



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

Kurskod: FEKH89

Kursens titel: Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 HP

VT 2021

Förenklar en kategorisering investerarens vardag?

En kvantitativ studie av pressmeddelanden från Large cap och Small cap bolag noterade
på Nasdaq Stockholm

Författare:

Jacob Andersson

Zakarias Grönkvist

Kasper Janols

Handledare:

Anamaria Cociorva

Sammanfattning

Titel	Förenklar en kategorisering investerarens vardag? - En kvantitativ studie av pressmeddelanden från Large cap och Small cap bolag noterade på Nasdaq Stockholm
Seminariedatum	2021-06-02
Kurs	FEKH89, Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 HP.
Författare	Jacob Andersson, Zakarias Grönkvist, Kasper Janols
Handledare	Anamaria Cociorva.
Nyckelord	Pressmeddelande, Kategorier, Överavkastning, Marknadseffektivitet, Segment
Syfte	Avhandlingen syftar till att undersöka publicerade pressmeddelanden från bolag listade på Small cap och Large Cap på Nasdaq Stockholm. Därefter granskas marknadsreaktionerna och huruvida det föreligger en skillnad mellan de två segmenten.
Teoretiska perspektiv	Till grund för denna studie ligger tidigare forskningsstudier inom kategorier av pressmeddelanden samt hur de förhåller sig till marknaden. Likaså appliceras effektiva marknadshypotesen, investerarbeteende och signaleringsteorin som teoretiskt ramverk.
Metod	En kvantitativ metod med deduktiv ansats har tillämpats i denna undersökning där datan extraherats från Thomson Reuters Datastream och Modular Finance News.
Resultat	Undersökningen består av en datasamling på 189 svensklisterade bolag där 12 246 st pressmeddelande analyserats för tidsperioden 2017-01-01 till 2019-12-31.
Slutsats	Studien visar att majoriteten av kategorierna för pressmeddelanden har ett samband med aktiekurs samtidigt som ingen signifikant skillnad mellan segmenten kunde bekräftas.

Abstract

Title	Förenklar en kategorisering investerarens vardag? - En kvantitativ studie av pressmeddelanden från Large cap och Small cap bolag noterade på Nasdaq Stockholm
Seminar date	2021-06-02
Course	FEKH89, Corporate Finance Degree Project, Undergraduate level, 15 ECTS
Authors	Jacob Andersson, Zakarias Grönkvist, Kasper Janols
Advisor	Anamaria Cociorva
Key words	Press release, Abnormal return, Categories, Market efficiency, Segment
Purpose	The thesis aims to investigate published press releases from companies listed on Small cap and Large Cap at Nasdaq Stockholm. Subsequently examine the market reaction and whether there is a difference between the two segments.
Theoretical perspectives	This study is based on previous research in categories of press releases and how they relate to the market. Similarly, effective market hypothesis, investor behaviour and signalling theory are applied as a theoretical framework.
Methodology	A quantitative method of deductive approach has been applied in this study where the data was extracted from Thomson Reuters Datastream and Modular Finance News.
Results	The survey consists of a data collection of 189 Swedish-listed companies where 12,246 press releases were analyzed for the period 2017-01-01 to 2019-12-31.
Conclusion	The study shows that the majority of the categories for press releases are related to the share price, while no significant difference between the segments could be confirmed.

Definitioner och begrepp

CAAR (Cumulative abnormal average return) - Genomsnittlig kumulativ överavkastning

CAR (Cumulative abnormal return) - Kumulativ överavkastning

E(R) (Expected Return) - Förväntad avkastning

Informationsasymmetri - Uppstår när en marknadspart har tillgång till mer eller bättre information än den andra parten

Large cap - Marknadskapitalisering större än 10 miljarder SEK

Pressmeddelanden - Nyheter publicerade av företagen själva

Small cap - Marknadskapitalisering som understiger 1,5 miljarder SEK

Överavkastning (Abnormal Return) - Uppstår när en akties konstaterade avkastning överstiger sin förväntade avkastning

Kategorier

Utmärkelser (1) - Företagsutmärkelser, produktutmärkelser

Kunder & Partners (2) - Kundförhållandet, nya partners samt nå en milstolpe

Utbyte (3) - Information om att bolaget inte uppfyller kraven för fortlevnad på börsen

Finansiella (4) - Utdelningar, årsredovisningar, kvartalsrapporter, aktiesplit, aktieåterköp, nyemissioner, tidigt tillkännagivande av resultat

Rättsliga (5) - Stämningar, rättsliga problem, finansinspektionens undersökningar/ andra myndigheter som undersöker bolaget, uppgörelser

Sammanslagning & Förvärv (6) - Förvärv, sammanslagning, IPO, skapande av dotterbolag

Ledning & Styrelse (7) - Nya medlemmar, kompensationer, befordran, omstrukturering, pensionering, uppsägning

Event & Möten (8)- Företagssponsrad event, årsstämma, industrievent, investerarmöten

Produkt & Tjänst (9) - FDA eller Läkemedelsverket godkännande för produkter, nya produkter, patent, research, uppdateringar och uppgraderingar

Strategi & Prestation (10) - Kreditnyheter, infrastruktur, lönsamhet

Förord

Inledningsvis skulle vi vilja visa vår tacksamhet till vår handledare Anamaria Cociorva som bidragit med ovärderlig kunskap inom Corporate Finance och givande synpunkter till vår studie. Författarna skulle även vilja tacka opponeringsgrupperna för deras väsentliga insikter i vår uppsats.

