppnår överavkastning på kort sikt.*

*Resultatet antyder att marknaden inte är fullt semistark* vilket kan bero på det moment av obekräftad information som är själva ryktets väsen. Därmed reagerar inte marknaden lika effektivt eller snarare snabbt på rykten som på bekräftad information.

## 7.2 Förslag till vidare forskning

Förutom ovan nämnda analys av handelsvolymen före och i samband med publicering av rykten, så skulle man också kunna göra en jämförelse mellan de åtminstone tre olika ryktesspalter som trycks i nuläget. Det skulle vara intressant att se om samma sorts rykten figurerar i de olika spalterna. Det skulle indikera att samma källor används av de olika affärstidningarna och skulle även kunna peka på att sanningshalten är högre i de rykten som återkommer på mer än ett ställe. Man skulle även kunna jämföra överavkastningen för de olika spalterna .

Vidare skulle en kvalitativ undersökning kunna göras för att undersöka hur marknadens aktörer ser på rykten och hur de agerar när de nås av dem. Det innebär inte att det måste

vara publicerade rykten En sådan undersökning tror vi skulle vara högst intressant då sådan forskning till vår kännedom inte gjorts i Sverige.

# Kapitel 8

## Källförteckning

---

### 8.1 Publicerade källor

Andrade, G., Mitchell M., Stafford E., (2001) "*New Evidence and Perspectives on Mergers*", The Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, No. 2, pp. 103-120.

Arnold, G., (2002), "*Corporate Financial Management*", Prentice Hall, 2 edition, pp. 603-652

Bell, J., (2006), "*Introduktion till forskningsmetodik*", Studentlitteratur

Chan K., Ikenberry D., Lee I., (2004), "*Economic Sources of gain in Stock Repurchase*", Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol 39, pp. 461-479

Dahmström, K., (2000), "*Från datainsamling till rapport*", Studentlitteratur, 3:e upplaga

Diefenback, R., (1972), "*How good is institutional brokerage research*", Financial Analyst Journal 28, pp. 54-60.

Fama, Eugene F., (1965), "*The behaviour of stock market prices*", The Journal of Business, January, pp. 34-106.

Fama, Eugene F., (1970), "*Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work*", The Journal of Finance, vol 25, nr 2, pp. 384-417.

Fama, Eugene F., (1991), "*Efficient Capital Markets:II*", The Journal of Finance, Vol 46, nr 5, pp. 1575-1617

Gordon, MJ., (1962), "*The investment, financing and valuation of the corporation*", Homewood.

Hausman D., McPherson M., (2001), "Ekonomisk teori och moralfilosofi", Studentlitteratur

Hjort, U., (1989), "*Statistisk slutledning I ekonomi och teknik*", Studentlitteratur

Hägg, Claes (1989) "*Värdering av aktier*", Studentlitteratur, 3:e upplaga



Kiyamaz, H. (2001), "*The effects of stock market rumors on stock prices: Evidence from an emerging market*", Journal of Multinational Financial Management, vol 11, pp. 105-115.

Körner, S, Wahlgren, L (2000), "*Statistisk data analys*", Studentlitteratur, tredje upplaga

Logue, D. Tuttle, D., (1973), "*Brokerage houses investment advises*", The Financial Review 8, pp. 38–54.

MacKinlay, G (1997), "*Event Studies in Economics and Finance*", Journal of Economic Literature, Vol. 35, March, pp. 13-39.

Mathur, I., Waheed, A., (1995), "*Stock price reactions to securities recommended in Business Week's inside Wall Street*". The Financial Review, vol 30, s 583-604.

Olve, Nils-Göran, (1988), "*Företag köper företag*", Mekanförbundets förlag

Pound, J., Zeckhauser R., (1990), "*Clearly heard in the street: The effect of takeover rumors on stock prices*", Journal of Buisness, vol 63, nr 3, s 291-308.

Schindler, M., (2007) "*Rumours in Financial Markets*" ~~XXXXXX~~ pp 1-24

Thurén, T., (2004), "*Vetenskapsteori för nybörjare*", Torsten Thurén och Liber AB

Wallén, G., (1993), "*Vetenskapsteori och forskningsmetodik*", Studentlitteratur

Warner, J., Watts, R., and K. Wruck, (1988), "*Stock prices and top management Changes*", Journal of Financial Economics, Vol. 20, pp. 461-492.

