



LUNDS
UNIVERSITET

Kandidatuppsats VT 2009
Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet
Företagsekonomiska Institutionen

Varsel om uppsägning

- **Hur påverkas aktiekursen i hög- respektive lågkonjunktur?**

Handledare:
Mats Persson

Författare:
Erik Axelsson
Michael Bartosik
Måns Mannerfelt
Emil Renold



Sammanfattning

Titel: Varsel om uppsägning – Hur påverkas aktiekursen i hög- respektive lågkonjunktur?

Seminariedatum: 2009-06-05

Ämne/kurs: FEKK01, Examensarbete kandidatnivå, 15 hp

Författare: Erik Axelsson, Michael Bartosik, Måns Mannerfelt, Emil Renold

Nyckelord: Varsel om uppsägning, aktiekurs, effektiva marknadshypotesen, eventstudie

Handledare: Mats Persson

Syfte: Denna uppsats har i syfte att utreda huruvida det går att identifiera avvikande aktieavkastning hos svenska företag som varslar om uppsägning i hög- respektive lågkonjunktur. Uppsatsen syftar även till att tolka och jämföra marknadens värdering av varsel om uppsägning i de skilda konjunkturlägena.

Metod: Studien genomförs med hjälp av en eventstudiemetod för att undersöka hur marknaden reagerar vid tillkännagivandet av varsel om uppsägning. Genomsnittlig avvikande avkastning samt ackumulerad genomsnittlig avvikande avkastning beräknas och signifikantstestas utifrån formulerade hypoteser.

Teoretisk referensram: Givet syftet för uppsatsen tillämpas den effektiva marknadshypotesen för att analysera empiriska resultat.

Empiri och resultat: Kvantitativ data har använts i form av 41 observationer i högkonjunktur respektive 56 i lågkonjunktur, vilka främst redovisas genom tabeller och grafer.

Slutsats: Resultaten påvisar ett svagt negativt samband mellan varsel om uppsägning och aktiekursens utveckling i både hög- samt lågkonjunktur på kort sikt, dock utan statistisk signifikans. Detta ledde oss till slutsatsen att den svenska marknaden antingen är halvstarkt effektiv i det här avseendet enligt effektiva marknadshypotesen eller att denna marknad är neutral i sin värdering av den här typen av information. Vidare tyder resultaten på att marknaden tenderar att värdera varsel om uppsägning mer negativt i lågkonjunktur. Emellertid kunde undersökningen ej frambringa statistiskt säkerställda avvikelser, vilket medförde att inga generella slutsatser kring eventuella skillnader i marknadens reaktion på kort sikt under de skilda konjunkturlägena kunde göras.

Abstract

Title: Layoff announcements – The effect on stock prices in different states of the economy

Seminar date: 2009-05-06

Course: FEKK01, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 University Credits Points (UPC) or ECTS

Authors: Erik Axelsson, Michael Bartosik, Måns Mannerfelt, Emil Renold

Advisor: Mats Persson

Key words: Layoff announcements, stock price, efficient market hypothesis, event study

Purpose: The purpose of this thesis is to investigate whether abnormal stock returns could be identified as a result of a layoff announcement during strong and weak economy respectively. Further, the market reaction to this type of information will be compared and evaluated in the different states of the economy.

Methodology: An event study methodology will be used to measure the market reaction to layoff announcements. Average abnormal return as well as cumulative average abnormal return is calculated and tested for statistical significance.

Theoretical perspectives: Given the purpose of this thesis, the efficient market hypothesis is applied to analyze the empirical results.

Empirical results: Quantitative data has been collected from 41 observations during strong economy and 56 observations during weak economy respectively. The results are presented mostly as tables and graphs.

Conclusions: The results indicate a marginal negative relation between layoff announcements and stock price fluctuations in both states of the economy. However, no statistical significance was proven. Therefore, we conclude that the Swedish market is either semi-strong efficient regarding this matter, according to the efficient market hypothesis, or indifferent to information of this type. Furthermore, our results show that the market tends to value layoff announcements more negatively during a weak state of the economy. This study was, however, not able to draw any general conclusions regarding these differences in short-term market reactions due to lack of statistical significance.

Innehållsförteckning

1. INLEDNING.....	5
1.1 Bakgrund.....	5
1.2 Problemdiskussion.....	7
1.3 Forskningsfråga.....	8
1.4 Syfte.....	8
1.5 Avgränsningar.....	9
1.6 Disposition.....	10
2. VETENSKAPLIG UTGÅNGSPUNKT.....	11
2.1 Kunskapssyn.....	11
2.2 Forskningsansats och metodval.....	11
2.3 Reliabilitet.....	12
2.4 Validitet.....	12
2.5 Replikation.....	13
3. TEORETISK REFERENSRAM.....	14
3.1 Effektiva marknadshypotesen.....	14
3.1.1 Svagt effektiv marknad.....	15
3.1.2 Halvstarkt effektiv marknad.....	15
3.1.3 Starkt effektiv marknad.....	15
3.1.4 Den effektiva marknadens reaktion på ny information.....	16
3.2 Effektiva marknadshypotesens relevans för denna studie.....	16
3.3 Kritik mot effektiva marknadshypotesen.....	17
3.4 Diskussion kring alternativa teorier.....	18
3.5 Tidigare forskning.....	19
4. METOD.....	20
4.1 Metod för datainsamling.....	20
4.2 Eventstudiemetodiken.....	20
4.2.1 Steg 1 - Definition av händelse samt händelsefönster.....	21
4.2.2 Steg 2 – Urvalskriterier.....	23
4.2.3 Steg 3 – Beräkning av avvikande aktieavkastning.....	23
4.2.4 Steg 4 – Signifikanstest.....	26
4.3 Metodkritik.....	28
4.4 Källkritik och informationskvalitet.....	29

5. EMPIRI OCH RESULTAT	31
5.1 Urval	31
5.2 Högkonjunktur	32
5.3 Lågkonjunktur	33
6. ANALYS	35
6.1 Högkonjunktur	35
6.2 Lågkonjunktur	36
6.3 Sammanställning	36
6.4 Bortfallsanalys	38
6.5 Reflektioner	38
7. SLUTSATS OCH FRAMTIDA FORSKNING	40
7.1 Slutsats	40
7.2 Framtida forskning	40
8. KÄLLFÖRTECKNING	42
8.1 Tryckta källor	42
8.2 Elektroniska källor	44
9. BILAGOR	45
9.1 Urval	45
9.2 Signifikanstest	48

1. INLEDNING

I det första kapitlet introduceras och beskrivs bakgrunden till ämnet. Vidare följer problemdiskussionen och uppsatsens forskningsfråga. Syftet med uppsatsen tas därefter upp följt av en redogörelse för vilka avgränsningar som är gjorda. Avslutningsvis presenteras arbetets disposition.

1.1 Bakgrund

Som ett resultat av den finanskris som drabbat världen har varslen om uppsägning inom svenskt näringsliv under det senaste halvåret ökat kraftigt. Inte sedan krisen i början av 1990-talet har motsvarande varselnivåer kunnat urskönjas. Bara under sista kvartalet 2008 varslades närmare 60 000 personer om uppsägning, vilket kan jämföras med de omkring 30 000 personer som varslades om uppsägning under hela 2007.¹

Cascio (1993) menar att företag använder uppsägningar som ett verktyg för att effektivisera verksamheten och skapa sig konkurrensfördelar i tider av skiftande marknadsförhållanden. Reducerade kostnader för företaget, ökad produktivitet och kommunikativ effektivisering är några av de specifika faktorer som lyfts fram. Den mest förekommande orsaken till varför företag varslar är att de befinner sig i finansiella trångmål och därför inte klarar av att tillgodose sina fordringsägare.²

Det är dock inte självklart hur marknaden tolkar tillkännagivandet av ett varsel om uppsägning. Enligt en studie av Palmon et al. (1997) brukar varsel, som en konsekvens av ofördelaktiga marknadsförhållanden, till exempel fallande efterfrågan och ökade kostnader, resultera i ett reducerat marknadsvärde hos berörda företag. Initieras dock varslet av oförutsedda effektivitetsökningar eller med intentioner om en effektivisering av verksamheten kan varslet om uppsägning snarare sända positiva signaler till investerarna, vilket kan öka marknadsvärdet för företaget.³

Ett annat kostnadsbesparande alternativ till att varsla personal är att reducera lönen för de anställda på företaget. Detta är dock något som företagen historiskt sett har försökt undvika då

¹ http://www.ams.se/admin/Documents/ams/arbdata/tidigare/varsel_ri_manad_92_08.xls

² Cascio (1993)

³ Palmon et al. (1997;54)

de riskerar att bli kvar med den mindre kompetenta delen av arbetsstyrkan samtidigt som den mer kvalificerade delen ofta lämnar företaget och finner nya jobb.⁴

Skälen till varför företag genomför varsel kan delas in i två huvudsakliga kategorier; proaktiva respektive reaktiva skäl. Proaktivt varsel innebär att företaget vidtar åtgärder i förebyggande syfte. Detta varsel görs för att ha beredskap för att klara av marknadens krav på lönsamhet alternativt för att effektivisera verksamheten inom företaget. Till exempel kan en effektivisering i produktionen medföra varsel av personal då en del av arbetstagarna kan anses vara överflödiga. Reaktivt varsel, i sin tur, genomförs som en nödvändighet då företagets produktion överstiger efterfrågan och företaget inte längre kan upprätthålla nivån på mängden sysselsatta.⁵

I Sverige har vi enligt Lag om medbestämmande i arbetslivet ett krav på öppenhet gällande viss information från företagen, bland annat vid varsel om uppsägning.⁶ Arbetsförmedlingen, som verkar under Arbetsmarknadsdepartementet, är den myndighet som i Sverige ansvarar för den offentliga arbetsförmedlingen och dess arbetsmarknadspolitiska verksamhet.⁷ I Lag om vissa anställningsfrämjande åtgärder framgår det att om ett företag ska genomföra en driftsinskränkning som kan medföra uppsägning av 5 - 25 arbetstagare ska företaget varsla minst två månader i förväg. Om företaget ämnar varsla fler än 100 arbetstagare måste varslet tillkännages minst sex månader i förväg.⁸ Syftet med varselreglerna är enligt arbetsförmedlingen att:

”... arbetsmarknadsmyndigheterna ska få rådrum att planera och vidta de åtgärder som behövs för att underlätta omställningen för berörd personal.”⁹

(Arbetsförmedlingens faktablad, Varsel)

Ändå sedan Fama (1970) presenterade sin hypotes om effektiva marknader har forskare undersökt hur en tillgångs värde påverkas av ny information på marknaden. Enligt teorin kommer värdet på en tillgång att reflekteras av all tillgänglig information på marknaden.¹⁰ Information om aktieutdelning, nyemissioner och vinster är exempel på information som

⁴ <http://www.msnbc.msn.com/id/27701392/>

⁵ McKnight et al. (1997;86-88)

⁶ SFS 1976:580 §45, Lag om medbestämmande i arbetslivet

⁷ SFS 2007:1030 §1, Förordning med instruktion för Arbetsförmedlingen

⁸ SFS 1974:13 §2, Lag om vissa anställningsfrämjande åtgärder

⁹ <http://www.ams.se/admin/Documents/faktablad/varsel.pdf>

¹⁰ Fama (1970;383)

marknaden värderar. Varsel om uppsägning är annan information som kan påverka aktiekursen hos företag.

1.2 Problemdiskussion

På senare år har ett flertal studier gällande hur aktiekursen påverkats av varsel om uppsägning genomförts där merparten av dessa utförts på den amerikanska marknaden. Lee (1997) presenterade sin forskning där hon jämförde aktiekursens reaktion på amerikanska och japanska marknaden vid varsel om uppsägning. Hon fann att varslen genererade negativ avkastning på båda marknaderna, dock med ett starkare samband på den amerikanska.¹¹ Farber & Hallock (2009)¹² och Gunderson et al. (1997)¹³ fann liknande resultat; att varsel om uppsägning tolkas som något negativt av marknaden, vilket återspeglats i aktiekursen.

Trots att en ansenlig mängd forskning har publicerats inom ämnet finns det i sammanhanget ytterst få studier gjorda på den svenska marknaden. Detta kan tyckas något förvånande då det eventuellt kan finnas svårigheter med att generalisera resultaten från de amerikanska studierna till den svenska marknaden. En undersökning av Frost & Pownall (1994) undersökte skillnaderna mellan brittiska och amerikanska redovisningsprinciper. De drog slutsatsen att skillnaderna i dessa redovisningsprinciper, samt mängden tillgängliggjord information, ibland är av sådan omfattning att aktieprisets reaktion vid viss information inte är jämförbar länderna emellan.¹⁴ Ett liknande förhållande kan antas gälla för relationen mellan svenska och amerikanska redovisningsprinciper då det även kan finnas skillnader mellan dessa. En annan aspekt som bör beaktas är hur differenser i kulturella och sociala normer kan komma att ha betydelse för i vilken utsträckning investerarna reagerar på information angående varsel om uppsägning. Detta kan göra generaliseringen av resultaten från den amerikanska marknaden än mer tvivelaktig.