Jacob Andersson

Zakarias Grönkvist

Kasper Janols

Innehållsförteckning

1. Inledning	8
1.2. Problemdiskussion	10
1.3. Studiens syfte	12
1.4. Målgrupp	12
1.5. Avgränsing	12
2. Teoretiskt Ramverk	13
2.1. Effektiva marknadshypotesen	13
2.2. Investerarbeteende	14
2.3. Signalerings teorin	15
2.4. Bolagsstorlek & information	16
2.5. Marknadens förväntningar på typer av nyheter	17
2.5.1. Utmärkelser (1)	17
2.5.2. Kunder & Partners (2)	17
2.5.3. Utbyte (3)	17
2.5.4. Finansiella (4)	18
2.5.5. Rättsliga (5)	19
2.5.6. Sammanslagning & Förvärv (6)	19
2.5.7. Ledning & Styrelse (7)	19
2.5.8. Event & Möten (8)	20
2.5.9. Produkt & Tjänst (9)	20
2.5.10. Strategi & Prestation (10)	20
2.6. Tidigare forskning	21
2.7. Hypoteser	23
3. Metod	25
3.1. Vetenskaplig utredningsmetodik	25
3.2. Urval av insamlad data	25
3.2.1. Tidsperiod	27
3.2.2. Börslistor	27
3.3. Eventstudie	27
3.3.1. Längre eventfönster	31
3.3.2. Identifiering och justering av pressmeddelanden	31
3.3.3. Klassificering av meddelande (positivt eller negativt)	32
3.4. Tester	33
3.4.1. One sample t-test	33
3.4.2. Oberoende t-test	34
3.5. Metoddiskussion	36
3.5.1. Bortfallsanalys	36
3.5.2. Val av metod	37

3.5.3. Reliabilitet	39
3.5.4. Validitet	39
4. Empiri	41
4.1. Large cap	41
4.1.1. Fördelning	41
4.1.2. Längre eventfönster, CAAR (-5, +5)	42
4.1.3. One-Sample Test	43
4.2. Small Cap	44
4.2.1. Fördelning	44
4.2.2. Längre eventfönster, CAAR (-5, +5)	45
4.2.3. One-Sample Test	46
4.3. Oberoende t-test mellan Large och Small cap	47
4.3.1. Positiva	47
4.3.2. Negativa	49
4.4. Sammanställning av empirin	50
5. Analys	52
5.1. Large cap	52
5.1.1. Längre eventfönster	52
5.1.1.1. Positiva	52
5.1.1.2. Negativa	54
5.1.2. Samband med aktiekurs (H-1)	55
5.2. Small cap	56
5.2.1. Längre eventfönster	56
5.2.1.1. Positiva	56
5.2.1.2. Negativa	57
5.2.2. Samband med aktiekurs (H-2)	57
5.3. Skillnaden mellan Large och Small cap (H-3)	58
5.3.1. Positiva	58
5.3.2. Negativa	60
5.4. Fördelning	60
5.5. Ranking	62
6. Slutsats och diskussion	63
6.1. Slutsats	63
6.2. Diskussion	65
7. Källförteckning	68
8. Bilagor	79

1. Inledning

I inledande kapitel av rapporten ges en kort introduktion till ämnet i fråga och en problematisering av frågeställningen. Vidare belyser även denna del studiens syfte, målgrupp samt avgränsning.

1.1. Bakgrund

Investorerare har sedan länge försökt att prediktera hur aktiemarknaden kommer uppträda med avsikten att kunna handla i kursnedgångar, sälja i kursuppgångar och således generera en vinst. Däremot för att tillämpa en sådan strategi måste investeraren förstå komplexiteten med aktiemarknaden och dess fluktuationer. Till följd av detta har aktiemarknaden blivit ett mycket utforskat fenomen utan några eniga svar. Ändock är många forskare överens om en framstående förklaring till fenomenet, den tillgängliga informationen (Vlastakis & Markellos, 2012). Vlastakis & Markellos (2012) skriver i sin artikel att information är den mest värdefulla och eftertraktade tillgången för investerare och andra intressenter. Dessutom är kopplingen som existerar mellan informationsflöden och den finansiella marknaden ett välstuderat ämne bland ekonomer. En gemensam hypotes bland forskarna är att marknadsförändringar, såsom handelsvolym, avkastning och volatilitet, är relaterade till informationshastigheten på marknaden (Vlastakis & Markellos, 2012). Kimmel (2004) är en av forskarna som studerat informationshastigheten. Han hävdar att nya kommunikationsverktyg och internets framväxt möjliggör att information kan nå marknaden nästintill direkt vilket främjar en rättvisare handel med liknande förutsättningar. Däremot har utvecklingen också bidragit till en ökad mängd information vilket försvårat bearbetandet för intressenterna. Dessutom menar Kimmel (2004) att det finns en risk att informationen kan bestå av rykten och felaktigheter. Pressmeddelanden har således en viktig funktion då de bidrar med värdefull information och hjälper investerare att bilda sig en uppfattning om aktiemarknadens tillstånd. Utifrån informationen skapas också förväntningar om företags framtida prestationer, såsom ledningens kvalitet, potentiella sammanslagningar och förvärv, nya produkter eller expansioner på nya marknader.

Att förmedla objektiv information till investerarna är däremot tidskrävande och inte alltid till företagets fördel. Marknadens parter har nämligen olika incitament då företagen vill porträtteras som framgångsrika medan investerarna eftersträvar en opartisk bild. Således uppstår det en informationsasymmetri som Berk & DeMarzo (2020) förklarar existerar mellan investerare och företag. Företagen vill kontrollera informationsflödet i största möjliga utsträckning men det finns en ovisshet om vilken inverkan informationen kommer få på marknaden. Ovissheten uppstår till följd av problematiken i att prediktera vilka effekter och förväntningar som kommer att uppstå av pressmeddelandet eftersom investerare antas vara kritiska till informationen. (Berk & DeMarzo, 2020) Informationsasymmetrin och fokuset har som tidigare nämnts legat på utbudet av ny information och dess effekter på aktiemarknaden. Däremot något som också är teoretiskt väletablerat är efterfrågan av ny information (Vlastakis & Markellos, 2012). Eeckhoudt & Godfroid (2000) menar att informationsbehovet är positivt relaterat till graden riskaversion, där riskaverta investerare anser informationen vara mer värdefull då den kan reducera osäkerheten av sin investering. Freixas & Kihlstrom (1984) har också undersökt informationsbehovet och förklarar i sin studie att investerare i förväg inte kan veta vilken information som kommer att vara av värde. De argumenterar att eftersom det är kostsamt att anskaffa information, framförallt tidsmässigt, finns det således en risk medförd vid anskaffningen för en investerare med begränsad uppmärksamhet. Slutsatsen av de två studierna är att investerare efterfrågar ny information om bolag men att den kan vara svårvärderad. Barber & Odean (2008) menar dock att även om efterfrågan av ny information är stor kan en enskild investerare ha svårigheter att själv analysera alla pressmeddelanden som dagligen publiceras. Människan har nämligen en begränsad rationalitet utifrån sin kognitiva förmåga att hantera information. Investerare kan generellt sett inte rangordna alla möjliga alternativ och därefter ta ett välgrundat investeringsbeslut (Barber & Odean, 2008).