## Uppsatser

Axelsson F., Johansson L., (2005), "*Optionsprogram till Företagsledning*", Kandidatuppsats, Lunds Universitet

Dismorr P., Ingvarson D., Hammarbäck, P., (2005), "*En jämförelse mellan Affärsvärldens och Veckans Affärers köprekommendationer*", Kandidatuppsats, Lunds Universitet

Gravlund K., Hammer M., Stiernstedt E., (2005), "*Utländska förvärvares påverkan på budpremiern*", Kandidatuppsats, Lunds Universitet

## 8.2 Lagar

SFS 1949:105, "*Tryckfrihetsförordning (1949:105)*", SFS-författning i Svensk Lagsamling

SFS 2005:377, "Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument", SFS-författning i Svensk Lagsamling

### 8.3 Affärstidningar

Affärsvärlden 2004, april-dec

Affärsvärlden 2005, samtliga nummer

Affärsvärlden 2006, samtliga nummer

Affärsvärlden 2007, samtliga nummer fram till 14 april

### 8.4 Elektroniska källor

Affärsvärlden, [www.affarsvarlden.se](http://www.affarsvarlden.se), artikeln skriven av redaktionen, "Bästa året för börsgolvet", senast besökt 2007-05-23

Affärsvärlden, [www.affarsvarlden.se](http://www.affarsvarlden.se), artikeln skriven av Thomas Peterssohn, "Rör inte våra rykten", senast besökt 2007-05-10

Dagens Industri, [www.di.se](http://www.di.se), artikeln skriven av nyhetsbyrån Direkt, "Uppköpsrykten drev upp Europabörserna", senast besökt 2007-05-23

Dagens Industri, [www.di.se](http://www.di.se), artikeln skriven av Bengt Olsson, "Uppköpsbud väntas på Volvo", senast besökt 2007-05-23

Dagens Industri, [www.di.se](http://www.di.se), artikeln skriven av Linda Örhn, "Cevianmannen är häktad i insiderhärvan", senast besökt 2007-05-21

Times Online, [www.business.timesonline.co.uk](http://www.business.timesonline.co.uk), artikeln skriven av Steve Hawkes, "Second insider trading case rocks Morgan Stanley", senast besökt 2007-05-21

The Oxford American Dictionary of Current English, [www.oxfordreference.com](http://www.oxfordreference.com), ord: rumor, senast besökt 2007-04-25

### 8.4 Företagsinterna Källor

Thomson Financial Datastream

Reuters

## 8.5 Muntliga Källor

Telefonintervju med Jon Åsberg, chefsredaktör Affärsvärlden, samtal 2007-04-12

## 8.6 Orefererade källor

Gårdängen, Maria,Handledning, Universitetslektor, Företagsekonomiska Institutionen, Lund

Rienecker, Lottie., Stray Jørgensen, Peter (2000), *"Att skriva en bra uppsats"*, Liber

# Bilagor

---

## Bilaga 1: Sammanställning av teststatistiken för AAR och CAAR utan kategoriuppdelning.

### AAR; One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Samtliga rykten t=-1	-2,104	185	,037	-,0024613	-,004769	-,000154
Samtliga rykten t=0	1,650	185	,101	,0020882	-,000408	,004585
Samtliga rykten t=1	2,880	185	,004	,0040032	,001261	,006745
Samtliga rykten t=2	2,154	185	,032	,0022747	,000192	,004358
Samtliga rykten t=3	-,155	185	,877	-,0001726	-,002364	,002019

### CAAR: One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Samtliga rykten t=0	1,650	185	,101	,0020882	-,000408	,004585
Samtliga rykten t=1	3,018	185	,003	,0060995	,002112	,010087
Samtliga rykten t=2	3,651	185	,000	,0083720	,003848	,012896
Samtliga rykten t=3	3,286	185	,001	,0081962	,003275	,013118