Många tidigare genomförda studier har gjort mer än att bara mäta vilken nettoeffekt varsel om uppsägning har på aktieavkastningen. Forskare har fokuserat på huruvida skillnader, motiveringar och grunder för varslen har medfört någon divergens i reaktionen hos marknaden. De har kategoriserat varslen efter exempelvis storlek, duration och om varslet var av reaktiv eller proaktiv natur i syfte att försöka identifiera skillnader eller likheter i

¹¹ Lee (1997;890)

¹² Farber & Hallock (2008;11)

¹³ Gunderson et al. (1997;376)

¹⁴ Frost & Pownall (1994;101)

reaktionerna hos marknaden.¹⁵ En intressant, nyligen genomförd studie av Abraham (2006) jämförde skillnader i marknadens reaktion vid varsel av fackligt respektive icke fackligt anslutna arbetstagare. Denne fann att marknaden reagerade mer negativt vid besked om varsel av icke fackligt anslutna arbetstagare jämfört med dem som var fackligt anslutna. I vissa fall värderade till och med marknaden informationen om varslet av fackligt anslutna som positiv.¹⁶ Inledningsvis ansågs en replikatstudie av Abrahams undersökning i en svensk kontext vara av stort intresse för oss på grund av Sveriges starka fackliga tradition. Dock bedömde vi att det, inom tidsramen för denna uppsats, ej fanns utrymme för en studie av denna storlek då mängden data som behövdes samlas in betraktades vara alltför omfattande.

Någon studie beträffande hur information gällande varsel om uppsägning tolkas i skilda konjunkturlägen har oss veterligen inte genomförts. Högkonjunktur kännetecknas av hög produktion med en faktisk produktion som överstiger den potentiella BNP-nivån. Perioden utmärks av optimism och en stark tilltro till det rådande ekonomiska klimatet samt en hög sysselsättningsgrad. I förlängningen leder detta till resursbrist och stigande priser. Lågkonjunktur i sin tur, präglas av pessimism, låg sysselsättningsgrad samt en faktisk produktion som understiger den potentiella BNP-nivån. I tider av finansiell oro ser vi det som ett rimligt antagande att marknaden blivit luttrad och således värderar negativ information mer lättvindigt. Vi finner det troligt att marknadens värdering och efterföljande reaktion på information gällande varsel om uppsägning kan påverkas av det rådande konjunkturläget, varför vi ämnar genomföra en studie inom detta område.

1.3 Forskningsfråga

Vilken effekt har ett varsel om uppsägning på aktiekursen hos svenska företag på kort sikt i hög- respektive lågkonjunktur?

1.4 Syfte

Denna uppsats har i syfte att utreda huruvida det går att identifiera avvikande aktieavkastning på kort sikt hos svenska företag som varslar om uppsägning i hög- respektive lågkonjunktur. Uppsatsen syftar även till att tolka och jämföra marknadens värdering av varsel om uppsägning i de skilda konjunkturlägena.

¹⁵ Abraham (2005;453)

¹⁶ Ibid. s. 462

1.5 Avgränsningar

Då denna uppsats ämnar studera varsel om uppsägnings påverkan på aktiekursen i hög- respektive lågkonjunktur är definitionerna av de valda tidsperioderna avgörande för studiens resultat. Vi har valt att utgå ifrån det svenska konjunkturinstitutets månadsvis redovisade konjunkturbarometer som omfattar månadsvisa intervjuer med 3 500 - 7 000 företag i näringslivet samt omkring 1 500 svenska hushåll.¹⁷

*”Barometerindikatorn bygger på månadsvisa enkäter bland hushåll och företag och fångar därmed stämningläget bland dessa aktörer i den svenska ekonomin.”*¹⁸

(Svenska konjunkturinstitutet)

Med barometerindikatorn som utgångspunkt kommer perioden för högkonjunktur att definieras som tiden mellan juli 2005 och juli 2007. Lågkonjunktur kommer i sin tur att definieras av perioden mellan maj 2008 och mars 2009.¹⁹ Tidigare perioder av hög- respektive lågkonjunktur har exkluderats för att nå så aktuella resultat som möjligt.

Undersökningen kommer att genomföras ur ett kortsiktigt perspektiv då den eventuella inverkan på aktiekursen vid varsel om uppsägning på lång sikt är mycket svår att isolera, vilket gör det problematiskt att kvantifiera denna. Med anledning av detta kommer endast de närmast omslutande dagarna kring varslet om uppsägning att undersökas.

¹⁷ <http://www.konj.se/statistik/konjunkturbarometern.4.4b231cd511170eec10e80002736.html>

¹⁸ <http://www.konj.se/statistik/konjunkturbarometern/barometerindikatorn.4.4b231cd511170eec10e8000122246.html>

¹⁹ http://konj.drift.senselogic.se/download/18.484cc23b1165f30e75680003092/Bar_indikator.xls

1.6 Disposition



2. VETENSKAPLIG UTGÅNGSPUNKT

Det andra kapitlet behandlar de förutsättningar och synsätt som uppsatsen är uppbyggd kring. Först avhandlas kunskapssyn och forskningsansats varpå studiens reliabilitet, externa och interna validitet samt replikation diskuteras.

2.1 Kunskapssyn

Positivismen och hermeneutiken är två sätt att se omvärlden på. Positivismen är ett naturvetenskapligt åskådningssätt där världen ses som objektiv. Inom denna inriktning kan två huvudsakliga källor till kunskap identifieras; människan kan öka sitt vetande genom observationer och/eller genom resonemang som kan härledas ur logiskt tänkande.²⁰ Inom det hermeneutiska synsättet är det istället tolkningen av faktiska innebörder som är central.²¹

Då vi utifrån kvantitativ data ämnar studera aktiekursens reaktion vid varsel om uppsägning kommer denna studie att ha en positivistisk utgångspunkt. Kritik som riktas mot det positivistiska synsättet är att människan snarare ses som ett objekt än som en individ, vilket kan göra att studier riskerar förlora sitt sammanhang. Icke objektivt mätbara parametrar, som exempelvis upplevelser och känslor, exkluderas även i forskning som utgår från det positivistiska synsättet.²² Vår bedömning är dock att denna studie är av en sådan natur att dessa emotionella faktorer inte bör påverka vårt resultat.

2.2 Forskningsansats och metodval

Metodvalet som avses tillämpas i denna studie är hypotetiskt-deduktivt, vilken är en metod som initieras av att forskaren formulerar en eller ett antal hypoteser med utgångspunkt i befintliga teorier. Genom empirisk prövning erhålls sedan resultat som måste kunna härledas ur den/de formulerade hypoteserna. Därefter studeras hur väl de genererade resultaten överensstämmer med verkligheten.²³

Med utgångspunkt i valet av en deduktiv ansats kommer teorierna att prövas i empirin genom en kvantitativ metod. De empiriska data som används i studien kommer att tillgodogöras

²⁰ Eriksson & Wiedersheim-Paul (2001;200)

²¹ Ibid. s. 222

²² Wallén (1996;27-28)

²³ Eriksson & Wiedersheim-Paul (2001;201)

genom datainsamling med hjälp av en eventstudiemetod. Hur denna insamling sker kommer att redovisas utförligt i senare kapitel.

2.3 Reliabilitet

Det är vid kvantitativa studier av stor vikt att resultatet av studien inte påverkas av slumpartade och tillfälliga element. Reliabilitet avser i vilken grad en studie skulle uppvisa liknande resultat om denna genomfördes igen, med motsvarande angreppssätt.²⁴ För att en studie ska uppvisa hög reliabilitet bör således det resultat som undersökningen genererar vara oberoende av såväl forskare som studerade element.²⁵

För att reducera risken att eventuella egna värderingar kommer avspeglas i resultatet av denna studie sätts tydliga kriterier upp beträffande vilka företag som kommer att studeras. Valda kriterier beskrivs utförligt i senare kapitel. För att ytterligare öka möjligheterna att studien kommer att uppvisa liknande resultat, oavsett bedömare, kommer de kvantitativa data som insamlas att signifikant testas.

2.4 Validitet

Validiteten i en studie åsyftar till i vilken grad forskaren, utifrån insamlad data, mäter det som denne faktiskt ämnar mäta. Det görs en åtskiljning mellan intern och extern validitet. Intern validitet avser förklaringsgraden mellan två eller fler variabler i en studie, det vill säga om förändringar i den beroende variabeln kan härledas ur en förändring i en oberoende variabel eller om variationen hos den beroende variabeln kan spåras till något annat.²⁶ I denna studie finns det en risk att den interna validiteten kan påverkas av övrig kurspåverkande information. För att säkra en hög intern validitet kommer därför företag, vars aktiekurs kan påverkas av sådan information, att rensas från studien. Detta förklaras mer utförligt i senare kapitel.

Extern validitet innebär huruvida det är möjligt att generalisera studiens resultat utanför dess ursprungliga kontext.²⁷ Resonemanget som fördes i studiens inledande problemdiskussion belyste just problemet med extern validitet i denna typ av undersökning. En generalisering av resultat som har funnits på den amerikanska marknaden kan vara problematiska att applicera på den svenska marknaden på grund av exempelvis sociala och kulturella skillnader, vilka kan

²⁴ Eriksson & Wiedersheim-Paul (2001;33)

²⁵ Ibid. s. 40

²⁶ Bryman & Bell (2005;288)

²⁷ Ibid. s. 288

resultera i olika marknadsreaktioner vid samma typ av information. En generalisering av resultatet i denna studie på andra marknader bör därför göras med aktsamhet.

2.5 Replikation

Om en annan forskare av något skäl anser en studie vara otillräcklig i ett eller flera avseenden ska studien kunna replikeras på ett enkelt sätt. Med detta som bakgrund ska det i studien tydligt framgå vilken metod och arbetsgång som använts. En bristfällig beskrivning av hur studien genomförts kan således försvåra möjligheten för replikation.²⁸

För att möta detta kriterium kommer arbetsgång och metodval tydligt att redovisas och motiveras i denna studie.

²⁸ Bryman & Bell (2005;33)

3. TEORETISK REFERENSRAM

I det tredje kapitlet presenteras den teoretiska utgångspunkten för uppsatsen. Initialt ges en beskrivning av effektiva marknadshypotesen följt av kritik mot denna samt en redogörelse för dess relevans för denna studie. Diskussion kring alternativa teorier samt redovisning av forskning inom ämnet avslutar kapitlet.

3.1 Effektiva marknadshypotesen

Effektiva marknadshypotesen, hädanefter benämnd som EMH, presenterades ursprungligen av Fama (1970) i artikeln ”*Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*”. Hypotesen grundas i antagandet att kapitalmarknader är informationseffektiva, det vill säga att priserna på tillgångar och derivat som handlas på en effektiv marknad reflekterar all information som finns tillgänglig.²⁹ EMH som teori förklarar även aktieprisets reaktion på nyutkommen information, till exempel varsel om uppsägning.

Priset på en tillgång återspeglar värderingen samt den kollektiva analysen av information hos marknadens alla investerare. Enligt hypotesen är det omöjligt för placerare att uppnå riskjusterad överavkastning i förhållande till marknadens index givet att placeraren i sin strategi endast använder sig av information som marknaden redan känner till.³⁰ Ett bevis på detta, menar Malkiel (2003), är det faktum att professionella investerare historiskt sett inte lyckats bättre än marknaden.³¹ Att marknadens prissättning reflekterar den informationsmängd som finns tillgänglig rörande en viss tillgång bygger på antagandet att alla investerare har tillgång till, och vetskap om, samma information. Vidare antas det även att analytikernas preferenser såväl som deras värdering av informationen är normalfördelad.³²

EMH delar in marknader i tre olika kategorier beroende på dess effektivitet; svag, halvstark eller stark effektivitet. Denna distinktion gjordes först av Roberts (1959)³³ men har sedermera även implementerats i EMH.

²⁹ Fama (1970;383)

³⁰ Ibid. s. 384

³¹ Malkiel (2005;6)

³² Fama (1970;388)

³³ Roberts (1959)

3.1.1 Svagt effektiv marknad

På den svagt effektiva marknaden återspeglar nuvarande aktiepriser all historisk information som finns tillgänglig beträffande tillgången. Prisförändringar kan således inte förutses och exploateras med hjälp av teknisk analys då tillgången är perfekt prissatt utifrån de data som ligger till grund för denna analys.³⁴ Detta betyder att prisförändringar på den svagt effektiva marknaden uteslutande beror på information som inte redan återspeglas i priset på tillgångarna. På den här typen av kapitalmarknad kan investerare med fördel använda sig av fundamental analys för att åstadkomma riskjusterad överavkastning.³⁵

3.1.2 Halvstarkt effektiv marknad

På den halvstarkt effektiva marknaden kommer priset på tillgångarna att reflektera all den information som är offentliggjord på marknaden. Utöver historisk data avspeglas även till exempel företagens delårsrapporter, publikationer samt pressmeddelanden. Även makroekonomiska variabler som konjunkturrapporter och andra ekonomiska indikatorer återspeglas i en tillgångs pris. Enligt EMH anpassar sig priserna nästan omedelbart till ny information och det blir således omöjligt för investerare att spekulera i sådan information för att generera överavkastning.³⁶

3.1.3 Starkt effektiv marknad

På en starkt effektiv marknad reflekteras tillgångars pris av, förutom historisk och offentlig information, även privat/ej offentlig information, det vill säga insiderinformation. Det finns därför ingen möjlighet för investerare att nå högre avkastning än marknadens index och den eventuella överavkastning som genereras av vissa portföljer beror endast på slumpfaktorer. På en starkt effektiv marknad är teknisk analys, fundamental analys och insiderinformation således redundant då tillgångarnas priser som nämnts redan inkorporerar all denna information.³⁷

³⁴ Haugen (2001; 575)