Företag försöker möta efterfrågan av information samt reducera nivån av informationsasymmetri genom att bland annat publicera pressmeddelanden regelbundet. Vilken information de publicerar kan kontrolleras i stor utsträckning och utformas i ett vinstdrivande syfte, men styrs delvis av ett noteringsavtal. Alla bolag noterade på Nasdaq Stockholm måste nämligen agera efter ett regelverk som grundar sig i lag (2007:528) om värdepappersmarknaden. Lagen strävar efter att stärka förutsättningarna för en rättvis, välordnad och effektiv handel. En emittent är

skyldig enligt lagstiftningen att kontinuerligt informera börsen om sin verksamhet och annan information som kan vara av betydelse. Bevekelsegrunden är att alla intressenter ska ha samma förutsättningar att ta del av den tillgängliga informationen och således reducera den befintliga informationsasymmetrin och insidersproblematiken (Nasdaq Stockholm, 2019).

Med detta i åtanke, återstår frågan från ett investerarperspektiv, om det finns ett enkelt sätt att filtrera och hantera all relevant information som dagligen publiceras på aktiemarknaden?

1.2. Problemdiskussion

Det har länge funnits svårigheter i att kunna kvantifiera eller mäta kvalitativ nyhetsdata (Cutler, Poterba & Summers, 1989). Däremot har allt fler forskare på senare tid börjat analysera språkdata i företagsspecifika nyheter genom textanalytiska verktyg och således försökt avgöra dess inverkan på aktiekursen. Neuhierl, Scherbina & Schlusche (2011) är några av de forskare som undersökt hur marknaden reagerar på olika typer av pressmeddelanden publicerade av bolagen själva. Författarnas data bestod av pressmeddelanden från den amerikanska marknaden mellan årtalen 2006-2009, som de kategoriserade baserat på innehållet i meddelandet. De fördelade alla pressmeddelanden beroende på deras huvudkategorier och subkategorier för att sedan undersöka hur marknaden reagerar. Deras resultat visade att en stor del av pressmeddelanden genererade en signifikant prisförändring, ökad volatilitet och en minskad nivå av insiderhandel (Neuhierl et al., 2011).

Det finns även studier som undersökt andra aspekter av informationens effekt, mer specifikt huruvida informationen på marknaden skiljer sig mellan stora och små företag. Cerqueira & Pereira (2015) genomförde en undersökning 2015 och kunde konstatera att det föreligger en högre grad informationsasymmetri hos mindre företag än hos större, framförallt eftersom de större företagen publicerar mer information. Andra studier kunde även påvisa att mindre företag hade en signifikant högre överavkastning i förhållande till stora företag (Malahim & Matar, 2019). Förklaringen till fenomenet är mångfacetterad men en tolkning är att många företag både är små och relativt nystartade vilket leder till att de har en hög potential att växa samtidigt som de är mer känsliga till kraftiga förändringar (Keim, 1983). Ett annat perspektiv på information har utretts av Ferguson et al. (2014), vilka utförde en studie på den brittiska marknaden där de

undersökte förhållandet mellan positiva och negativa nyheter och dess korrelation till framtida överavkastning. De samlade in nyheter från olika nyhetsmedier och klassificerade dem utifrån finansiella ord med positiva och negativa betoningar. Resultatet av undersökningen visade att både positiva och negativa företagsspecifika nyheter hade ett signifikant samband till framtida överavkastning vilket indikerar på att nyheterna gav investerarna värdefull information om bolaget. Vidare fann de likt tidigare studier, att de stora företagen blev i större omfattning omnämnda i nyhetsmedier. (Ferguson et al., 2014)

Tidigare studier har således undersökt: effekten av företags publicerade pressmeddelanden, skillnader i informationstillgänglighet mellan Large och Small cap samt skillnaden mellan positiva och negativa nyheter. Men inga av studierna har kombinerat alla aspekter vilket är något denna studie därför kommer ta en ansats att utföra. Undersökningen kommer därmed att utgå från bolagens egna publicerade pressmeddelande och kategorisera likt Neuhierl et al. (2011) men till skillnad baseras kategorisering huvudsakligen på pressmeddelandets titel. Vidare skall all data delas in i Large & Small cap för att pröva informationstillgängligheten och om pressmeddelandets effekt skiljer sig beroende på vilket segment företaget är listat. Slutligen kommer även studien att klassificera pressmeddelanden som positiva och negativa liknande Ferguson et al., (2014) men till skillnad från finansiella ords laddning grunda beslutet i överavkastningen och den effektiva marknadshypotesen (Fama, 1970). Fortsättningsvis bidrar studien med en effektiviserad metod vid extrahering av alla pressmeddelande då författarna utgår från databasen, MFN (Modular Finance News). Till skillnad från bland annat Neuhierl et al. (2011) vilka använde sig av fyra olika nyhetstjänster för att samla in alla pressmeddelanden. Studien avser att tillbringa ny kunskap till svenska investerare genom att undersöka Nasdaq Stockholm och en ny tidsperiod då mycket av den tidigare forskningen ägt rum på andra aktiemarknader och för äldre tidsperioder.