## Bilaga 2a: Sammanställning av teststatistiken för AAR för varje rykteskategori för sig.

### AAR: One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Rykten med substans men utan riktning t-1	-2,450	61	,017	-,0049774	-,009040	-,000915
Rykten med substans men utan riktning t0	1,173	61	,245	,0028226	-,001988	,007633
Rykten med substans men utan riktning t1	,797	61	,428	,0016968	-,002559	,005952
Rykten med substans men utan riktning t2	,861	61	,393	,0013468	-,001783	,004476
Rykten med substans men utan riktning t3	-,387	61	,700	-,0006484	-,004000	,002704
Rykten om uppköp t-1	-,197	36	,845	-,0006541	-,007401	,006093
Rykten om uppköp t0	,238	36	,813	,0007432	-,005598	,007085
Rykten om uppköp t1	3,294	36	,002	,0129919	,004994	,020990
Rykten om uppköp t2	,577	36	,567	,0016541	-,004156	,007464
Rykten om uppköp t3	,222	36	,826	,0006297	-,005130	,006389
Rykten om stor/extra utdelning t-1	1,990	15	,065	,0056438	-,000400	,011688
Rykten om stor/extra utdelning t0	,349	15	,732	,0009750	-,004982	,006932
Rykten om stor/extra utdelning t1	,746	15	,467	,0029750	-,005522	,011472
Rykten om stor/extra utdelning t2	,333	15	,744	,0006688	-,003617	,004955
Rykten om stor/extra utdelning t3	-,407	15	,690	-,0006438	-,004018	,002730
Positiva framtida prognoser/Bra kommande rapporter t-1	-1,612	16	,127	-,0049235	-,011400	,001553
Positiva framtida prognoser/Bra kommande rapporter t0	1,756	16	,098	,0074000	-,001535	,016335
Positiva framtida prognoser/Bra kommande rapporter t1	,310	16	,760	,0015588	-,009089	,012206
Positiva framtida prognoser/Bra kommande rapporter t2	1,141	16	,270	,0032059	-,002748	,009160
Positiva framtida prognoser/Bra kommande rapporter t3	-,757	16	,460	-,0032412	-,012316	,005834
Övriga positiva rykten t-1	-1,267	53	,211	-,0024370	-,006294	,001420
Övriga positiva rykten t-1	,390	53	,698	,0008241	-,003418	,005067

*Bilagor*

Övriga postiva rykten t-1	,704	53	,485	,0015667	-,002898	,006031
Övriga postiva rykten t-1	1,738	53	,088	,0039481	-,000609	,008505
Övriga postiva rykten t-1	,403	53	,688	,0009296	-,003696	,005555

## Bilaga 2b: Kolmogorov-Smirnov test för AAR-datan för varje kategori för sig.

### One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test: Rykten med substans men utan riktning

		Rykten med substans men utan riktning t-1	Rykten med substans men utan riktning t0	Rykten med substans men utan riktning t1	Rykten med substans men utan riktning t2	Rykten med substans men utan riktning t3
N		62	62	62	62	62
Normal Parameters(a,b)	Mean	-,004977	,002823	,001697	,001347	-,000648
	Std. Deviation	,0159964	,0189411	,0167577	,0123224	,0131997
Most Extreme Differences	Absolute	,090	,163	,122	,074	,063
	Positive	,090	,163	,122	,063	,063
	Negative	-,080	-,077	-,111	-,074	-,036
Kolmogorov-Smirnov Z		,705	1,285	,963	,583	,496
Asymp. Sig. (2-tailed)		,703	,074	,311	,886	,967

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

### One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test: Rykten om uppköp

		Rykten om uppköp t-1	Rykten om uppköp t0	Rykten om uppköp t1	Rykten om uppköp t2	Rykten om uppköp t3
N		37	37	37	37	37
Normal Parameters(a,b)	Mean	-,000654	,000743	,012992	,001654	,000630
	Std. Deviation	,0202350	,0190193	,0239891	,0174251	,0172739
Most Extreme Differences	Absolute	,116	,126	,168	,077	,101
	Positive	,116	,126	,168	,077	,101
	Negative	-,102	-,079	-,099	-,073	-,068
Kolmogorov-Smirnov Z		,704	,766	1,019	,465	,611
Asymp. Sig. (2-tailed)		,705	,601	,250	,982	,849

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

### One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test: Rykten om stor eller extra utdelning

		Rykten om stor/extra utdelning t-1	Rykten om stor/extra utdelning t0	Rykten om stor/extra utdelning t1	Rykten om stor/extra utdelning t2	Rykten om stor/extra utdelning t3
N		16	16	16	16	16
Normal Parameters(a,b)	Mean	,005644	,000975	,002975	,000669	-,000644
	Std. Deviation	,0113422	,0111798	,0159451	,0080433	,0063317
Most Extreme Differences	Absolute	,171	,090	,227	,177	,088
	Positive	,162	,080	,227	,149	,077
	Negative	-,171	-,090	-,141	-,177	-,088
Kolmogorov-Smirnov Z		,682	,361	,910	,706	,351
Asymp. Sig. (2-tailed)		,740	,999	,379	,701	1,000