³⁵ Ibid. s. 575

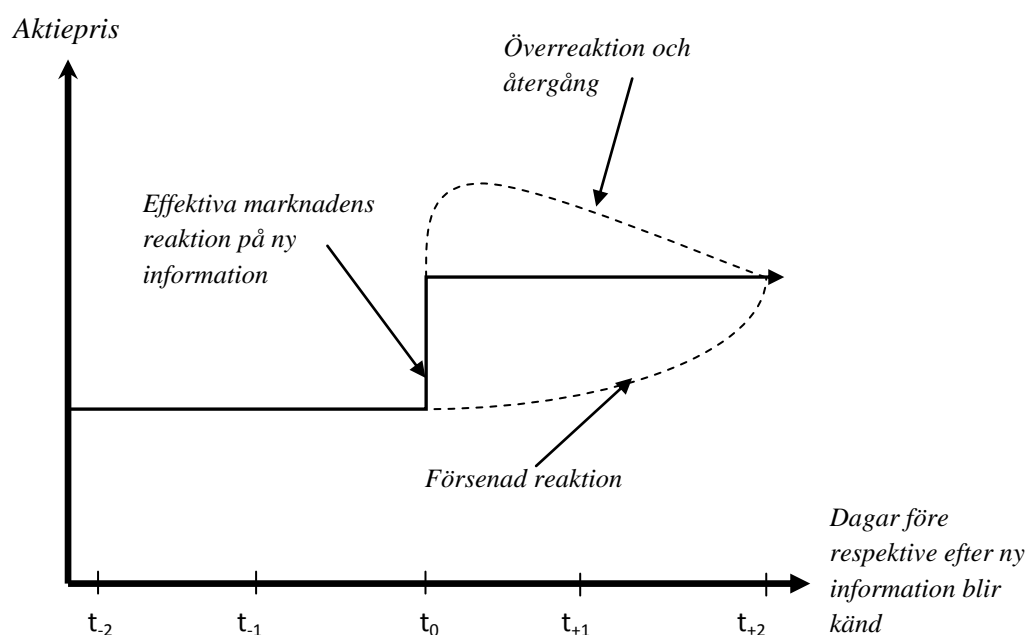
³⁶ Ibid. s. 575

³⁷ Ibid. s. 575

3.1.4 Den effektiva marknadens reaktion på ny information

En marknad ska enligt teorin uppfylla ett antal krav för att den ska anses som effektiv. Ett av dessa är att marknaden omedelbart ska justera priset på en tillgång som en direkt konsekvens av nytutkommen information. Den initiala korrektionen i pris ska exakt reflektera nyhetens inverkan på den specifika tillgången.³⁸

I figur 1 nedan ses den effektiva marknadens reaktion på ny (positiv) information. En omedelbar och exakt reaktion på en nyhet är som nämnts ett tecken på att kapitalmarknaden är perfekt effektiv medan en överreaktion eller en försenad dito beror på ineffektiviteter i marknaden och kan följaktligen leda till möjligheter för investerare att framgångsrikt spekulera i den underliggande tillgången.³⁹



Figur 1: Den effektiva marknadens reaktion på ny information⁴⁰

3.2 Effektiva marknadshypotesens relevans för denna studie

Essensen av EMH är att det korrekta marknadsvärdet på ett företag, givet den information som finns tillgänglig, återspeglas i aktiepriset. Trots att det finns en hel del kritik riktad mot

³⁸ Haugen (2001;580)

³⁹ Ibid. s. 581-582

⁴⁰ Ibid. s. 581

denna teori är EMH till dags dato den mest brukade vid behandling av rationella marknader.⁴¹ Enligt Findlay & Williams (2000) kan forskare genom eventstudiemetodiken oftast utreda förekomsten av en halvstarkt effektiv marknad genom att till exempel se om, och i så fall hur snabbt, den nytkomna informationen återspeglas i aktiepriset.⁴²

Denna uppsats kommer att studera vilken inverkan tillkännagivandet om varsel om uppsägning har på aktiekursen hos utvalda företag, både före och efter varslet, ett fenomen som kan förklaras av EMH. Om marknaden skulle betraktas som starkt effektiv vore studien substanslös då all information på marknaden redan reflekteras i aktiekursen. Följaktligen kommer uppsatsen genomföras utifrån antagandet att en svagt eller halvstarkt effektiv marknad råder där en eventuell koppling mellan tidpunkten för tillkännagivandet och aktiekursens utveckling kan påvisas.

3.3 Kritik mot effektiva marknadshypotesen

När en teori används för att analysera empirisk data är det av vikt att vara införstådd i dess brister och ofullständigheter. Teorier är en simplificering av verkligheten, vilket medför att dess applicerbarhet i en specifik kontext kan medföra oklarheter likväl som komplikationer⁴³, detta gäller även för EMH. Hypotesen vilar på en rad antaganden som ska infrias för att den ska kunna tillämpas som en förklarande modell för ett empiriskt resultat. Vissa av dessa antaganden är inte verklighetsskildrande som i sin tur får konsekvensen att tillförlitligheten i teorin kan försvagas.⁴⁴

Den genomsnittliga investeraren har av förklarliga skäl ej tillgång till samtlig information rörande en viss tillgång och är på grund av detta inte fullt informerad. Med utgångspunkt i detta faktum styrs en tillgångs pris således inte av alla investerares ömsesidiga förståelse och värdering av information kring tillgången utan av den grupp ”elitinvesterare” som aktivt handlar med tillgången och även förfogar över en större informationsmängd samt avancerade analytiska verktyg.⁴⁵

En annan motsättning som är kopplad till ovanstående kritik är informationsasymmetrin som är ett uttryck för att investerare besitter olika information, vilket i sin tur leder till möjligheter

⁴¹ Elton et al. (2003)

⁴² Findlay & Williams (2000;191)

⁴³ Holme & Solvang (1997;50)

⁴⁴ Haugen (2001;573)

⁴⁵ Ibid. s. 573

för överavkastningar på kapitalmarknaden, något som enligt EMH är omöjligt.⁴⁶

En aspekt som är av relevans för denna uppsats är den kritik gällande det faktum att investerare inte tolkar nyheter som en homogen grupp utan att dessa tolkar och värderar nyheterna på skilda sätt. Om det kan styrkas att marknadens investerare tolkar nyheter på annorlunda vis kan detta försvaga kvaliteten i denna studies analys utifrån EMH. Anledningen till detta är att aktiepriset då inte kommer reflektera den verkliga påverkan som varslet har på en aktiekurs. Å andra sidan är det inom EMH vedertaget att enskilda individer kan ha fel men att marknaden som helhet alltid kommer ha rätt.⁴⁷ Malkiel (2003) framhåller även att psykologiska variabler bör tas i beaktning för att kunna ge en klarare teoretisk bild av investerares val och marknadens rörelse.⁴⁸ Eftersom vi i denna uppsats utgår från en positivistisk ansats kommer dessa psykologiska, icke mätbara faktorer att bortses ifrån.

Ytterligare kritik som riktas mot EMH grundas i de "bubblor" som uppstått genom åren som en följd av investerares irrationella beteende och agerande på marknaden. Ett exempel på detta är den IT-bubbla som uppstod i slutet av 1990-talet vilken fick kritiker att hävda att EMH helt kunde förkastas. På en effektiv marknad ska inga möjligheter till dessa bevittnade under- respektive överavkastningar påträffas.⁴⁹

3.4 Diskussion kring alternativa teorier

För att öka möjligheten att på ett korrekt och utförligt sätt analysera empiriska resultat fordras för ämnet relevanta teorier. I sökandet efter aktuella teorier kring aktiekursens påverkan vid företagsspecifika händelser har vi främst studerat tidigare forskning inom området. Vi fann att majoriteten av studierna som behandlat aktiekursens utveckling vid företagsspecifika händelser har tillämpat EMH för att förklara och analysera empiriska resultat.

Vi har inte identifierat någon annan relevant teori för ämnet som enligt vår bedömning skulle medföra en ökad substans i analysen. Att endast utgå ifrån en teori vid analysen ställer således höga krav både på vald teori samt tillämpningen av densamma. EMH som teori behandlar utförligt det som denna uppsats syftar till att utreda varför den enligt vår mening ger studien en fullgod teoretisk grund för att erbjuda en korrekt och djupgående analys.

⁴⁶ Haugen (2001;573)

⁴⁷ Ibid. s. 576-577

⁴⁸ Malkiel (2003)

⁴⁹ Malkiel (2005;9)

3.5 Tidigare forskning

Att studera hur marknaden reagerar vid ny information har länge varit ett fenomen som intresserat forskare. Studier beträffande det ämne som denna studie berör, hur marknaden reagerar på information rörande varsel om uppsägning, har genomförts i visst omfång tidigare. I vår inledande problemdiskussion redogjorde vi för en del av denna tidigare forskning för att belysa ett kunskapshål inom ämnet. Aktuell forskning med nya angreppssätt och infallsvinklar indikerar att det fortfarande finns utrymme för nytt lärande inom området.

I en eventstudie gjord av Hahn & Reyes (2004) redogjordes för hur aktiekursen reagerade vid tillkännagivandet av varsel om uppsägning av minst 1000 anställda på den amerikanska marknaden. Undersökningen fokuserade på hur investerare reagerade på två huvudsakliga anledningar till varslet; varsel på grund av låg efterfrågan och varsel på grund av omstruktureringar. Resultatet visade ett signifikant samband mellan avvikande avkastningar och tillkännagivandet av varsel om uppsägning kring datumet för tillkännagivandet. Det som noterades i studien var att aktiepriset föll hos berörda företag då varslet skedde som en följd av låg efterfrågan medan aktiepriset ökade då varslet var en produkt av omstruktureringar.⁵⁰

I en senare studie gjord av Farber & Hallock (2009) studerades hur stor påverkan varsel om uppsägning haft på aktiekursen historiskt sett. Ett urval på 4273 varsel om uppsägningar fördelat på 1160 företag studerades där forskarna undersökte historisk data från företag under perioden 1970 fram till 1999. Forskarna använde sig av en eventstudiemetodik för att studera hur aktiekursen påverkades under tre dagar, centrerat kring dagen för varslet. De fann klara bevis för att aktiekursens påverkan vid ett sådant tillkännagivande blivit mindre negativt över tiden. En förklaring till detta är, enligt forskarna, att andelen proaktiva varsel ökat relativt de reaktiva.⁵¹

⁵⁰ Hahn & Reyes (2004)

⁵¹ Farber & Hallock (2009)

4. METOD

Metodkapitlet behandlar metoden för datainsamling samt kritik mot valda källor. Dessutom redogörs för eventstudiemetodiken, dess disposition samt kritik mot eventstudien som metod.

4.1 Metod för datainsamling

För att uppnå god kvalitet i studien är det viktigt att ha en bred förståelse för hur marknaden reagerar vid ny information samt hur en eventstudie genomförs. För att tillgodogöra oss denna information har vi i studien nyttjat relevant litteratur, tidigare forskning och artiklar inom ämnet. Den tidigare forskningen i ämnet var av stor vikt för att i studiens initiala skede skapa en överskådlig bild av situationen inom området, både historisk som aktuell. Denna har givit oss idéer om potentiella infallsvinklar samt vilka teorier som är lämpliga inom ämnet och har också fungerat som ett instrument för fördjupning i aktuella teorier och metoder.

Vi har främst använt sökdatabaserna Elin och Lovisa vid Lunds Universitet för att finna litteratur och relevanta artiklar. De mest frekvent förekommande sökorden har varit *layoff announcement*, *varslar*, *varsel om uppsägning*, *event studies*, *eventstudie* och *efficient market hypothesis*. Vid fastställande av vilka tidpunkter som valdes som respektive konjunkturperiod har vi använt data ifrån svenska Konjunkturinstitutet.

För att fastslå vilka företag som varslat om uppsägning under de valda perioderna har databasen Affärsdata använts där vi hämtat information om vilka företag som varslat om uppsägning under de aktuella tidsintervallen. Samma databas användes sedan för att identifiera störande information kring tidpunkten för varslet. Databasen Datastream har använts för insamling av historiska aktiekurser för de utvalda företagen.

4.2 Eventstudiemetodiken

För att mäta effekten av information gällande varsel om uppsägning på aktiekursen hos företag på den svenska marknaden kommer en eventstudie att appliceras. Metoden syftar till att, med hjälp av tillgänglig finansiell data, mäta vilken effekt en specifik händelse har på ett företags värde.⁵² Detta möjliggörs genom att metodiken vilar på antagandet att ny information

⁵² MacKinlay (1997;13)

på marknaden omedelbart reflekteras i tillgångens pris och att det således är möjligt att mäta vilken ekonomisk effekt den isolerade händelsen har på kort sikt.⁵³

Eventstudien som metod har en historia som sträcker sig så långt bak som till 1930-talet då Dolley (1933) publicerade sin studie om aktiesplits inverkan på aktiekursen.⁵⁴ Flertalet erkända studier lyckades under efterföljande årtionden att förfinna metodiken⁵⁵ och i slutet av 1960-talet antog metoden den utformning och mått av sofistikation som ligger mycket nära dagens eventstudiemetodik efter forskning av bland annat Fama et al. (1969).⁵⁶

Vi har i denna uppsats valt att utforma vår eventstudie enligt MacKinlay's (1997) sex steg som utförligt förklarar och beskriver hur en väl genomförd eventstudie bör se ut.⁵⁷

Eventstudiens disposition:

1. Identifiera och definiera händelse samt händelsefönster
2. Sätta upp för studien relevanta urvalskriterier
3. Beräkna förväntad samt avvikande avkastning
4. Signifikanstesta avvikande aktieavkastning
5. Redovisning av empiriska resultat
6. Analys

4.2.1 Steg 1 - Definition av händelse samt händelsefönster

Det inledande momentet i en eventstudie är att identifiera och definiera den händelse som ämnas undersökas. I den här uppsatsen kommer händelsen att definieras som den tidpunkt då ett företag varslar om uppsägning. Med hänsyn till att vi ämnar undersöka eventuella divergenser i reaktion på varsel hos marknaden har vi valt att dela upp observationerna efter två skilda konjunkturlägen vilka beskrivs i den inledande avgränsningen. Definitionen av, och längden på, händelsefönstret kräver dock ett antal beaktanden innan det kan fastställas.