Problemdiskussionen utmynnar således i två frågeställningar som studien skall ta en ansats att besvara:

- *Hur påverkas aktiekursen av olika kategorier av pressmeddelanden för bolag noterade på Nasdaq Stockholm?*
- *Föreligger det någon skillnad mellan Large cap och Small cap?*

1.3. Studiens syfte

Det huvudsakliga syftet med denna avhandling är att etablera en förståelse för olika typer av pressmeddelanden, hur de förhåller sig till varandra samt undersöka marknadens återverkan. Ytterligare avser studien att analysera huruvida marknadens reaktion skiljer sig mellan Large och Small cap.

1.4. Målgrupp

Denna kvantitativa undersökning riktar sig huvudsakligen till investerare och företag aktiva på Nasdaq Stockholm. Studien kan även vara betydelsefull för forskare och näringslivsidkare som vill ta del av en tidsaktuell och fördjupad studie om inverkan från typer av pressmeddelande på svenska börsmarknaden.

1.5. Avgränsning

Studien avgränsar sig geografiskt genom att endast analysera bolag listade på Nasdaq Stockholm och dess pressmeddelanden. Huvudsakligen avser avgränsningen att begränsa undersökningens omfattning vilket leder till ett mer representativt resultat på en homogen marknad. En ytterligare avgränsning är studiens val att endast analysera bolag listade på Large och Small cap. Genom att utesluta Mid cap kan studien inkludera alla pressmeddelanden utgivna av bolag från Small cap och Large cap utan att undersökningen blir för omfattande. Dessutom stödjer tidigare studier, presenterade under problemdiskussionen, att det bör föreligga en skillnad mellan Large och Small cap vilket även stärker studiens val. Detta resulterar i en ökad validitet och således kan studien bygga trovärdiga och välgrundade slutsatser om segmenten. En mer nyanserad diskussion angående studiens urval går att följa i *3.2.2 Börslistor*.

Undersökningen avgränsar sig vidare till att enbart analysera pressmeddelanden publicerade under tidsperioden 2017-2019. För att stärka tidsrelevansen är studien så nära i tiden som möjligt men författarna har valt att utesluta år 2020-2021 för att undvika den externa påverkan av Covid-19. En mer detaljerad beskrivning av studiens val av undersökningsperiod återfinns under *3.2.1 Tidsperiod*.

2. Teoretiskt Ramverk

I denna del redogörs teorin som används till underlag för det problem som formulerats under föregående del. I den första delen förklaras den teoretiska bakgrunden med hjälp av effektiva marknadshypotesen, investor behaviour, signaleringsteorin och marknadsstorlek. Den andra delen består av marknadens förväntningar på typer av nyheter som sedermera kompletteras med mer specifika tidigare studier kopplade till denna undersökning. Avslutningsvis formuleras hypoteser baserade på tidigare forskning och relevant teori.

2.1. Effektiva marknadshypotesen

Den effektiva marknadshypotesen (EMH), utvecklad av Fama (1970), grundar sig i att bolagets aktiekurs skall spegla all tillgänglig information, givet att marknaden är effektiv och under vissa antaganden. Dessa antaganden är: (1) inga transaktionskostnader, (2) all information är kostnadsfritt tillgänglig till alla parter på marknaden, (3) alla är överens om vilken vikt och innebörd den nuvarande tillgängliga informationen har på dagens och framtidens aktiekurs. Det tredje och sista antagandet är vad denna uppsats ämnar att utreda, mer specifikt om hur marknaden värderar olika typer av information.

Vidare förklarar Fama (1970) att marknadseffektiviteten kan delas upp i tre kategorier baserat på vilket intresse marknaden har för informationen. Den första kategorien är *Svag effektivitet*, vilket innebär att förändringar av aktiekursen speglar information grundat på det historiska aktiepriset och de avkastningarmönster som kan identifieras. Den andra kategorien är *Semi-stark effektivitet* som syftar till att aktiekursen speglar, utöver det som inkluderades i svag effektivitet, all den publika informationen som finns tillgänglig. Sist av kategorierna är *Stark effektivitet* där all information ingår i aktiekursen. Det som skiljer stark effektivitet och semi-stark effektivitet är att insiderinformation tas med i beräkningen. Insiderinformation erhålls vanligtvis enbart av ett fåtal personer, vilket således gör det svårt för marknaden att inkludera den informationen i aktiekursen. Personen som innehar denna information har ett övertag gentemot den

genomsnittlige investeraren på marknaden och kan använda sig av den för att generera avkastning. Då det är omöjligt för investeraren att ha tillgång till all information om ett bolaget används ofta stark effektivitet som en referenspunkt till att avgöra i vilken utsträckning marknaden i verkligheten är effektiv. (Fama, 1970)

EMH innebär att effekten av ett pressmeddelande ska synas direkt i aktiekursen när den blir tillgängligt för allmänheten. Med detta som bakgrund kommer studien identifiera hur olika typer av pressmeddelanden tas emot av marknaden och hur börsen Nasdaq Stockholm förhåller sig till den effektiva marknaden. Genom att studera effekten av ett pressmeddelande under en kortare tidsperiod kommer undersökningen således kunna urskilja ifall marknaden har fått ta del av den kommande nyheten i förväg. Ytterligare kommer studien kunna utläsa ifall marknaden tar in informationen direkt i priset eller påverkas flera dagar efteråt.

2.2. Investerarbeteende

De antaganden som görs inom effektiva marknadshypotesen har dock fått en del kritik. Exempelvis hävdar Berk & DeMarzo (2020) att det finns systematiska handelspartiskheter hos investerare som påverkar aktiekursen. Dispositionseffekten är en av dessa, vilket innebär att investerare tenderar att hålla fast vid lågpresterande aktier och säljer de högpresterande. Eftersom de flesta investerare inte har aktiehandel som huvudsaklig sysselsättning påverkar investerarens erfarenhet och tillfälliga sinnesstämning hur de agerar på marknaden. Grullon et al. (2004) påvisade att aktier vars bolag ofta blir omnämnda i nyheter, visade på anomalier genom en noterbart ökad handelsvolym. Ytterligare hittade Fang & Peress (2009) ett samband mellan storlek och publicitet, där stora bolag tenderar i större utsträckning bli publicerade i fler medier än vad mindre bolag blir.