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test: Rykten om positiva framtida prognoser/ bra kommande rapporter**

		Positiva framtida prognoser/Bra kommande rapporter t-1	Positiva framtida prognoser/Bra kommande rapporter t0	Positiva framtida prognoser/Bra kommande rapporter t1	Positiva framtida prognoser/Bra kommande rapporter t2	Positiva framtida prognoser/Bra kommande rapporter t3
N		17	17	17	17	17
Normal Parameters(a,b)	Mean	-,004924	,007400	,001559	,003206	-,003241
	Std. Deviation	,0125963	,0173774	,0207087	,0115802	,0176500
Most Extreme Differences	Absolute	,103	,231	,233	,123	,185
	Positive	,093	,231	,201	,123	,183
	Negative	-,103	-,191	-,233	-,099	-,185
Kolmogorov-Smirnov Z		,423	,954	,960	,507	,762
Asymp. Sig. (2-tailed)		,994	,323	,316	,960	,607

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test: Övriga Positiva rykten**

		Övriga postiva rykten t-1	Övriga postiva rykten t-1	Övriga postiva rykten t-1	Övriga postiva rykten t-1	Övriga postiva rykten t-1
N		54	54	54	54	54
Normal Parameters(a,b)	Mean	-,002437	,000824	,001567	,003948	,000930
	Std. Deviation	,0141309	,0155434	,0163578	,0166968	,0169466
Most Extreme Differences	Absolute	,091	,091	,118	,161	,082
	Positive	,091	,091	,118	,161	,079
	Negative	-,060	-,046	-,099	-,103	-,082
Kolmogorov-Smirnov Z		,668	,668	,868	1,180	,603
Asymp. Sig. (2-tailed)		,763	,763	,439	,124	,860

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.



### Bilaga 3a: Sammanställning av teststatistiken för CAAR för varje rykteskategori för sig.

#### CAAR: One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Rykten med substans men utan riktning t0	1,173	61	,245	,0028226	-,001988	,007633
Rykten med substans men utan riktning t1	1,363	61	,178	,0045258	-,002115	,011167
Rykten med substans men utan riktning t2	1,610	61	,112	,0058661	-,001418	,013150
Rykten med substans men utan riktning t3	1,237	61	,221	,0052177	-,003214	,013649
Rykten om uppköp t0	,238	36	,813	,0007432	-,005598	,007085
Rykten om uppköp t1	2,383	36	,023	,0137432	,002047	,025439
Rykten om uppköp t2	2,155	36	,038	,0154054	,000908	,029903
Rykten om uppköp t3	2,312	36	,027	,0160351	,001970	,030101
Rykten om stor/extra utdelning t0	,349	15	,732	,0009750	-,004982	,006932
Rykten om stor/extra utdelning t1	,693	15	,499	,0039500	-,008194	,016094
Rykten om stor/extra utdelning t2	,883	15	,391	,0046250	-,006543	,015793
Rykten om stor/extra utdelning t3	,694	15	,498	,0039875	-,008263	,016238
Positiva framtida prognoser/Bra kommande rapporter t0	1,756	16	,098	,0074000	-,001535	,016335
Positiva framtida prognoser/Bra kommande rapporter t1	1,276	16	,220	,0089824	-,005941	,023906
Positiva framtida prognoser/Bra kommande rapporter t2	1,561	16	,138	,0121765	-,004358	,028711
Positiva framtida prognoser/Bra kommande rapporter t3	,829	16	,419	,0089176	-,013892	,031727
Övriga postiva rykten t-1	,390	53	,698	,0008241	-,003418	,005067
Övriga postiva rykten t-1	,740	53	,462	,0023981	-,004099	,008896
Övriga postiva rykten t-1	1,772	53	,082	,0063426	-,000836	,013521
Övriga postiva rykten t-1	1,937	53	,058	,0072648	-,000257	,014787

### Bilaga 3b: Kolmogorov-Smirnov test för CAAR-datan för varje kategori för sig.

#### One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test: Rykten med substans men utan riktning

	Rykten med substans men utan riktning t0	Rykten med substans men utan riktning t1	Rykten med substans men utan riktning t2	Rykten med substans men utan riktning t3
N	62	62	62	62
Normal Parameters(a,b) Mean	,002823	,004526	,005866	,005218
Std. Deviation	,0189411	,0261512	,0286816	,0332015
Most Extreme Differences Absolute	,163	,106	,156	,138
Positive	,163	,106	,156	,138
Negative	-,077	-,071	-,087	-,127
Kolmogorov-Smirnov Z	1,285	,835	1,230	1,083
Asymp. Sig. (2-tailed)	,074	,489	,097	,191