Händelsefönstret definieras som den period då aktiekursförändringen kommer att studeras och detta är vanligtvis längre än endast den dag då händelsen av intresse inträffar. Ett utökat händelsefönster leder således till att forskaren tillåts studera kursförändringen under tiden som

⁵³ MacKinlay (1997;13)

⁵⁴ Dolley (1933;316-326)

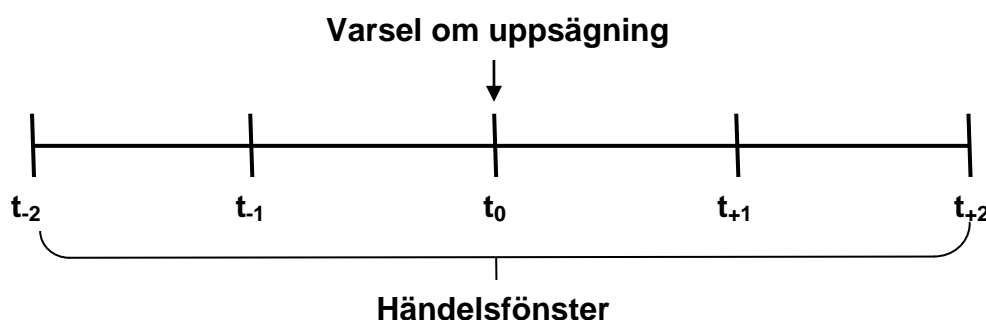
⁵⁵ MacKinlay (1997;13)

⁵⁶ Fama et al. (1969)

⁵⁷ Ibid. s. 14-21

omsluter händelsen.⁵⁸ Möjligheterna till att korrekt kunna identifiera datum för händelsen är högst avgörande vid fastställandet av händelsefönstret. Ett händelsefönster på endast två dagar är vanligt förekommande när forskaren med stor säkerhet kan precisera datumet för händelsen på grund av att ett kort händelsefönster underlättar identifieringen av avvikande avkastning.⁵⁹ Om det istället råder viss osäkerhet kring när händelsen exakt inträffade bör ett längre händelsefönster användas för att med säkerhet fånga företeelsen av intresse.⁶⁰ Ett längre händelsefönster kan å andra sidan öka risken för en kontaminerad undersökningsperiod då annan information som påverkar aktiekursen kan komma att inkluderas, vilket gör att det blir svårare att isolera effekten av det som forskaren ämnar undersöka.⁶¹

Med utgångspunkt i ovan förda resonemang, samt metodval som tidigare forskare inom ämnet gjort, kommer vi att definiera vårt händelsefönster som en femdagarsperiod; -2 dagar innan händelsen till +2 dagar efter händelsen, vilket illustreras i figur 2 nedan. Valet av tidsperioden innan varslet om uppsägning syftar till att fånga upp eventuella informationsläckage på marknaden vilka kan påverka aktiekursen innan datumet för själva händelsen. Med antagandet om en svagt eller halvstarkt effektiv marknad väljer vi en period på två dagar efter händelsen då marknaden borde ha reagerat. Vidare syftar längden på händelsefönstret till att fånga eventuella fördröjda reaktioner eller överreaktioner på marknaden vilka illustreras i figur 1 i kapitel 3. Ett händelsefönster på fem dagar ger även utrymme för en viss felmarginal vid fastställandet av den korrekta tidpunkten för varslet då vi antar att det kan finnas svårigheter med detta.



Figur 2: Händelsefönster

⁵⁸ MacKinlay (1997;15)

⁵⁹ Armitage (1995;34)

⁶⁰ Ibid. s. 34

⁶¹ Ibid. s. 34

4.2.2 Steg 2 – Urvalskriterier

Efter att händelsen av intresse specificerats och händelsefönstret fastställts bör ett antal kriterier för urvalet av observationerna sättas upp för att avgöra vilka företag som ska inkluderas i undersökningen.⁶² Detta är nödvändigt för att, i den mån det är möjligt, filtrera bort de observationer som i och med oönskad och störande information har ett kontaminerat händelsefönster. Dessa observationer exkluderas för att resultatet av studien ska ge en mer sanningsenlig bild av de faktiska förhållandena. Urvalskriterierna i eventstudiemetodiken kan i detta avseende betraktas som förstärkning av uppsatsens interna validitet.

Kriterier som måste uppfyllas för att ett företag ska inkluderas i studien är följande:

- Företaget ska ha genomfört varsel om uppsägning under perioden 2005-07-01 till 2007-07-31 eller under perioden 2008-05-01 till 2009-03-31.
- Företaget ska under perioden för undersökningen ha varit noterat på Stockholmsbörsen.
- Information angående företagets aktiekursutveckling måste finnas tillgänglig i Datastream.

Följande kriterium kommer bland företagen leda till bortfall ur studien:

- Företag som i samband med varslet, eller under sitt respektive händelsefönster, presenterar annan information som kan antas vara störande för aktiekursen exempelvis utdelningsbeslut, delårsrapport, uppköp eller sammanslagning samt positiv respektive negativ vinstvarning.

4.2.3 Steg 3 – Beräkning av avvikande aktieavkastning

När det slutgiltiga antalet användbara observationer specificerats görs beräkningen av den avvikande aktieavkastningen. MacKinlay uttrycker den avvikande avkastningen för företaget i vid tiden t , AR_{it} , som den verkliga avkastningen, R_{it} , minus den förväntade avkastningen, $E(R_{it}|X_t)$.⁶³ Således kommer vi att för varje företag och dag inom fastställt händelsefönster beräkna den avvikande aktieavkastningen enligt:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}|X_t)$$

Formel 1: Avvikande aktieavkastning

⁶² MacKinlay (1997;15)

⁶³ Ibid. s. 15

För att beräkna den förväntade avkastningen finns det ett antal tillgängliga modeller varav MacKinlay redogör för två av de mest förekommande; marknadsmodellen samt constant mean return-modellen.⁶⁴ En studie av Armitage (1995) sammanställer en utförlig presentation av tidigare forskning och egna test av de tillgängliga modellerna i syfte att slå fast vilken som visat sig vara mest träffsäker och bäst presterande.⁶⁵ Han finner att de olika modellerna producerar snarlika resultat, dock ej identiska. Marknadsmodellen är däremot den som visar sig vara mest kraftfull och tillförlitlig på grund av att den alltid presterar bättre eller lika bra som alternativen.⁶⁶ Ytterligare bevis för detta resultat återfinns i en studie av Lee & Varela (1997)⁶⁷ varför vi i denna uppsats kommer att använda oss av marknadsmodellen vid beräkning av den förväntade avkastningen.

Den förväntade avkastningen i marknadsmodellen, som baseras på antagandet om ett linjärt samband i avkastningen mellan marknaden och aktien⁶⁸, beräknas enligt följande:

$$\mathbf{R}_{it} = \alpha_i + \beta_i \mathbf{R}_{Mt} + \varepsilon_{it}$$

Formel 2: Förväntad aktieavkastning⁶⁹

där:

\mathbf{R}_{it} = Avkastningen på tillgången i under perioden t .

α_i = Den del av avkastningen som inte förklaras av β eller det underliggande indexet.

β_i = Förändring i avkastningen hos tillgång i jämfört med marknadsportföljen.

\mathbf{R}_{Mt} = Avkastningen hos marknadsportföljen under perioden t . Vi har i denna uppsats utgått ifrån OMX Affärsvärldens Generalindex.

ε_{it} = Felterm med väntevärdet noll som förklarar icke mätbara och oförutsedda händelser.

I modellen krävs det att variablerna α och β skattas, vilket vi den här studien kommer göra utifrån OMX Affärsvärldens Generalindex. De historiska data som är nödvändiga för denna studie hämtas via Datastream där kursen är justerad för aktiesplittar och nyemissioner. Skattningen av α och β genomförs med hjälp av en linjär regressionsanalys med minsta kvadratmetoden.

⁶⁴ MacKinlay (1997;15)

⁶⁵ Armitage (1995;26)

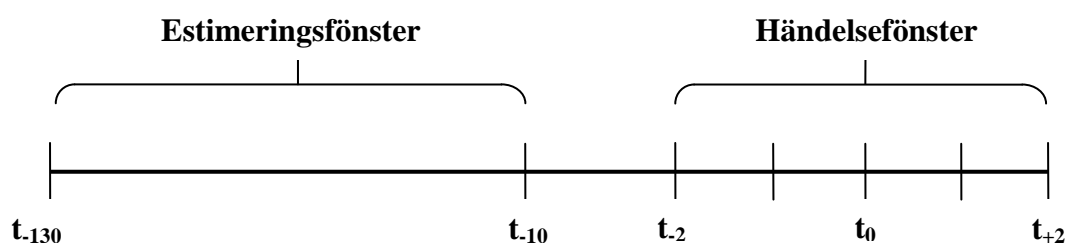
⁶⁶ Ibid. s. 33

⁶⁷ Lee & Varela (1997;223)

⁶⁸ MacKinlay (1997;15)

⁶⁹ Ibid. s. 18

För att förhindra att den händelse som ämnas undersökas inte påverkar skattningen av variablerna väljs vanligtvis en estimeringsperiod som ej överlappar det fastställda händelsefönstret.⁷⁰ Längden på estimeringsperioden blir indirekt avgörande för studiens resultat eftersom de skattade variablerna säkerställs under denna tidsperiod. Ett för långt estimeringsfönster kan leda till att de skattade koefficienterna brister i relevans medan ett för kort estimeringsfönster kan resultera i oprecisa skattningar.⁷¹ Vid användning av dagsvis data menar MacKinlay att en estimeringsperiod på 120 dagar är tillräcklig för att skatta α och β ⁷², vilket vi har valt att anamma. Ett estimeringsfönster på 120 dagar under perioden $t-130$ till $t-10$ väljs för skattningen som illustreras i figur 3 nedan:



Figur 3: Fullständig studieperiod

Signifikanstest med enskilda observationer är oftast inte användbart varför det är nödvändigt att aggregera de avvikande avkastningarna.⁷³ För att undersöka huruvida det förekommer någon avvikande avkastning beräknas den genomsnittliga avvikande avkastningen, AAR, för varje observation under varje dag i händelsefönstret. AAR räknas ut både för de observationer som inträffade under högkonjunktur samt för de observationer som inträffade under lågkonjunktur, vilket resulterar i fem genomsnittliga avvikande avkastningar för respektive konjunkturläge:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

Formel 3: Genomsnittlig avvikande avkastning

där AR_{it} är den beräknade avvikande avkastningen hos varje tillgång i och N är antal observationer.

⁷⁰ MacKinlay (1997;15)

⁷¹ Armitage (1995;34)

⁷² MacKinlay (1997;15)

⁷³ Ibid. s. 23

Vidare kommer de genomsnittliga avvikande avkastningarna att ackumuleras för att undersöka hur den avvikande avkastningen utvecklas och förändras under händelsefönstret. CAAR, ackumulerad genomsnittlig avvikande avkastning, kommer således att beräknas för varje intervall inom händelsefönstret, vilket ger CAAR för fem perioder för de båda konjunkturlägena.

$$CAAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t$$

Formel 4: Ackumulerad genomsnittlig avvikande avkastning

4.2.4 Steg 4 – Signifikanstest

Efter att de nödvändiga beräkningarna genomförts är ett signifikanstest nödvändigt för att konstatera huruvida den avvikande avkastningen är statistiskt skild från 0 eller ej. Ett t-test på AAR för alla dagar under händelsefönstret utförs med Nollhypotes (H_0) samt Alternativhypotes (H_1) formulerade enligt nedan:

Nollhypotes: $H_0: AAR = 0$

Alternativhypotes: $H_1: AAR \neq 0$

Vi kommer i undersökningen att utgå från en signifikansnivå på 95 %, vilket innebär att det är 5 % risk att förkasta en sann nollhypotes. t-testet görs i statistikprogrammet SPSS och om p-värdet är mindre än 0,05 (5 %) kommer nollhypotesen att förkastas medan alternativhypotesen accepteras.⁷⁴

Vid undersökning av observationerna i högkonjunktur betyder detta följande:

- Ett varsel om uppsägning i högkonjunktur genererar ingen avvikande aktieavkastning i förhållande till valt index om nollhypotesen accepteras.
- Ett varsel om uppsägning i högkonjunktur genererar avvikande aktieavkastning i förhållande till valt index om nollhypotesen förkastas.

Vid undersökning av observationerna i lågkonjunktur betyder detta följande:

- Ett varsel om uppsägning i lågkonjunktur genererar ingen avvikande aktieavkastning i förhållande till valt index om nollhypotesen accepteras.

⁷⁴ Wahlgren (2005;106)

- Ett varsel om uppsägning i lågkonjunktur genererar avvikande aktieavkastning i förhållande till valt index om nollhypotesen förkastas.