Flockbeteende är en annan partiskhet som investerare innehar. Enligt Berk & DeMarzo (2020) uppstår det på grund av att investerare kan tro att andra investerare besitter mer kunskap om finansmarknaden och således följer deras handelsmönster. Vidare säger det tredje antagandet i effektiva marknadshypotesen att alla värderar informationen likadant (Fama, 1970). I verkligheten, hävdar Berk & DeMarzo (2020) att investerare har olika tillgångar till information

och att vissa investerare gör mer efterforskning än andra. Det indikerar på en begränsad uppmärksamhet och att vissa investerare kan värdera olika typer av pressmeddelande bättre än andra. Barber & Odean (2008) påvisade i sin studie att os sofistikerade investerare tenderar att handla populära och framträdande aktier på grund av den begränsade uppmärksamheten. Även större kursutvecklingar har tendenser att fånga investerarens uppmärksamhet, oberoende av vad som utlöste reaktionen eller huruvida den informationen var offentlig eller privat. Chan (2003) påvisade att nyhetsmeddelande kopplat till en negativ aktiekursutveckling fortsatte att uppvisa negativ avkastning upp till en månad efter nyheten hade publicerats. Författaren menade att detta indikerade på att marknaden är långsam att agera på nyheter. Däremot påträffades inte lika stor utdragnings-effekten för pressmeddelanden vilka genererade en positiv avkastning. (Chan, 2003)

2.3. Signalerings-teorin

Miller och Modiglianis (1961) grundtankar avseende kapitalstruktur har vidare resulterat i en omskriven teori kallad signalerings-teorin. Signalering syftar till att reducera nivån av informationsasymmetri mellan företagets ledning och dess aktieägare, därigenom förmedla samt genomföra förändringar med ambitionen att signalera en framtidsvision om bolaget. Genom att nyttja signalerings-teorin bygger även Rau och Vermaelen (2002) sin teori om att bolag på kapitalmarknaden kan illustrera signaler på finansiell styrka och goda framtidsutsikter. Ett förekommande handlings-sätt är således pressmeddelande som publiceras till aktieägare och intressenter. Följaktligen är pressmeddelandets innehåll interpreterat beroende på vilka förväntningar som har etablerats på företagets prestationer. Med antagandet att det råder informationsasymmetri mellan ledning och aktieägare, exemplifierar Neuhierl et al. (2011) att finansiella pressmeddelande är ett utförande av signaler där ledningen presenterar tidigare insiderinformation om bolaget kan vara över- eller undervärderat.

Connelly et al. (2011) beskriver att signaler uppstår mellan två olika parter, individer och organisationer när det råder informationsdifferenser. Vidare beskriver författaren sina aspekter av signaler och dess tidsspann, som utgår ifrån två huvuddelar, signaler och mottagare. Utgångspunkten i artikeln är att individerna som signalerar är insiders som besitter information om bolagets angelägenheter som inte är tillgänglig för utomstående intressenter. Informationen

som de initierade personerna erhållit kan således vara av stor vikt för utomstående individer. Teorin har därefter sitt fokus på bolags avsiktliga förmedling av nyhetsmeddelanden kopplat till företagets målsättning att skapa mervärde och tilltro. Undersökningar på negativa signaleringar har även förklarats som en oavsiktlig konsekvens av en initierad persons agerande. Connelly et al. (2011) poängterar att mottagandet av pressmeddelandes innehåll är komplext och svårartat att applicera utifrån ett strategiskt perspektiv. Relevant information kan därefter gå förlorad på grund av att signaler har bristande kvalitet vilket tenderar att skada trovärdigheten av framtida publiceringar av pressmeddelanden. Connelly et al. (2011) Därav finns det incitament för att frambringa positiva signaleringar till bolagets investerare och den finansiella marknaden (Allen & Faulhaber, 1988).

2.4. Bolagsstorlek & information

Finansiella marknader är uppbyggda utifrån olika segment vilka har olika stor pådrivning av dess omgivning. Utifrån ett institutionellt och marknadsförändeligt perspektiv har efterfrågan och behovet på marknaden varit betydande för den hastiga utvecklingen av den finansiella marknaden. Mot denna bakgrund skapas en utökad globalisering som hädanefter ökar den rådande asymmetriska informationen på marknaden. (Boujelbene, Besbes 2012) Informationsasymmetrin kan däremot skilja sig mellan olika bolag, där exempelvis Atiase (1985) fann att stora bolag har mindre informationsasymmetri innan en annonsering jämfört med små bolag. En annan studie på den europeiska marknaden utförd av Cerqueira & Pereira (2015) visade att större företag tenderar att producera och offentliggöra mer information än mindre. Författarnas slutsats är att stora företag innehar mindre informationsasymmetri än små företag. Vidare förklarar Demsetz (1986) att mindre företag har mer utbredd intern information, vilket förklaras till följd av färre personer med tillgång till insiderinformation utanför organisationens ramar.

I koppling till marknadsdifferenser redogör Wiyadi et al. (2015) skillnader av informationstillgänglighet mellan stora och små bolag. Författarna förklarar att det tenderar att finnas mer tillgänglig information om stora bolag för investerare att ta i beaktning vid ett investeringsbeslut. En studie av Malahim & Matar (2019) på Amman Stock Exchange framlägger bevis för att det finns en statistisk signifikant skillnad mellan överavkastningen för

Large- och Small cap bolag. Detta påvisas till fördel för bolag listade på Small cap listan. Till följd av detta resultat anser Malahim och Matar (2019) att avvikelserna för den undersökta börsen talar för att investerare och institutioner kan främja avvikelserna och omfördela sina portföljer gentemot small cap bolag.