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

#### One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test: Rykten om uppköp

	Rykten om uppköp t0	Rykten om uppköp t1	Rykten om uppköp t2	Rykten om uppköp t3
N	37	37	37	37
Normal Parameters(a,b) Mean	,000743	,013743	,015405	,016035
Std. Deviation	,0190193	,0350788	,0434820	,0421862
Most Extreme Differences Absolute	,126	,139	,163	,167
Positive	,126	,139	,163	,167
Negative	-,079	-,115	-,122	-,087
Kolmogorov-Smirnov Z	,766	,847	,989	1,015
Asymp. Sig. (2-tailed)	,601	,469	,282	,254

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test: Rykten om stor eller extra utdelning**

		Rykten om stor/extra utdelning t0	Rykten om stor/extra utdelning t1	Rykten om stor/extra utdelning t2	Rykten om stor/extra utdelning t3
N		16	16	16	16
Normal Parameters(a,b)	Mean	,000975	,003950	,004625	,003988
	Std. Deviation	,0111798	,0227901	,0209579	,0229893
Most Extreme Differences	Absolute	,090	,139	,179	,198
	Positive	,080	,139	,179	,157
	Negative	-,090	-,113	-,138	-,198
Kolmogorov-Smirnov Z		,361	,558	,717	,790
Asymp. Sig. (2-tailed)		,999	,915	,683	,560

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test: Positiva framtida prognoser/Bra kommande rapporter**

		Positiva framtida prognoser/Bra kommande rapporter t0	Positiva framtida prognoser/Bra kommande rapporter t1	Positiva framtida prognoser/Bra kommande rapporter t2	Positiva framtida prognoser/Bra kommande rapporter t3
N		17	17	17	17
Normal Parameters(a,b)	Mean	,007400	,008982	,012176	,008918
	Std. Deviation	,0173774	,0290260	,0321590	,0443636
Most Extreme Differences	Absolute	,231	,186	,163	,172
	Positive	,231	,087	,117	,110
	Negative	-,191	-,186	-,163	-,172
Kolmogorov-Smirnov Z		,954	,766	,672	,711
Asymp. Sig. (2-tailed)		,323	,601	,757	,692

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test: Övriga positiva rykten**

		Övriga positiva rykten t0	Övriga positiva rykten t1	Övriga positiva rykten t2	Övriga positiva rykten t3
N		54	54	54	54
Normal Parameters(a,b)	Mean	,000824	,002398	,006343	,007265
	Std. Deviation	,0155434	,0238053	,0262991	,0275583
Most Extreme Differences	Absolute	,091	,095	,056	,105
	Positive	,091	,095	,053	,105
	Negative	-,046	-,077	-,056	-,054
Kolmogorov-Smirnov Z		,668	,699	,410	,771
Asymp. Sig. (2-tailed)		,763	,713	,996	,593