CAAR för samtliga perioder kommer också att genomgå ett signifikanstest för att konstatera huruvida denna är statistiskt skild från 0 eller ej. Ett t-test med 95 % signifikansnivå och identiskt testförfarande som vid AAR utförs med hypoteser formulerade enligt nedan:

Nollhypotes: $H_0: CAAR = 0$

Alternativhypotes: $H_1: CAAR \neq 0$

Vid undersökning av observationer i högkonjunktur innebär detta följande:

- Ackumulerad genomsnittligt avvikande aktieavkastning under händelsefönstret går ej att identifiera hos företag som varslar om uppsägning i högkonjunktur om nollhypotesen accepteras.
- Ackumulerad genomsnittligt avvikande aktieavkastning under händelsefönstret kan identifieras hos företag som varslar om uppsägning i högkonjunktur om nollhypotesen förkastas.

Vid undersökning av observationer i lågkonjunktur innebär detta följande:

- Ackumulerad genomsnittligt avvikande aktieavkastning under händelsefönstret går ej att identifiera hos företag som varslar om uppsägning i lågkonjunktur om nollhypotesen accepteras.
- Ackumulerad genomsnittligt avvikande aktieavkastning under händelsefönstret kan identifieras hos företag som varslar om uppsägning i lågkonjunktur om nollhypotesen förkastas.

En av förutsättningarna för analysen är att observationerna är normalfördelade.⁷⁵ Ett Kolmogorov-Smirnovtest kommer att genomföras för att undersöka huruvida observationerna är normalfördelade eller ej.

De två efterföljande stegen i eventstudien, redovisning av empiriska resultat samt analys, kommer att presenteras under kapitel 5. EMPIRI OCH RESULTAT samt kapitel 6. ANALYS.

⁷⁵ Wahlgren (2005;128)

4.3 Metodkritik

En del av den kritik som framförs mot eventstudiemetoden kan hänföras till de statistiska antaganden som metoden bygger på. I denna studie använder vi oss av marknadsmodellen för att beräkna den förväntade avkastningen där betakoefficienten (β) spelar en central roll. Antaganden bakom β är att den är konstant över tiden samt att de historiska data som används vid beräkningen ger en perfekt skattning av framtida varians, något som empiriska studier dock misslyckats med att styrka.⁷⁶ Kritiker menar vidare att marknadsmodellen, som är en enfaktorsmodell, ej tar hänsyn till förändringar i makroekonomiska variabler varför de istället förespråkar en flerfaktorsmodell.⁷⁷

För att forskaren ska kunna dra generella slutsatser krävs det att urvalet är stort nog att tillåta signifikanta resultat eftersom ett mindre urval försvagar den statistiska analysen⁷⁸, något som kan vara en brist i denna uppsats. Detta är något som i denna studie är svårt att undvika på grund av att den svenska marknaden är förhållandevis liten, vilket i sin tur resulterar i relativt få antal observationer jämfört med annan forskning inom området genomförd på andra marknader. Kritiker menar emellertid att ett större problem för forskaren uppstår när händelsen av intresse inträffar samtidigt för samtliga observationer då en eventuell störning under den givna perioden signifikant försvagar resultatet av studien.⁷⁹ Då denna uppsats har observationer med skilda händelsetidpunkter ser vi därför inget problem med detta.

Vidare framhåller Findlay & Williams (2000) att eventstudien som metod är den mest förekommande och användbara vid prövning av EMH. Forskarna betonar däremot att eventstudiemetoden i sig inte kan avgöra om EMH är riktig utan endast användas för att konstatera huruvida ny information på marknaden leder till en positiv eller negativ reaktion i aktiepriset.⁸⁰

Trots ovanstående kritik är metoden, precis som Findlay & Williams påpekar, den mest förekommande och det finns idag ingen mer fördelaktig metod att använda sig av i det här sammanhanget, varför vi beslutat oss för att nyttja denna metod.

⁷⁶ Wells (2004;66)

⁷⁷ Ibid. s. 66

⁷⁸ Ibid. s. 67

⁷⁹ Ibid. s. 67

⁸⁰ Findlay & Williams (2000; 192-193)

4.4 Källkritik och informationskvalitet

Vid val av källor är det av vikt att fastställa vem eller vilka som har författat dessa. Det är också angeläget att identifiera relationen mellan källan och den verklighet som faktiskt beskrivs. Detta ger ett underlag för att bedöma syftet och bakomliggande faktorer till källans uppkomst, som i sin tur blir avgörande för dess eventuella relevans i den här studien.⁸¹ Det är också viktigt att källan prövas mot det material som den är avsedd för.⁸² Ambitionen har under datainsamlingen varit att eftersträva största möjliga objektivitet. Det handlar inte bara om att kritiskt granska de källor som väljs, utan även om att redovisa varför dessa tillför något i studien. Att agera kritiskt mot valda källor handlar till stor del om att bilda sig en uppfattning om den kontext i vilken den sökta uppgiften presenteras.

Som ett verktyg för informationsinsamling har vi nyttjat sökdatabaserna Lovisa och Elin. Dessa är Lunds Universitetsbiblioteks databaser, varför vi bedömer att materialet som har inskaffats där kan ses som tillförlitligt på grund av att publicerat material genomgått akademisk granskning. Datastream och Affärsdata har använts för att samla in de historiska data som legat till grund för studien. Motiv till valet av dessa databaser är att eftersökt information, i form av historiska aktiekurser och publicering av varsel om uppsägning, på ett överskådligt sätt finns samlad där. Vi ser inga nackdelar med valda källor då historiska aktiekurser ej innefattar subjektiva värderingar. Vidare finner vi ingen anledning att tro att information beträffande varsel om uppsägning som anskaffats från Affärsdata skulle vara missvisande i något avseende då det är högst osannolikt att oberoende nyhetsbyråer, tidsskrifter och journaler skulle förvränga denna typ av information.

Vår initiala problematisering av ämnet härleds till stor del ur tidigare forskning bedrivna på området. Bristande kvalitet i dessa källor kan således få konsekvensen att de resonemang som utgör grunden för vårt ämnesval kan vara alltför svagt underbyggda. För att minimera denna risk har vi uteslutande använt oss av tidigare forskning som publicerats i erkända ekonomiska journaler.

Konjunkturinstitutet har använts som källa för att fastställa definitionen av hög- respektive lågkonjunktur i denna studie. Detta institut är en statlig myndighet som arbetar under Finansinspektionen och bedriver självständig forskning.⁸³ Denna uppsats kan eventuellt ge

⁸¹ Holme & Solvang (1997;132)

⁸² Rienecker & Jörgensen (2002;257)

⁸³ <http://konj.drift.senselogic.se/omki.4.2f48d2f18732142c7fff7286.html>

skilda resultat beroende på vilka tidsperioder som definieras som hög- och lågkonjunktur varför det är av stor betydelse att underlaget som används för att fastställa denna definition präglas av god tillförlitlighet. Vår bedömning är att Konjunkturinstitutet är en objektiv och trovärdig källa som korrekt redogör för det historiska konjunkturläget i Sverige.

5. EMPIRI OCH RESULTAT

Eventstudiens resultat redovisas enligt de givna konjunkturperioderna. Initialt beskrivs urvalsprocessen följt av en presentation av de avvikande avkastningarna samt signifikansnivån av dessa. Samtliga resultat illustreras på ett överskådligt sätt främst med hjälp av tabeller och grafer.

5.1 Urval

Under perioden för högkonjunktur identifierades 109 varsel om uppsägning hos svenska företag. Av dessa visade sig 50 ej vara noterade på Stockholmsbörsen varför de föll bort. Av de återstående observationerna föll ytterligare 1 bort på grund av att det ej fanns tillräcklig information i Datastream. Vidare påverkades 7 av observationerna under sitt händelsefönster, eller i samband med varslet, av annan aktiepåverkande information, främst publicering av delårsrapporter.

Under lågkonjunkturen identifierades 163 varsel om uppsägning varpå 89 utav dessa visade sig vara onoterade och således föll bort. Vidare berördes 18 av de återstående observationerna av annan information som ansågs kurspåverkande och precis som i högkonjunktur var det främst i form av varsel om uppsägning i samband med delårsrapporter. Det slutgiltiga antalet användbara observationer redovisas i tabellen nedan.

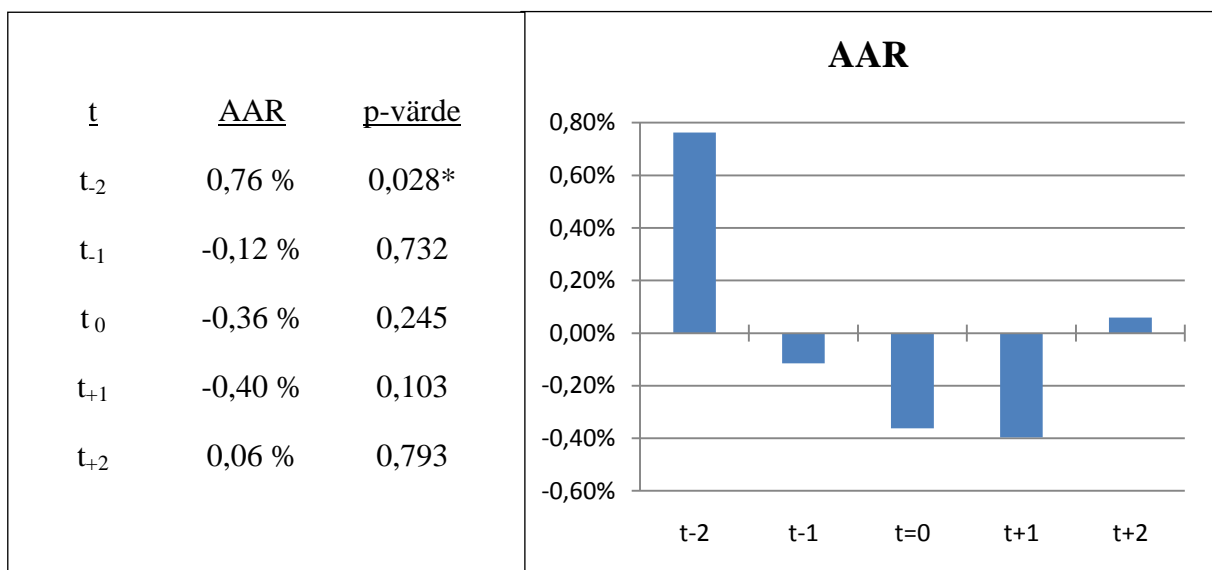
Urval av företag	Högkonjunktur	Lågkonjunktur
Ursprungliga observationer	108	163
Onoterade	59	89
Information ej tillgänglig	1	0
Informationsbrus	7	18
Användbara observationer	41	56

Tabell 1: Urval av företag

För de observationer som efter urvalskriterierna återstod beräknades den avvikande avkastningen (AR_{it}), den genomsnittligt avvikande avkastningen (AAR) samt den ackumulerade genomsnittliga avvikande avkastningen (CAAR). Resultaten av dessa beräkningar signifikantstestades sedan enligt de hypoteser som utformades i kapitel 4. Ett Kolmogorov-Smirnovtest utfördes, vilket påvisade normalfördelade observationer.

5.2 Högkonjunktur

I diagram 1 nedan redovisas AAR tillsammans med p-värden vid t-testet för $H_0: AAR = 0$ hos de 41 företag som varslade om uppsägning i högkonjunktur. En positiv AAR på 0,76 % kan identifieras under händelsefönstrets första dag, t_{-2} . Under de följande tre dagarna, $t_{-1} - t_{+1}$, uppvisades en negativ AAR vilken var som störst för dagen efter varslet om uppsägning då den uppgick till - 0,40 %. Under händelsefönstrets sista dag var AAR återigen positiv, om än marginellt, med 0,06 %.

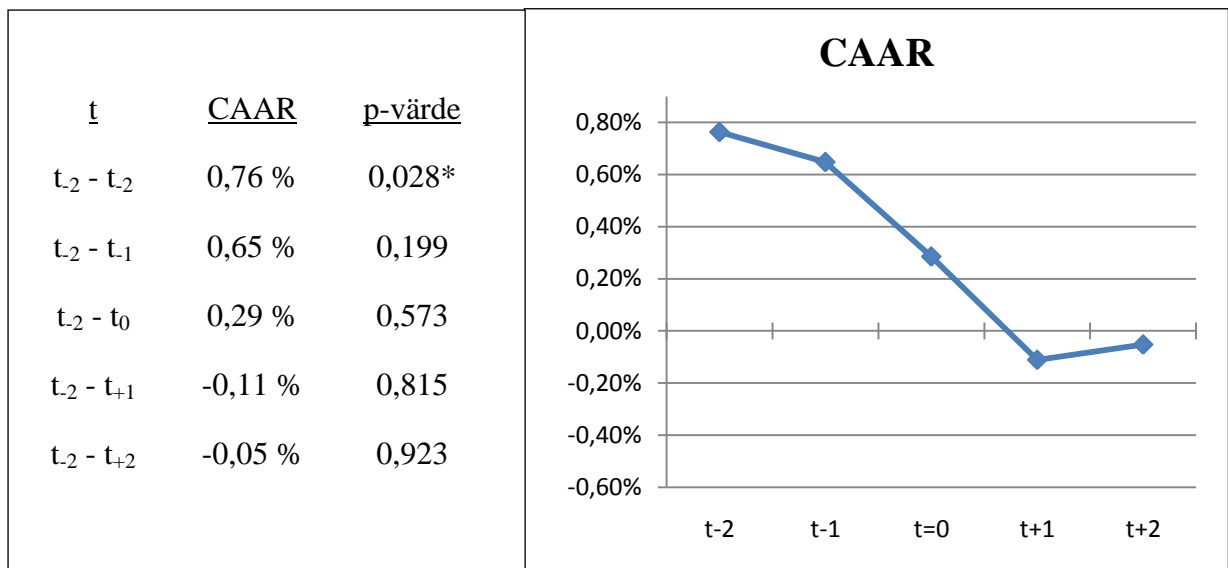


* Signifikant till 95 %

Diagram 1: AAR Högkonjunktur

Signifikanstesten visade att enbart AAR för händelsefönstrets första dag var statistiskt signifikant med ett p-värde på 0,028 som är lägre än det kritiska p-värdet på 0,05. Detta leder till att nollhypotesen förkastas för t_{-2} , vilket betyder att $AAR \neq 0$. För de resterande fyra dagarna kunde ingen statistisk signifikant avvikande avkastning påvisas, varför nollhypotesen, $AAR = 0$, accepteras.