2.5. Marknadens förväntningar på typer av nyheter

Denna del presenterar hur marknaden reagerar på olika typer av nyheter, vilka kommer att användas i analysen för att nyansera och kunna förklara resultatet. Typer av nyheter är baserade på de kategorier som senare används i metoden.

2.5.1. Utmärkelser (1)

Marknaden har enligt tidigare studier generellt reagerat positivt på olika typer av utmärkelser och priser. Både Hendricks et al. (1996) samt Zhan et al. (2020) upptäckte i respektive studie att marknaden reagerade positivt vid kvalitetsutmärkelser kopplat till bolagets verksamhet. Vid produktutmärkelser gällande design fann Zhan (2020) även här att marknaden reagerade positivt. Ytterligare hävdar Hendricks et al. (1996) även att mindre bolags aktier reagerade starkare positivt än större bolag för denna kategori.

2.5.2. Kunder & Partners (2)

Nya partners har visat av McConnel & Nantell (1985) vara en nyckel till ökad förmögenhet för bolag. De fann både en signifikant förmögenhetsökning vid partnerskap och att den mindre partnern genererade relativt sett en större överavkastning. Inom kundkategori-delen kunde Neuhierl et al. (2011) påvisa att kundförluster hade en relativt starkare negativ effekt än vad kundvinster hade.

2.5.3. Utbyte (3)

Enligt undersökningen gjord av Neuhierl et al. (2011) framgick det att Utbyte bestod av lägst antal observationer samt hade inte heller någon signifikant påverkan på aktiekurs. Pressmeddelanden av denna kategori omfattas av tillfällen då bolaget inte uppfyller de existerande villkoren och kraven vilka är nödvändiga för bolagets fortsatta existens på börsen.

2.5.4. Finansiella (4)

Finansiella rapporter och dess effekt på aktiekurs är ett välstuderat område där många studier presenterat liknande resultat. Exempelvis påvisade Vega (2006) i sin studie att aktiekursen fick stor påverkan av oväntade positiva och negativa resultatnriktade meddelanden. Även Ball & Brown (1968) har tidigare undersökt redovisningens påverkan på aktiekursen. De kunde finna att positiva siffror medförde en ökad överavkastning och negativa siffror följdes av en negativ aktiekurs förändring. Fortsättningsvis har Brav, Geczy & Gompers (2000) påvisat att en nyemission vanligtvis följs av en negativ kursutveckling. Författarna kunde även utläsa att ju mindre bolaget är desto större är den negativa kursutvecklingen.

Vidare förklarar Berk & DeMarzo (2020) två tillvägagångssätt för att betala ut kapital till sina aktieägare: utdelningar och aktieåterköp. Till följd av rådande informationsasymmetri mellan investerarna och bolaget menar författarna att dessa verktyg kan används som signaler investerarna måste tolka. En ökad utdelning kan exempelvis signalera till investerarna att det går bra för bolaget och att de har finansiell styrka för utdelningsökning. Empirin bekräftar detta fenomen då Grullon, Michaely & Swaminathan (2002) påvisade i sin studie att en ökad utdelning, i genomsnitt på 30.1%, resulterade till en 1,34% ökning av CAR (Cumulative Abnormal Return) över en tre-dagarsperiod på bolagets aktiekurs. Liknande resultat konstaterades vid en minskning av utdelning, i genomsnitt på -45%, som genererade en förändringen av bolagets CAR på -3.71% under samma tidsperiod. Marknaden reagerade således förhållandevis starkare på en minskning av utdelning än en ökning. Aktieåterköp har en svagare signalering om företagens framtida vinster än utdelning enligt Berk & DeMarzo (2020) då aktieåterköp inte är lika bindande som utdelning. Aktieåterköp kan pågå över flera år och den volym av aktier bolaget annonserar att de ska köpa tillbaka resulterar vanligtvis i en mycket lägre volym. Detta på grund av att bolaget ofta annonserar vad de kan maximalt tänka sig att köpa tillbaka och inte den exakta volymen. Aktieåterköp hade däremot en signifikant positiv påverkan på aktiekursen i Neuhierl (2011) studie.

2.5.5. Rättsliga (5)

Pressmeddelande rörande det juridiska området har enligt tidigare studier haft en negativ påverkan på aktiekurser. Bhagat et al. (1994) fann att när en stämmingsansökan blev inskickad sjönk det svarande bolagets aktie med 1% samtidigt som det inte påverkade målsägarens aktie, givet att det var ett bolag. Denna förlust kan däremot återfås ifall det sker en förlikning i målet. Meddelande om utredningar av bolaget och överträdelser menar Nourayi (1994) hade en negativ påverkan på aktiekursen.

2.5.6. Sammanslagning & Förvärv (6)

Pressmeddelanden bestående av Sammanslagning & Förvärv har olika påverkningar på aktiekurs beroende på vilken aktör bolaget innehar. En studie av Deepak K. Datta et al. (1992) fann att en annonsering av ett sammanslagning eller förvärv resulterade i en marginell värdeökning för förvärvaren på 0,39% samtidigt som målföretaget ökade med 21,81%. Vid sammanslagning har även momentum och marknadstiming också en stor påverkan på hur aktiekursen reagerar på meddelandet, menar Rosen (2006). Tillfällen då marknaden har reagerat positivt på sammanslagningar vid annonsering kommer den fortsatta effekten reflekteras i kursen och samma resonemang är även applicerbart för de negativa reaktionerna (Rosen, 2006). Vidare menar Berk & DeMarzo (2020) ur ett kortsiktigt perspektiv att en IPO ofta har en positiv inverkan på aktiekursen, mestadels på grund av underprissättning. Däremot presterar aktien sämre ur det långsiktiga perspektivet och uppvisar totalt sett en negativ avkastning.