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

## Bilaga 4: Rykten som ingick i undersökningen

<b>Nö</b>	<b>Datum</b>	<b>Bolag</b>	<b>Typ av rykte</b>	<b>Händelsefönstrets start</b>	<b>Händelsefönstrets slut</b>
1	2007/04/04	Tradedoubler	0	2007/04/03	2007/04/11
2	2007/04/04	Itab shop conc.	4	2007/04/03	2007/04/11
3	2007/03/28	Scania	0	2007/03/27	2007/04/02
4	2007/03/28	Academedia	4	2007/03/27	2007/04/02
5	2007/03/21	Sandvik	0	2007/03/20	2007/03/26
6	2007/03/21	Semcon	1	2007/03/20	2007/03/26
7	2007/03/21	Telelogic	1	2007/03/20	2007/03/26
8	2007/03/21	Tradedoubler	1	2007/03/20	2007/03/26
9	2007/03/21	Nobia	4	2007/03/20	2007/03/26
10	2007/03/14	Cybercom	2	2007/03/13	2007/03/19
11	2007/03/14	Unibet	3	2007/03/13	2007/03/19
12	2007/02/14	Teligent	4	2007/02/13	2007/02/19
13	2007/02/07	Haldex	3	2007/02/06	2007/02/12
14	2007/02/07	Lindab	3	2007/02/06	2007/02/12
15	2007/02/07	Ångpannan	4	2007/02/06	2007/02/12
16	2007/01/31	Betsson	3	2007/01/30	2007/02/05
17	2007/01/31	Transatlantic	3	2007/01/30	2007/02/05
18	2007/01/31	Cybercom	4	2007/01/30	2007/02/05
19	2007/01/24	Skanditek	4	2007/01/23	2007/01/29
20	2007/01/17	Höganäs	1	2007/01/16	2007/01/22
21	2007/01/17	Skanska	2	2007/01/16	2007/01/22
22	2007/01/17	Q-med	4	2007/01/16	2007/01/22
23	2006/12/13	Trelleborg	4	2006/12/12	2006/12/18
24	2006/12/06	Bilia	4	2006/12/05	2006/12/11
25	2006/11/29	Connecta	1	2006/11/28	2006/12/04
26	2006/11/29	IFS	1	2006/11/28	2006/12/04
27	2006/11/22	Kinnevik	0	2006/11/21	2006/11/27
28	2006/11/22	Cashguard	4	2006/11/21	2006/11/27
29	2006/11/15	Observer	0	2006/11/14	2006/11/20
30	2006/11/15	Mekonomen	2	2006/11/14	2006/11/20
31	2006/11/15	Kapp-Ahl	4	2006/11/14	2006/11/20
32	2006/11/08	Tieto Enator	0	2006/11/07	2006/11/13
33	2006/11/08	Protect Data	1	2006/11/07	2006/11/13
34	2006/10/25	Securitas Direct	1	2006/10/24	2006/10/30
35	2006/10/11	Beijer Alma	4	2006/10/10	2006/10/16
36	2006/09/27	Hufvudstaden	0	2006/09/26	2006/10/02
37	2006/09/20	Opcon	0	2006/09/19	2006/09/25
38	2006/09/20	Swedbank	1	2006/09/19	2006/09/25
39	2006/09/20	Netonnet	4	2006/09/19	2006/09/25
40	2006/09/13	Elektronikgrupp.	1	2006/09/12	2006/09/18
41	2006/09/06	Telia Sonera	0	2006/09/05	2006/09/11
42	2006/08/30	Cybercom	1	2006/08/29	2006/09/04
43	2006/08/30	Modul 1	1	2006/08/29	2006/09/04
44	2006/08/30	OMX	1	2006/08/29	2006/09/04
45	2006/08/23	Kinnevik	0	2006/08/22	2006/08/28
46	2006/08/16	Multiq	0	2006/08/15	2006/08/21
47	2006/08/16	Q-Med	1	2006/08/15	2006/08/21
48	2006/06/14	Höganäs	1	2006/06/13	2006/06/19
49	2006/06/07	Capio	0	2006/06/05	2006/06/12
50	2006/06/07	Haldex	1	2006/06/05	2006/06/12