I diagram 2 presenteras CAAR samt p-värdena för t-testen av nollhypotesen för händelsefönstret i högkonjunktur. CAAR är positiv för händelsefönstrets tre första dagar medan densamma är negativ för perioderna $t_{-2} - t_{+1}$ samt $t_{-2} - t_{+2}$. Utvecklingen av CAAR kan dock ej statistiskt säkerställas, något som leder till att nollhypotesen, $CAAR = 0$, accepteras med undantag för händelsefönstrets första dag då nollhypotesen förkastas med ett p-värde på 0,028, vilket understiger den kritiska nivån på 0,05.



* Signifikant till 95 %

Diagram 2: CAAR Högkonjunktur

5.3 Lågkonjunktur

Under händelsefönstret för lågkonjunktur identifierades positiv avvikande avkastning vid dagen för varslet, t_0 , då AAR uppgick till 0,25 %. För dagarna som omslöt händelsen urskiljdes dock negativ AAR med den största avvikelser för dag t_{-1} på - 0,62 %, något som tillsammans med p-värden för t-testet illustreras nedan i diagram 3 för de 56 företag som varslade om uppsägning i lågkonjunktur.

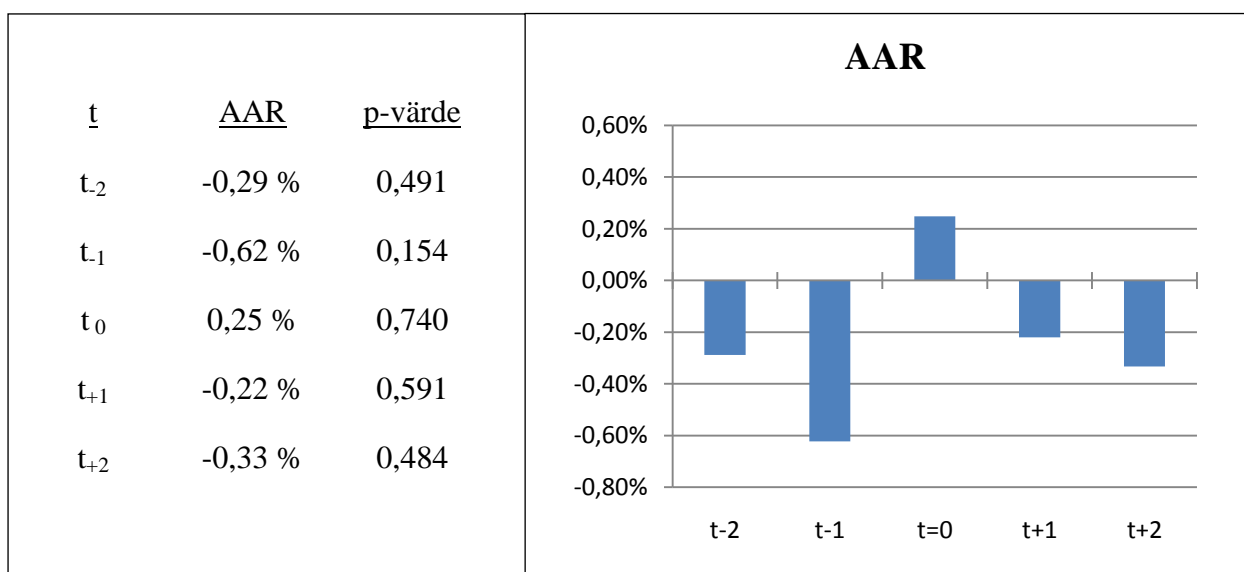


Diagram 3: AAR Lågkonjunktur

AAR visade sig emellertid ej vara statistiskt signifikant med p-värden som påtagligt översteg det kritiska värdet, vilket innebär att nollhypotesen accepteras och alternativhypotesen förkastas för samtliga dagar under händelsefönstret i lågkonjunktur.

I diagram 4 presenteras CAAR samt p-värden från t-testet av nollhypotesen för de fem dagarna under lågkonjunktur. CAAR är negativ för samtliga perioder under händelsefönstret med den lägsta ackumulerade avvikande avkastningen för perioden $t_2 - t_{+2}$ med -1,22 %.

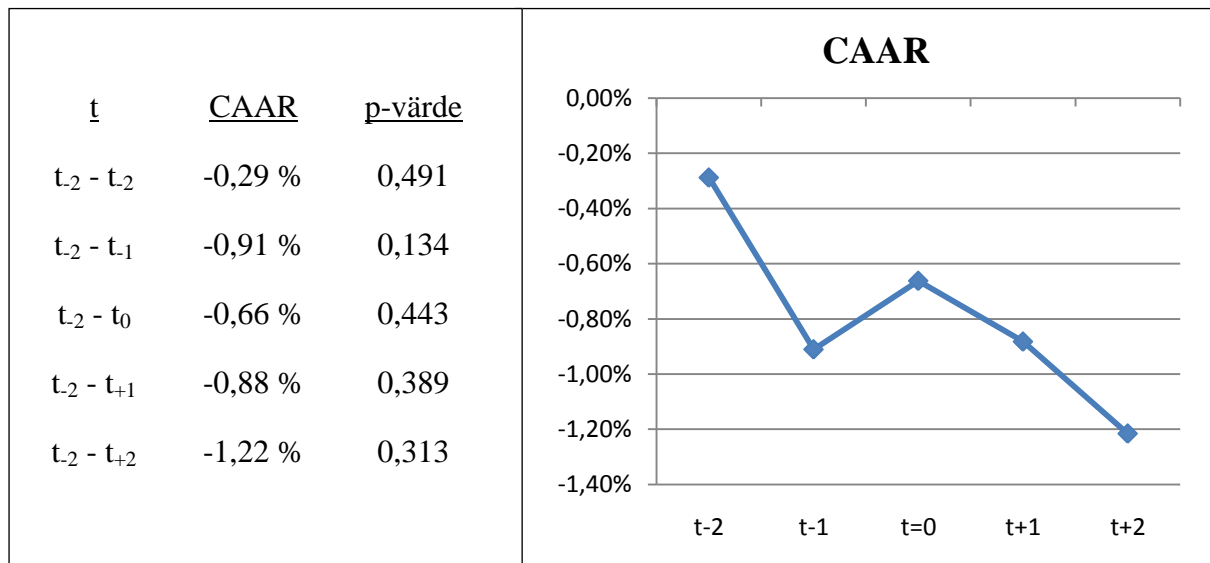


Diagram 4: CAAR Lågkonjunktur

Av p-värdena i diagram 4 framgår att CAAR för samtliga perioder som innefattas av händelsefönstret överstiger det kritiska p-värdet på 0,05. Således accepteras nollhypotesen att $CAAR = 0$ för samtliga dagar.

6. ANALYS

Analysen behandlar inledningsvis resultaten för hög- respektive lågkonjunktur utifrån EMH. Därefter följer en sammanställning för perioderna hög- och lågkonjunktur med koppling till teori samt tidigare forskning. Kapitlet avslutas med en bortfallsanalys samt en reflektion kring eventuella brister i studien.

6.1 Högkonjunktur

Resultaten av undersökningen i högkonjunktur uppvisade en negativ AAR för perioden $t_1 - t_{+1}$. Under dagarna t_2 samt t_{+2} identifierades en positiv AAR som för t_2 var statistiskt signifikant.

Resultaten för de tre dagar som omsluter händelsen indikerar att det kan finnas ett svagt negativt samband mellan varsel om uppsägning och aktiekursen på kort sikt. Med hänsyn till att de avvikande avkastningarna inte är tillräckligt stora för att vara statistiskt signifikanta kan de resultat som redovisats vara ett tecken på förekomst av en halvstark marknadsform enligt EMH. Resultaten innebär således att marknaden redan har förutsett och inkorporerat denna typ av information i aktiekursen, vilket skulle kunna förklara de marginella avvikelserna mellan den faktiska och förväntade avkastningen. En alternativ förklaring till studiens resultat i högkonjunktur kan vara att investerarna på den svenska marknaden är indifferent till den här typen av information, vilket resulterat i de marginella, icke signifikant avvikande avkastningarna.

Sambandet mellan den statistiskt säkerställda, positiva avvikande avkastningen för tidpunkten t_2 och beskedet om varsel om uppsägning finner vi något märkligt. Detta samband skulle kunna förklaras av annan aktiekurspåverkande information som tillkännagivits innan händelsefönstret och således givit upphov till extremvärden som kontaminerat våra resultat. Med hänsyn till att denna information kungjorts innan händelsefönstret kan dess inverkan ha förbisetts under urvalsprocessen. En ytterligare förklaring, om än lika beaktningsvärd, skulle kunna vara ett tidigt informationsläckage, vilket fått som konsekvens att somliga investerare spekulerat i denna information. Vidare diskussion om andra förklaringar till detta resultat, så som brister i marknadsmodellen, tas upp senare i denna analys.

6.2 Lågkonjunktur

Resultaten som erhöles under lågkonjunktur visade på en negativ AAR under alla händelsefönstrets dagar med undantag av dagen då varslet ägde rum, dock uppvisade ingen av dagarna statistiskt signifikant avvikande avkastning.

Det tycks finnas ett svagt samband mellan varslet och aktiekursen då avkastningen för fyra av de fem dagarna i händelsefönstret är negativ. De avvikande avkastningarna är dock ej signifikanta samt så pass små att beskedet om varsel om uppsägning redan kan ha återspeglats i aktiekurserna. I likhet med perioden för högkonjunktur skulle detta kunna indikera att den svenska marknaden är halvstarkt effektiv beträffande kursanpassning i samband med varsel om uppsägning.

Ett av våra antaganden i den inledande problemdiskussionen var att marknaden i tider av finansiell oro kan ha blivit luttrad och således värderar negativ information mer lättvindigt, något som vi dock ej finner stöd för i resultaten i lågkonjunktur. Anledningen till att vårt antagande inte går att styrka är att endast dagen t_0 uppvisar positiv AAR medan AAR för de fyra dagar som omsluter händelsen är negativ. Det går dock ej att dra några generella slutsatser kring detta antagande då AAR för samtliga dagar under händelsefönstret saknar statistisk signifikans.

6.3 Sammanställning

I diagram 5 nedan redovisas en jämförelse mellan CAAR för de skilda konjunkturlägena. Vad som kan avläsas är att trenden för båda perioderna är nedåtgående, något som indikerar att varsel om uppsägning har ett svagt negativt samband med aktiekursen för de berörda företagen i både hög- och lågkonjunktur. Detta resultat finner stöd i tidigare studier av bland andra Lee (1997) samt Gundersson (1997). Resultaten i vår studie saknar emellertid statistisk signifikans vilket, som vi tidigare nämnt, kan bero på att den svenska marknaden i det här avseendet är halvstarkt effektiv och att aktiekursen således redan återspeglar den här informationen. En marknad av halvstarkt form och perfekta informationsflöden kommer enligt EMH redan att ha inkorporerat den information som ligger till grund för varslet i aktiepriset innan själva varslet tillkännages. När ett företag sedermera varslar om uppsägning ska aktiekursen enligt hypotesen inte påverkas eftersom informationen som varslet är en reaktion på redan återspeglas i aktiekursen.

En annan möjlig orsak till de icke signifikanta resultaten kan vara att svenska investerare är neutrala i sin värdering av varsel om uppsägning, vilket skulle kunna förklara de marginellt avvikande avkastningarna. Detta resonemang finner stöd i en tidigare studie av Farber & Hallock (2009) som fastslog att aktiekursens påverkan vid varsel om uppsägning har blivit mindre negativ över tiden. De påvisade även att varsel om uppsägning i proaktivt syfte ökat relativt de i reaktivt syfte.