2.5.7. Ledning & Styrelse (7)

The Impact of CEO Turnover on Equity Volatility skriven av Clayton et al. (2005) undersökte vilken påverkan byte av verkställande direktör hade på volatilitet av aktiekursen. Författarna kunde finna att ett byte av VD orsakade en signifikant ökning av volatiliteten eftersom marknaden började omvärdera den nya VD:ns framtidsutsikter. Vidare hävdar Furtado och Rozeff (1987) i sin artikel *The Wealth Effects of Company Initiated Management Changes* att nya anställningar inom Ledning & Styrelse leder till en signifikant positiv påverkan på aktiekursen. De studerade tillsättningar gjorda internt inom bolaget, men även externt anställda. För större bolag hade interna anställningar en positiv överavkastning samtidigt som marknaden reagerade

negativt vid externa. För mindre bolag hade både externa and interna anställningar en positiv överavkastning.

2.5.8. Event & Möten (8)

Investerarmöten, företagsevent & industrievent är några relativt frekventa pressmeddelanden som förekommer. Dagarna efter ett investerarmöte har aktiekursen påvisat en positiv signifikant överavkastning baserat på studier genomförda på danska marknaden (Rose, 2003). Författaren visar i sin studie att investerarmöten innehåller viktig information som investerare kan dra nytta av för att genererar en positiv avkastning vid tidpunkten för mötet.

2.5.9. Produkt & Tjänst (9)

Ny information som behandlar kategorin Produkt & Tjänst handlar om olika typer av produktgodkännande och patent samt generell information gällande bolagets produkter och tjänster. Sarkar (2006) skriver i sin artikel att positiva signaler från FDA angående godkännande av en produkt eller tjänst tas emot positivt av marknaden. Avslag har en negativ effekt på aktiekurs för bolaget. Författaren förklarar vidare att FDAs slutgiltiga besked om godkännande hade större effekt för mindre bolag. Gällande R&D och nya introduceringar av produkter kunde Woolridge & Snow (1990) hitta att marknaden reagerar i överlag positivt till dessa pressmeddelanden. Studien fann att ett två-dagars CAR uppvisade ett positivt värde för nya introduceringar av produkter och för nya och pågående R&D projekt. Ytterligare finns det studier som påvisar ett positivt samband mellan patentomfång och bolagsvärde. Lerner (1994) är en forskare som påvisade i sin undersökning att en ökning av en standardavvikelse på det genomsnittliga patentomfånget ökade bolagsvärdet med 21%. Likaså fann Austin (1993) att meddelande om ny patent resulterade i en positiv överavkastning. Dessutom fann författaren att mindre bolag hade större överavkastning än större vid dessa typer av meddelanden. Gällande negativ påverkan visade Neuhierl et al. (2011) att de bestod av defekter av produkter.

2.5.10. Strategi & Prestation (10)

Företagets investeringsplaner såsom nya beviljande av krediter, förändringar av infrastruktur och lönsamhet ingår under Strategi & Prestation. Woolridge & Snow (1990) visar i deras

undersökningsresultat att marknaden tenderar att reagera positivt till pressmeddelanden om nya investeringsbeslut. Marknaden belönar de bolag som gör vältänkta och långsiktiga strategibeslut menar författarna. Vidare lyfter Avdalovic & Milenkovic (2017) att bolagets aktiekurs har en signifikant korrelation med bolagets prestation. För att mäta prestation använde de sig av market value (MV), return on assets (ROA), return on equity (ROE), earnings per share (EPS), Book-to-Market (BTM), belåning, price-to-earnings ratio (PE) och price-to-book (PTB).

2.6. Tidigare forskning

En studie utförd av Ryan & Taffler (2002) undersökte vilka kategorier av företagsspecifika nyheter som hade en signifikant påverkan på både priset och handelsvolymen. Studien genomfördes på London Stock Exchange mellan årtalen 1994 och 1995. Författarna extraherade alla prisförändringar som översteg två standardavvikelser och sedan undersökte vilka av dessa som det fanns en nyhet kopplad till. Därefter använde de sig av 350 företag och påträffade att 67.7 % av alla signifikanta prisförändringar kunde kopplas till en nyhet. Ryan & Taffler rankar vidare deras sju kategorier som utgjorde störst andel. Dessa presenteras i bilaga nummer tolv varav kategorierna som uppvisade störst samband utifrån ordningen är: Finansiella (4), Ledning & Styrelse (7) och Sammanslagning & Förvärv (6). Ryan & Tafflers (2002) studie används i tre syften i denna undersökning. Initialt undersöks ifall liknande resultat kan identifieras på en annan tidsperiod och marknad som således kan öka generaliserbarheten. Det andra syftet är ifall denna studies fördelningen av kategorierna kommer se annorlunda ut då den inkluderar alla pressmeddelanden, och inte bara de som har en signifikant förändring på aktiekurs.

Vidare har Neuhierl, Scherbina & Schlusche (2011) undersökt hur marknaden reagerar på olika typer av pressmeddelanden. Författarna använde sig av 203 621 stycken unika pressmeddelanden mellan årtalen 2006-2009, som de kategoriserade manuellt. De fördelade alla pressmeddelanden ut efter deras huvud- och subkategorier för att sedan undersöka hur marknaden reagerar på subkategorierna. Fördelningen av deras kategorisering återfinns i bilaga 13 och dess påverkan på aktiekurs finns i bilaga 14. Resultatet de presenterar angående de finansiella pressmeddelandena bekräftade tidigare forskning av nyemissioner, utdelning och resultat. Utöver fann de att pressmeddelanden rörande produkter, företagsstrategi, ledning & styrelse samt rättslig utveckling

var inflytelserika på aktiekursen. Författarnas forskning kommer att användas, likt föregående stycke med Ryan & Taffler (2002), till att testa ifall det föreligger någon skillnad mellan olika marknader och tidsperioder. Det denna studie ytterligare bidrar med till skillnad från Neuhierl et al. (2011) är en undersökning ifall det skiljer sig mellan Large cap och Small cap samt en förenklad kategorisering av pressmeddelanden som utgår från enbart deras huvudkategorier.