Bilagor

51	2006/06/07	Poolia	4	2006/06/05	2006/06/12
52	2006/06/07	Telelogic	4	2006/06/05	2006/06/12
53	2006/05/31	Mekonomen	1	2006/05/30	2006/06/05
54	2006/05/31	Fagerhult	3	2006/05/30	2006/06/05
55	2006/05/24	Axfood	4	2006/05/23	2006/05/30
56	2006/05/17	Ballingslöv	3	2006/05/16	2006/05/22
57	2006/05/10	Scribona	0	2006/05/09	2006/05/15
58	2006/05/03	Elektronikgrupp.	0	2006/05/02	2006/05/08
59	2006/05/03	Q-Med	1	2006/05/02	2006/05/08
60	2006/05/03	Nefab	4	2006/05/02	2006/05/08
61	2006/04/12	Cardo	4	2006/04/11	2006/04/19
62	2006/04/12	Cybercom	4	2006/04/11	2006/04/19
63	2006/04/05	Teleca	1	2006/04/04	2006/04/10
64	2006/03/29	Teleca	4	2006/03/28	2006/04/03
65	2006/03/22	Fagerhult	4	2006/03/21	2006/03/27
66	2006/03/15	Kinnevik	4	2006/03/14	2006/03/20
67	2006/03/08	Metro	3	2006/03/07	2006/03/13
68	2006/03/08	Teleca	4	2006/03/07	2006/03/13
69	2006/03/01	Ratos	0	2006/02/28	2006/03/06
70	2006/03/01	Biacore	1	2006/02/28	2006/03/06
71	2006/02/22	Munters	0	2006/02/21	2006/02/27
72	2006/02/08	Hagströmer ..	1	2006/02/07	2006/02/13
73	2006/01/25	Gambro	1	2006/01/24	2006/01/30
74	2006/01/25	MTG	2	2006/01/24	2006/01/30
75	2006/01/25	Transcom	2	2006/01/24	2006/01/30
76	2006/01/18	Modul 1	0	2006/01/17	2006/01/23
77	2006/01/18	Addnode	4	2006/01/17	2006/01/23
78	2005/12/14	IBS	1	2005/12/13	2005/12/19
79	2005/11/30	Connecta	2	2005/11/29	2005/12/05
80	2005/11/30	Höganäs	2	2005/11/29	2005/12/05
81	2005/11/30	Assa Abloy	3	2005/11/29	2005/12/05
82	2005/11/16	Bure	4	2005/11/15	2005/11/21
83	2005/11/09	Scribona	0	2005/11/08	2005/11/14
84	2005/11/09	Westergyllen	0	2005/11/08	2005/11/14
85	2005/11/09	Cybercom	4	2005/11/08	2005/11/14
86	2005/10/26	JM	2	2005/10/25	2005/10/31
87	2005/10/19	Investor	0	2005/10/18	2005/10/24
88	2005/10/19	Munters	0	2005/10/18	2005/10/24
89	2005/10/12	Handelsbanken	0	2005/10/11	2005/10/17
90	2005/10/05	Wedins	0	2005/10/04	2005/10/10
91	2005/09/28	Haldex	3	2005/09/27	2005/10/03
92	2005/09/21	Bure	4	2005/09/20	2005/09/26
93	2005/09/21	Industrivärden	4	2005/09/20	2005/09/26
94	2005/09/21	Skanditek	4	2005/09/20	2005/09/26
95	2005/09/14	Fenix Outdoor	0	2005/09/13	2005/09/19
96	2005/09/14	MTG	4	2005/09/13	2005/09/19
97	2005/09/07	Lindex	2	2005/09/06	2005/09/12
98	2005/09/07	Mekonomen	4	2005/09/06	2005/09/12
99	2005/08/31	Investor	0	2005/08/30	2005/09/05
100	2005/08/31	Nolato	0	2005/08/30	2005/09/05
101	2005/08/24	Industrivärden	0	2005/08/23	2005/08/29
102	2005/08/24	Lundbergs	0	2005/08/23	2005/08/29
103	2005/08/24	Biacore	1	2005/08/23	2005/08/29
104	2005/08/24	Ticket	4	2005/08/23	2005/08/29