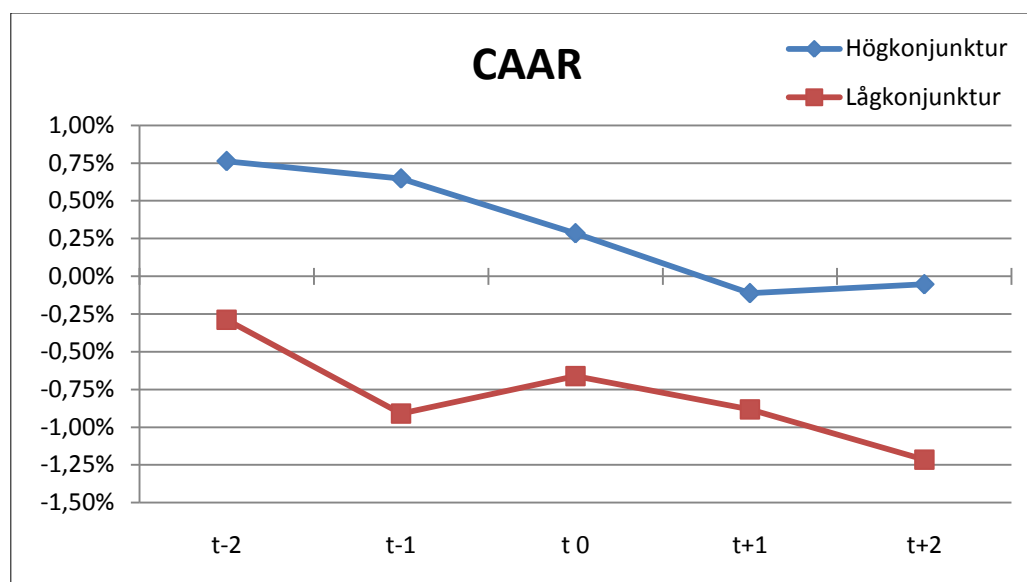


Diagram 5: Jämförelse CAAR

Av diagram 5 framgår att CAAR i högkonjunktur endast är negativ för de två sista dagarna i händelsefönstret medan densamma i lågkonjunktur är negativ under hela händelsefönstret. Detta resultat innebär att marknaden i högkonjunktur värderar varsel om uppsägning annorlunda än i lågkonjunktur, något som leder oss till antagandet att det rådande konjunkturläget har viss påverkan beträffande hur den här typen av information värderas av marknaden. En möjlig orsak till dessa resultat är, med utgångspunkt i Farber & Hallocks (2009) resonemang, att andelen proaktiva varsel är större i högkonjunktur än i lågkonjunktur. Dock har vi i denna undersökning ej tagit hänsyn till de bakomliggande orsakerna till varslen, därav kan vi inte med säkerhet veta att så är fallet. Utan statistisk signifikans i CAAR kan vi ej heller dra några generella slutsatser kring eventuella divergenser i den svenska marknads reaktion under de skilda konjunkturlägena.

Som vi har konstaterat tidigare uppvisar CAAR en negativ trend i båda konjunkturlägena. Intressant är dock hur CAAR fluktuerar närmare noll i högkonjunktur jämfört med lågkonjunktur, vilket ger indikationer om att den svenska marknaden är mer effektiv i sin

kursanpassning under högkonjunktur än i lågkonjunktur beträffande information gällande varsel om uppsägning.

6.4 Bortfallsanalys

Vi finner det relevant att genomföra en bortfallsanalys av de observationer som efter de givna urvalskriterierna klassades som bortfall i och med informationsbrus. Denna analys möjliggör bedömningen huruvida de bortvalda företagen eventuellt påverkat resultatet i studien. Efter urvalet återstod 48 företag i högkonjunktur samt 74 i lågkonjunktur. Av dessa uppfyllde 7 respektive 18 exklusionskriteriet på grund av att de under sina händelsefönster berörts av annan aktiekurspåverkande information, vilket gjorde att det återstod 41 företag i högkonjunktur samt 56 i lågkonjunktur. Det informationsbrus som mest frekvent förekom var varsel om uppsägning i samband med publicering av delårsrapporter, vinstvarningar, årsredovisningar samt besked om uppköp och sammanslagningar.

Efter en genomgång av de företag som exkluderats observerades en viss överrepresentation av bolag som var noterade på OMX Stockholm Large Cap. Dock avviker inte denna överrepresentation nämnvärt från det faktiska urvalet. Vidare registrerades ingen överrepresentation av någon specifik bransch, varför vi inte finner det sannolikt att bortfallen skulle påverka resultatet i studien.

6.5 Reflektioner

I den avslutande analysen görs reflektioner över eventuella brister i studien som direkt eller indirekt påverkat dess resultat. Då mycket av den tidigare forskningen faktiskt funnit signifikant avvikande avkastning i samband med varsel om uppsägning är det relevant att diskutera eventuella brister i utformningen av undersökningen.

I studien har vi valt att utgå från marknadsmodellen vid beräkningen av den förväntade avkastningen. I modellen används skattade α och β utifrån historiska data och problemen med skattningen av dessa variabler belystes under metodkritiken i kapitel 4. Variablerna skattades under en estimeringsperiod på 120 handelsdagar ($t_{130} - t_{10}$) men ett annorlunda estimeringsfönster hade eventuellt givit en annan förväntad avkastning för respektive aktie, vilket i sin tur hade kunnat påverka undersökningens resultat. Den statistiskt signifikanta avvikelserna för t_2 i högkonjunktur förklarades tidigare i analysen genom annan

aktiepåverkande information eller ett tidigt informationsläckage men avvikelsen skulle även kunna härledas till eventuella brister i den använda modellen.

Med antagandet om EMH valde vi en period på två dagar efter händelsen då marknaden borde ha hunnit reagera men på grund av våra icke signifikanta resultat bör den eventuella förekomsten av en mer fördröjd marknadsreaktion beaktas. Vid en fördröjd reaktion på den svenska marknaden hade ett längre händelsefönster ökat möjligheten att fånga denna.

I metodkritiken under kapitel 4 berördes vikten av urvalets storlek för möjligheten till signifikanta resultat. Sett till andra studier på området är urvalet i denna studie litet, vilket kan ha försvagat den statistiska signifikansen. Ett större urval hade eventuellt varit till gagn för undersökningens statistiska signifikans, dock fanns det inte möjlighet att samla in data från fler perioder inom tidsramen för denna studie. Vidare bör bortfallet i urvalet diskuteras då detta präglats av subjektivitet. Vad som ansågs vara aktiekurspåverkande information och således vilka företag som exkluderades ur urvalet grundades i vår subjektiva bedömning men risken finns att denna bedömning i något hänseende varit felaktig. Ytterligare finns det risk att urvalsprocessen brustit i det avseendet att aktiekurspåverkande information strax innan händelsefönstret förbisetts, vilket kan ha påverkat studiens resultat.

7. SLUTSATS OCH FRAMTIDA FORSKNING

I det sjunde och avslutande kapitlet sammanfattas analysen i en slutsats och studiens forskningsfråga besvaras. Slutsatsen följs av förslag till framtida forskning.

7.1 Slutsats

Den här uppsatsen hade i syfte att utreda huruvida det gick att identifiera avvikande aktieavkastning hos svenska företag som varslat om uppsägning i hög- respektive lågkonjunktur. Vidare syftade uppsatsen till att tolka och jämföra marknadens värdering av varsel om uppsägning i de skilda konjunkturlägena. Den inledande problemdiskussionen ledde fram till forskningsfrågan:

Vilken effekt har ett varsel om uppsägning på aktiekursen hos svenska företag på kort sikt i hög- respektive lågkonjunktur?

Resultaten av denna undersökning påvisar ett svagt negativt samband mellan tidpunkten för varsel om uppsägning och aktiekursens utveckling i både hög- samt lågkonjunktur på kort sikt. Dock var den avvikande aktieavkastningen i samband med varslen långt ifrån statistiskt signifikant. Detta ledde oss till slutsatsen att den svenska marknaden antingen är halvstarkt effektiv i det här avseendet enligt EMH eller att denna marknad är neutral i sin värdering av den här typen av information. Det sistnämnda finner stöd i tidigare forskning av Farber & Hallock (2009) vilka konstaterade att varslets inverkan på aktiekursen minskat över tiden.

Vidare visade den ackumulerade avvikande avkastningen på vissa skillnader i marknadens reaktion under hög- respektive lågkonjunktur. Resultatet tyder på att marknaden tenderar att värdera varsel om uppsägning mer negativt i lågkonjunktur. Emellertid kunde undersökningen ej frambringa statistiskt säkerställda avvikelser varför vi ej kan dra några generella slutsatser kring eventuella skillnader i marknadens reaktion på kort sikt under de skilda konjunkturlägena.

7.2 Framtida forskning

Ämnet som denna studie behandlar kan fortfarande betraktas som relativt outforskat på den svenska marknaden. Då vi ej fann några statistiskt signifikanta resultat kan en liknande undersökning med ett längre händelsefönster samt val av en annan estimeringsperiod vara intressant för att eventuellt styrka eller förkasta ovan nämnda slutsats.

Vidare kan det vara aktuellt att kategorisera varslen efter olika särdrag och sedan studera eventuella skillnader mellan dessa. Då vi i vår analys har berört skillnader i marknadens värdering av reaktiva respektive proaktiva varsel kan det vara av intresse att genomföra en undersökning med denna kategorisering på den svenska marknaden.

Som vi resonerade i den inledande problemdiskussionen skulle en studie likt den av Abraham (2006), beträffande marknadens värdering av varsel om uppsägning av fackligt respektive ej fackligt anslutna arbetstagare, vara intressant att genomföra på den svenska marknaden på grund av Sveriges historiskt sett starka fackliga tradition.

8. KÄLLFÖRTECKNING

8.1 Tryckta källor

- Abraham, S.E. (2005): *The Market Reaction to Layoff Announcements: a Union-Nonunion Comparison*, International Journal of Manpower, s. 452-466
- Armitage, S. (1995): *Event Study Methods and Evidence on Their Performance*, Journal of Economic Surveys, Vol. 8, No. 4, s. 25-52
- Bryman, A., Bell, E. (2005): *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Liber, Malmö
- Cascio, W.F. (1993): *Downsizing: What do we know? What have we learned?*, Academy of Management Executive, februari 1993, s. 95-105
- Dolley, J (1933): *Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups*, Harvard Business Review, april 1933, Vol. 11, s. 316-326
- Elton, E., Gruber, M., Brown S., Goetzmann, W. (2003): *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, John Wiley & Sons, USA
- Eriksson, L.T., Wiedersheim-Paul, F. (2001): *Att utreda, forska och rapportera*, Liber, Malmö
- Fama, E. (1970): *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, maj 1970, s. 383-417
- Fama, E, Fisher, L., Jensen, M.C., Roll, R. (1969): *The Adjustment of Stock Prices to New Information*, International Economic Review, Vol. 10, No. 1, s. 1-21
- Farber, H.S., Hallock, K.F. (2008): *The Changing Relationship Between Job Loss Announcements and Stock Prices: 1970-1999*, Labour Economics, 2009, Vol. 16, No. 1, s. 1-11
- Findlay, M.C., Williams, E.E (2000): *A fresh look at the efficient market hypothesis: How the intellectual history of finance encouraged a real "fraud-on-the-market"*, Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 23, No. 2, s. 181-199
- Frost, C.A., Pownall, G. (1994): *Accounting Disclosure Practices in the United States and the United Kingdom*, Journal of Accounting Research, Vol. 32, No. 1 1994, s. 75-102
- Gregow, T. (2008): *Sveriges Rikes Lag 2008*, Nordsteds Juridik AB, Stockholm
- Gunderson, M., Verma, A., Verma, S. (1997): *Impact of Layoff Announcements on the Market Value of the Firm*, Relations Industrielles, våren 1997, s. 364
- Hahn, T. Reyes, M.G. (2004): *On the estimation of stock-market reaction to corporate layoff announcements*, Review of Financial Economics, Vol. 13, No. 4, s. 357-370

- Haugen, R.A. (2001): *Modern Investment Theory*, Prentice-Hall, Inc., Upper Saddle River, New Jersey
- Holme, I.M., Solvang, B.K. (1997): *Forskningsmetodik*, Studentlitteratur, Lund
- Lee, P.M. (1997): *A Comparative Analysis of Layoff Announcements and Stock Price Reactions in the United States and Japan*, Strategic Management Journal, Vol. 18, No. 11, december 1997, s. 879-894
- Lee, S.H., Varela, O. (1997): *An Investigation of Event Study Methodologies with Clustered Events and Event Day Uncertainty*, Review of Quantitative Finance and Accounting, Vol. 8, s. 211-228
- Malkiel, B.G. (2003): *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 1, 2003, s. 59-82
- Malkiel, B.G. (2005): *Reflections on the Efficient Market Hypothesis: 30 Years Later*, The Financial Review, Vol 40, No 1, 2005, s. 1-9
- MacKinlay, A.C. (1997): *Event Studies in Economics and Finance*, Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 1, mars 1997, s. 13-39
- McKnight, P.J., Lowrie, A., Coles, C. (2002): *Investor Reactions, Social Implications and Layoff Announcements in the UK: A comparison between periods*, Journal of Management & Governance, 2002, s. 83
- Palmon, O., Sun, H.L., Tang, A.P. (1997): *Layoff Announcements: Stock Market Impact and Financial Performance*, Financial Management, 1997, s. 54
- Rienecker, L., Jörgensen, P.S. (2002): *Att skriva en bra uppsats*, Liber, Malmö
- Roberts, H.V. (1959): *Stock Market 'Patterns' and Financial Analysis: Methodological Suggestions*, Journal of Finance, Vol. 14, No 1, 1959, s. 1-10
- Wahlgren, L. (2005): *SPSS steg för steg*, Studentlitteratur, Lund
- Wallén, G. (1996): *Vetenskapsteori och forskningsmetodik*, Studentlitteratur, Lund
- Wells, W.H. (2004): *A Beginner's Guide To Event Studies*, Journal of Insurance Regulation, Vol. 22, No. 4, s. 61-70

8.2 Elektroniska källor

http://www.ams.se/admin/Documents/ams/arbdata/tidigare/varsel_ri_manad_92_08.xls
2009-04-22

<http://www.ams.se/admin/Documents/faktablad/varsel.pdf> 2009-04-20

<http://www.konj.se/statistik/konjunkturbarometern.4.4b231cd511170eec10e80002736.html>
2009-04-15

<http://www.konj.se/statistik/konjunkturbarometern/barometerindikatorn.4.4b231cd511170eec10e8000122246.html> 2009-04-15

http://konj.drift.senselogic.se/download/18.484cc23b1165f30e75680003092/Bar_indikator.xls 2009-04-15