Bilagor

105	2005/06/22	Electrolux	4	2005/06/21	2005/06/28
106	2005/06/15	Handelsbanken	0	2005/06/14	2005/06/20
107	2005/06/01	Electrolux	0	2005/05/31	2005/06/07
108	2005/05/25	Ecovision	0	2005/05/24	2005/05/30
109	2005/05/25	Modul 1	0	2005/05/24	2005/05/30
110	2005/05/25	Resco	0	2005/05/24	2005/05/30
111	2005/05/25	Intentia	1	2005/05/24	2005/05/30
112	2005/05/11	Alfa Laval	4	2005/05/10	2005/05/16
113	2005/05/04	Alfa Laval	0	2005/05/03	2005/05/10
114	2005/05/04	Ångpannan	4	2005/05/03	2005/05/10
115	2005/05/04	Semcon	4	2005/05/03	2005/05/10
116	2005/05/04	Sweco	4	2005/05/03	2005/05/10
117	2005/04/27	Cloetta Fazer	0	2005/04/26	2005/05/02
118	2005/04/27	Industrivärden	3	2005/04/26	2005/05/02
119	2005/04/20	Billerud	1	2005/04/19	2005/04/25
120	2005/04/06	Handelsbanken	0	2005/04/05	2005/04/11
121	2005/04/06	IFS	0	2005/04/05	2005/04/11
122	2005/03/23	Cardo	0	2005/03/22	2005/03/30
123	2005/03/23	ProfFice	0	2005/03/22	2005/03/30
124	2005/03/23	Studsvik	3	2005/03/22	2005/03/30
125	2005/03/16	Telelogic	3	2005/03/15	2005/03/21
126	2005/03/02	SCA	0	2005/03/01	2005/03/07
127	2005/02/23	Alfa Laval	1	2005/02/22	2005/02/28
128	2005/02/16	Svedbergs	4	2005/02/15	2005/02/21
129	2005/02/02	Ångpannan	0	2005/02/01	2005/02/07
130	2005/01/19	Assa Abloy	0	2005/01/18	2005/01/24
131	2005/01/19	Electrolux	0	2005/01/18	2005/01/24
132	2005/01/19	Handelsbanken	0	2005/01/18	2005/01/24
133	2004/12/08	Scribona	1	2004/12/07	2004/12/13
134	2004/12/08	Bure	4	2004/12/07	2004/12/13
135	2004/12/08	Intrum Justitia	4	2004/12/07	2004/12/13
136	2004/12/01	TV 4	0	2004/11/30	2004/12/06
137	2004/12/01	Nolato	1	2004/11/30	2004/12/06
138	2004/11/24	VBG	0	2004/11/23	2004/11/29
139	2004/11/24	Haldex	4	2004/11/23	2004/11/29
140	2004/11/17	SCA	2	2004/11/16	2004/11/22
141	2004/11/17	MTG	3	2004/11/16	2004/11/22
142	2004/11/10	Alfa Laval	2	2004/11/09	2004/11/15
143	2004/11/10	Trelleborg	2	2004/11/09	2004/11/15
144	2004/11/03	SCA	0	2004/11/02	2004/11/08
145	2004/10/13	Cision	0	2004/10/12	2004/10/18
146	2004/10/13	Haldex	0	2004/10/12	2004/10/18
147	2004/10/13	Proficce	0	2004/10/12	2004/10/18
148	2004/10/13	Capio	1	2004/10/12	2004/10/18
149	2004/10/13	Aspiro	4	2004/10/12	2004/10/18
150	2004/10/13	Kinnevik	4	2004/10/12	2004/10/18
151	2004/10/06	Electrolux	0	2004/10/05	2004/10/11
152	2004/10/06	Tornet	2	2004/10/05	2004/10/11
153	2004/09/29	Skandia	0	2004/09/28	2004/10/04
154	2004/09/29	TV 4	0	2004/09/28	2004/10/04
155	2004/09/29	Lindex	4	2004/09/28	2004/10/04
156	2004/09/22	Billerud	1	2004/09/21	2004/09/27
157	2004/09/22	Nobia	1	2004/09/21	2004/09/27
158	2004/09/22	Bure	4	2004/09/21	2004/09/27

*Bilagor*

159	2004/09/15	HM	0	2004/09/14	2004/09/20
160	2004/09/15	Kauphting	0	2004/09/14	2004/09/20
161	2004/09/15	Swedish Match	3	2004/09/14	2004/09/20
162	2004/09/08	Cision	0	2004/09/07	2004/09/13
163	2004/09/08	Westergyllen	4	2004/09/07	2004/09/13
164	2004/09/01	Castellum	1	2004/08/31	2004/09/06
165	2004/09/01	Elektronikgrupp.	1	2004/08/31	2004/09/06
166	2004/09/01	NCC	2	2004/08/31	2004/09/06
167	2004/08/25	Tornet	3	2004/08/24	2004/08/30
168	2004/06/23	Holmen	4	2004/06/22	2004/06/29
169	2004/06/16	Nobia	3	2004/06/15	2004/06/21
170	2004/06/16	Intentia	4	2004/06/15	2004/06/21
171	2004/06/16	Karlshamn	4	2004/06/15	2004/06/21
172	2004/06/09	Resco	1	2004/06/08	2004/06/14
173	2004/06/09	Cybercom	4	2004/06/08	2004/06/14
174	2004/06/02	Cision	1	2004/06/01	2004/06/07
175	2004/06/02	Beijer Alma	4	2004/06/01	2004/06/07
176	2004/05/26	Ångpannan	0	2004/05/25	2004/06/01
177	2004/05/26	Eniro	0	2004/05/25	2004/06/01
178	2004/05/26	Electrolux	2	2004/05/25	2004/06/01
179	2004/05/19	Ballinglöv	4	2004/05/18	2004/05/25
180	2004/05/12	Intentia	0	2004/05/11	2004/05/17
181	2004/05/12	Karo Bio	0	2004/05/11	2004/05/17
182	2004/05/12	TV 4	0	2004/05/11	2004/05/17
183	2004/05/12	Resco	1	2004/05/11	2004/05/17
184	2004/05/05	Assa Abloy	2	2004/05/04	2004/05/10
185	2004/04/21	Borås Wäfveri	0	2004/04/20	2004/04/26
186	2004/04/07	Hagströmer ..	4	2004/04/06	2004/04/14