<http://www.msnbc.msn.com/id/27701392/> 2009-04-16

9. BILAGOR

9.1 Urval

Utvalda varsel

HÖGKONJUNKTUR	
FÖRETAG	TIDPUNKT
Electrolux	20070607
HL Display	20070413
Nolato	20070322
Partnertech	20070207
Autoliv	20070111
Skistar	20061212
Volvo	20061114
Opcon	20061101
Saab	20061016
Trelleborg	20061003
Partnertech	20060921
Electrolux	20060824
Nolato	20060815
Skanska	20060619
Tieto Enator	20060515
Billerud	20060508
Seco Tools	20060410
Audiodev	20060405
Boliden	20060331
Autoliv	20060321
Partnertech	20060308
Saab	20060307
Saab	20060227
Gunnebo	20060224
SCA	20060202
ABB	20060123
Stora Enso	20060113
Volvo	20051128
ABB	20051123
Saab	20051111
SCA	20051021
Brio	20051010
Modul 1	20051003
Volvo	20051005
Electrolux	20051004
SAS	20050928
Partnertech	20050907
Nolato	20050905
Electrolux	20050902
HL Display	20050829
Nolato	20050823

LÅGKONJUNKTUR	
FÖRETAG	TIDPUNKT
Sandvik	20090331
Electrolux	20090319
Peab	20090306
Sandvik	20090303
SKF	20090302
Husqvarna	20090226
Enea	20090225
Profilgruppen	20090224
Nederman	20090224
Seco Tools	20090218
Atlas Copco	20090212
Cybercom	20090216
Volvo	20090202
Ericsson	20090129
Atlas Copco	20090128
Rörvik Timber	20090122
Volvo	20090120
Partnertech	20090114
Electrolux	20090115
Telia Sonera	20090112
Alfa Laval	20090112
Svedbergs	20090107
Novacast	20081222
Cardo	20081215
Peab	20081212
SSAB	20081208
Atlas Copco	20081208
ABB	20081203
Rörvik Timber	20081203
Brio	20081126
Skanska	20081125
Seco Tools	20081120
Sandvik	20081120
Volvo	20081117
Höganäs	20081111
Volvo	20081111
Haldex	20081110
Semcon	20081104
Volvo	20081029
Note	20081020
Nolato	20081017
Autoliv	20081016
SAS	20081014
Readsoft	20081014
Q-med	20081009
Profilgruppen	20081008
Ericsson	20081006
Partnertech	20081006
Atlas Copco	20081001
Swedbank	20080930
Volvo	20080930
Husqvarna	20080918
Volvo	20080912
Autoliv	20080812
Kabe	20080806
Volvo	20080625

Varsel om uppsägning - Hur påverkas aktiekursen i hög- respektive lågkonjunktur?

Bortvalda varsel

HÖGKONJUNKTUR		
FÖRETAG	TIDPUNKT	MOTIVERING
Mirec	20070706	Onoterad
Addici	20070720	Onoterad
KMT	20070525	Onoterad
Smurfit	20070503	Onoterad
Manpower	20070214	Onoterad
ASSA	20070208	Onoterad
Arenco	20070130	Onoterad
IAC	20070117	Onoterad
Eljo	20070122	Onoterad
Coor	20070116	Onoterad
Luvata	20070117	Onoterad
Kalmar Industries	20061207	Onoterad
Imagon	20061205	Onoterad
Plastal	20061123	Onoterad
Tarkett	20061025	Onoterad
Polytec	20061021	Onoterad
EDC	20061002	Onoterad
Findus	20060929	Onoterad
Tidamek	20060929	Onoterad
Abu Garcia	20060929	Onoterad
Redcats	20060824	Onoterad
Getrag	20060626	Onoterad
Comhem	20060612	Onoterad
Borås Wäfveri	20060607	Onoterad
Källbergs	20060602	Onoterad
Swedish Meats	20060519	Onoterad
Arla	20060511	Onoterad
Dafgårds	20060412	Onoterad
Telenor	20060511	Onoterad
Svalöf Weibulls	20060320	Onoterad
Vodafone	20060316	Onoterad
Haléns	20060222	Onoterad
Bahco	20060216	Onoterad
Svenska Bostäder	20060209	Onoterad
Finnveden Powertrain	20060207	Onoterad
Ankarsrum Industries	20060127	Onoterad
Kronfågel	20060125	Onoterad
Leaf	20060124	Onoterad
Strip Steal	20060126	Onoterad
Viktväktarna	20060120	Onoterad
ACN	20060116	Onoterad
Tarkett	20060112	Onoterad
Framfood	20060109	Onoterad
Kendrion	20060105	Onoterad
Ovako	20060103	Onoterad
Brevens bruk	20051210	Onoterad
Valeo	20051129	Onoterad
Apoteket	20051115	Onoterad
Rapid	20051110	Onoterad
Tetra Pak	20051013	Onoterad
Abba Seafood	20051004	Onoterad
Lithells	20050921	Onoterad
Ankarsrum Industries	20050922	Onoterad

LÅGKONJUNKTUR		
FÖRETAG	TIDPUNKT	MOTIVERING
Rexcell	20090327	Onoterad
Finnveden Powertrain	20090331	Onoterad
Totebo	20090330	Onoterad
Stoneridge	20090325	Onoterad
Olofsfors	20090325	Onoterad
Tooltec	20090325	Onoterad
Komatsu	20090324	Onoterad
Atlet	20090320	Onoterad
Villerooy & Bosch	20090320	Onoterad
Polyplank	20090317	Onoterad
Accona	20090317	Onoterad
Karamellpojarna	20090316	Onoterad
Rottneros	20090316	Onoterad
Hallberg-Rassy	20090311	Onoterad
Flextronics	20090312	Onoterad
Arvin Meritor	20090310	Onoterad
Weigl	20090306	Onoterad
Tarkett	20090228	Onoterad
ASSA	20090226	Onoterad
BAE	20090225	Onoterad
Novacast	20090223	Onoterad
SNA	20090323	Onoterad
Swepart	20090323	Onoterad
SEKAB	20090220	Onoterad
Göteborgs Hamn	20090216	Onoterad
ACB Laminat	20090212	Onoterad
IAC	20090209	Onoterad
Smurfit	20090211	Onoterad
Scandlines	20090205	Onoterad
Arvika Gjuteri	20090205	Onoterad
Akzo Nobel	20090202	Onoterad
Adecco	20090204	Onoterad
Dometic	20090130	Onoterad
Albany	20090129	Onoterad
Plastal	20090128	Onoterad
Kockum	20090127	Onoterad
Bergendahls	20090126	Onoterad
BT Products	20090122	Onoterad
Metso Paper	20090119	Onoterad
Findus	20090119	Onoterad
Vinovo	20090115	Onoterad
Finnveden Powertrain	20090115	Onoterad
Rottneros	20090114	Onoterad
Utternbåtar	20090114	Onoterad
Emhart	20090113	Onoterad
Jitech	20090112	Onoterad
Zakrisdalsverken	20090110	Onoterad
Trucktillverkaren	20090109	Onoterad
Arvika Gjuteri	20090109	Onoterad
Cargotec	20090107	Onoterad
Yves Rocher	20081219	Onoterad
Fläkt Woods	20081217	Onoterad
Green Cargo	20081217	Onoterad

Varsel om uppsägning - Hur påverkas aktiekursen i hög- respektive lågkonjunktur?

Segerström & Svensson	20050919	Onoterad	Drillcon	20081216	Onoterad
VM Data	20050914	Onoterad	Windy	20081209	Onoterad
Redcats	20050913	Onoterad	MQ	20081208	Onoterad
Finnveden Powertrain	20050901	Onoterad	Myresjöhus	20081203	Onoterad
Pergo	20050823	Onoterad	VSM Group	20081202	Onoterad
Stilexo	20050707	Onoterad	Stena Stål	20081201	Onoterad
Nolato	20070607	Informationsbrus	Kubal	20081128	Onoterad
Switchcore	20070516	Informationsbrus	Ahlsell	20081126	Onoterad
HL Display	20070420	Informationsbrus	Ovako	20081126	Onoterad
ABB	20061103	Informationsbrus	Adecco	20081127	Onoterad
Brio	20060502	Informationsbrus	Metso	20081124	Onoterad
Tieto Enator	20060202	Informationsbrus	Vindeln	20081121	Onoterad
Stora Enso	20051027	Informationsbrus	Finndomo	20081119	Onoterad
Husqvarna	20060901	Info ej tillgänglig	Dynapac	20081119	Onoterad
			Perstorp	20081118	Onoterad
			Gnotec	20081113	Onoterad
			Alimak	20081113	Onoterad
			JC	20081112	Onoterad
			SMP Parts	20081108	Onoterad
			Jitech	20081107	Onoterad
			Cargotec	20081106	Onoterad
			IAC	20081106	Onoterad
			Gambro	20081105	Onoterad
			Motoman	20081104	Onoterad
			Arvika Gjuteri	20081028	Onoterad
			Drillcon	20081027	Onoterad
			Manpower	20081021	Onoterad
			Nitator	20081022	Onoterad
			Pergo	20081022	Onoterad
			Moelven	20081017	Onoterad
			Lagena	20081015	Onoterad
			Rate	20081014	Onoterad
			Getrag	20081013	Onoterad
			TVAB	20081009	Onoterad
			Finndomo	20080929	Onoterad
			Lear	20080508	Onoterad
			Sandvik	20090331	Informationsbrus
			Saab	20090312	Informationsbrus
			Gunnebo	20090311	Informationsbrus
			Tieto	20090305	Informationsbrus
			Elektronikgruppen	20090224	Informationsbrus
			ÅF	20090217	Informationsbrus
			Sandvik	20090217	Informationsbrus
			Elander	20081219	Informationsbrus
			SKF	20081210	Informationsbrus
			Trelleborg	20090209	Informationsbrus
			Peab	20081121	Informationsbrus
			Billerud	20081113	Informationsbrus
			NCC	20081110	Informationsbrus
			JM	20081024	Informationsbrus
			Volvo	20081023	Informationsbrus
			Cision	20081022	Informationsbrus
			Husqvarna	20080918	Informationsbrus
			Electrolux	20080505	Informationsbrus

9.2 Signifikanstest

AAR: Högkonjunktur

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
t-2	41	,007626849	,0214386675	,0033481574
t-1	41	-,001152563	,0214377219	,0033480097
t 0	41	-,003624146	,0196851372	,0030743019
t+1	41	-,003961874	,0151885801	,0023720577
t+2	41	,000587787	,0142531206	,0022259635

One-Sample Test

	Test Value = 0					
					95% Confidence Interval of the Difference	
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Lower	Upper
t-2	2,278	40	,028	,0076268490	,000859971	,014393727
t-1	-,344	40	,732	-,0011525629	-,007919143	,005614017
t 0	-1,179	40	,245	-,0036241463	-,009837542	,002589250
t+1	-1,670	40	,103	-,0039618740	-,008755981	,000832233
t+2	,264	40	,793	,0005877874	-,003911053	,005086627

CAAR: Högkonjunktur

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
t-2	41	,007626849	,0214386675	,0033481574
t-1	41	,006474286	,0317693172	,0049615338
t 0	41	,002850140	,0321419731	,0050197328
t+1	41	-,001111734	,0301924408	,0047152671
t+2	41	-,000523947	,0346948261	,0054184215

One-Sample Test

	Test Value = 0					
					95% Confidence Interval of the Difference	
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Lower	Upper
t-2	2,278	40	,028	,0076268490	,000859971	,014393727
t-1	1,305	40	,199	,0064742860	-,003553348	,016501920
t 0	,568	40	,573	,0028501399	-,007295119	,012995398
t+1	-,236	40	,815	-,0011117342	-,010641644	,008418176
t+2	-,097	40	,923	-,0005239469	-,011474985	,010427092

AAR: Lågkonjunktur

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
t-2	56	-,002878252	,0310738222	,0041524141
t-1	56	-,006223522	,0322225230	,0043059158
t 0	56	,002482371	,0556701368	,0074392350
t+1	56	-,002201558	,0304793107	,0040729692
t+2	56	-,003331441	,0354088813	,0047317108

One-Sample Test

	Test Value = 0					
					95% Confidence Interval of the Difference	
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Lower	Upper
t-2	-,693	55	,491	-,0028782519	-,011199876	,005443372
t-1	-1,445	55	,154	-,0062235218	-,014852770	,002405726
t 0	,334	55	,740	,0024823709	-,012426189	,017390931
t+1	-,541	55	,591	-,0022015577	-,010363970	,005960855
t+2	-,704	55	,484	-,0033314414	-,012814002	,006151119

CAAR: Lågkonjunktur

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
t-2	56	-,002878252	,0310738222	,0041524141
t-1	56	-,009101774	,0447757377	,0059834096
t 0	56	-,006619403	,0640768500	,0085626293
t+1	56	-,008820960	,0760578564	,0101636586
t+2	56	-,012152402	,0893642825	,0119418046

One-Sample Test

	Test Value = 0					
					95% Confidence Interval of the Difference	
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Lower	Upper
t-2	-,693	55	,491	-,0028782519	-,011199876	,005443372
t-1	-1,521	55	,134	-,0091017736	-,021092795	,002889247
t 0	-,773	55	,443	-,0066194027	-,023779295	,010540490
t+1	-,868	55	,389	-,0088209604	-,029189387	,011547467
t+2	-1,018	55	,313	-,0121524018	-,036084313	,011779509