Utifrån bilaga 14 och 15 kan Neuhierl et al. (2011) sju mest positiva och negativa (CAAR, -1, +5) signifikanta kategorierna sammanställas enligt följande:

Ranking	Huvudkategorier	Subkategorier	CAAR	p-value
1	Finansiella	Pre-announcement positive	0,69%	0
2	Finansiella	Share buyback	0,44%	0
3	Sammanlagning & Förvärv	Spinoff - certain	0,37%	0
4	Produkt & Tjänst	FDA approval	0,42%	0,001
5	Sammanlagning & Förvärv	Spinoff - intent	0,42%	0,001
6	Finansiella	Dividend - special	0,42%	0,012
7	Sammanlagning & Förvärv	Acquisition - target	0,41%	0,046
1	Finansiella	Financial results weak	-0,15%	0
2	Finansiella	Pre-announcement - negative	-1,71%	0
3	Produkt & Tjänst	Product defect	-0,50%	0,001
4	Kunder & Partners	Customer loss	-0,70%	0,002
5	Ledning & Styrelse	Termination	-0,17%	0,003
6	Produkt & Tjänst	FDA rejection	-1,03%	0,03
7	Finansiella	Restatement	-0,32%	0,066

Tabell 1 - Ranking av Neuhierl et al. (2011) kategorier (se bilaga 14 & 15)

2.7. Hypoteser

Enligt den effektiva marknadshypotes ska aktiepriset spegla all tillgänglig publik information om företaget och således bör en överavkastning synas när ett nytt pressmeddelande publiceras och når allmänheten (Fama, 1970). Detta stärks av Ryan & Taffler (2002) som påvisade att 67.7 % av alla signifikanta överavkastningar kunde kopplas till en nyhet. Mer specifikt visar tidigare forskning att egenpublicerade pressmeddelanden i flesta fallen genererade en signifikant prisförändring, ökad volatilitet och en minskad insiderhandel (Neuhierl et al., 2011). Ändock behöver inte liknande effektivitet gällande informationsspridning och tillgänglighet speglas på Nasdaq Stockholm nästan tio år senare. Tidigare studier visar också att det föreligger en skillnad i informationsasymmetri mellan små och stora bolag. Cerqueira & Pereira (2015) fann att större bolag publicerar mer information i jämförelse med små bolag vilket har resulterat i en lägre nivå av informationsasymmetri. Vidare kunde en annan studie bekräfta att mindre företag hade en signifikant högre överavkastning i förhållande till stora företag (Malahim & Matar, 2019). Baserat på ovanstående diskussion och tidigare presenterade studier har tre hypoteser formulerats och kommer testas separat för samtliga tio kategorier.

Hypotes 1:

H0: Pressmeddelanden har inget statistisk signifikant samband med aktiekurs vid publiceringsdatum för Large cap

H1: Pressmeddelanden har ett statistisk signifikant samband med aktiekurs vid publiceringsdatum för Large cap

Hypotes 2:

H0: Pressmeddelanden har inget statistisk signifikant samband med aktiekurs vid publiceringsdatum för Small cap

H1: Pressmeddelanden har ett statistisk signifikant samband med aktiekurs vid publiceringsdatum för Small cap

Hypotes 3:

H0: Det föreligger ingen signifikant högre genomsnittlig kumulativ överavkastning för Small cap i förhållande till Large cap

H1: Det föreligger en signifikant högre genomsnittlig kumulativ överavkastning för Small cap i förhållande till Large cap

3. Metod

Följande del kommer att presentera studiens tillvägagångssätt för datainsamling och analysmetoder för att hantera materialet. Vidare förs en metoddiskussion rörande kvalitet, reliabilitet och validitet.

3.1. Vetenskaplig utredningsmetodik

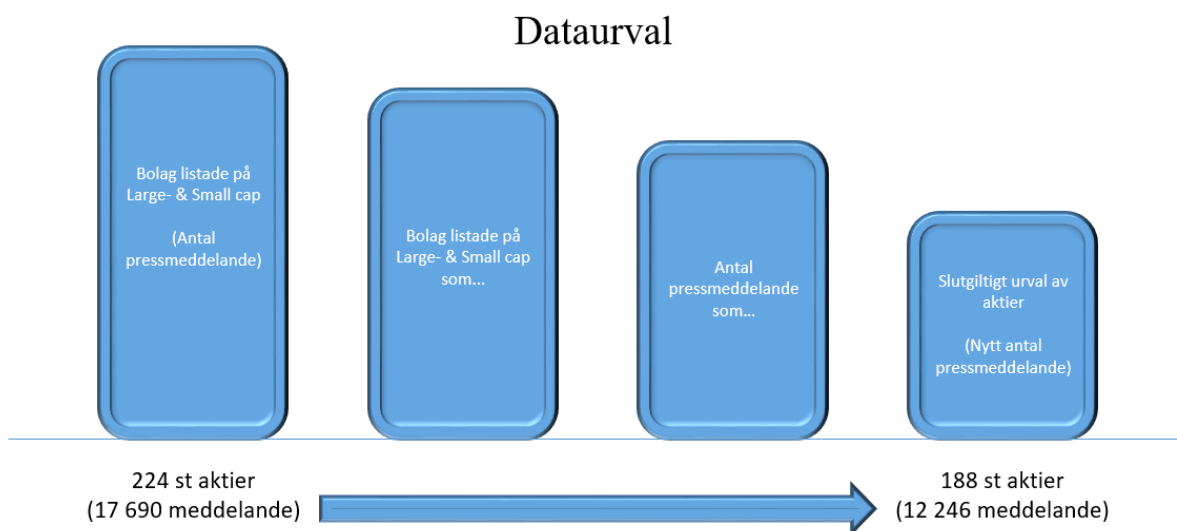
Studien ämnar sig huvudsakligen åt att undersöka vilket samband kategori av pressmeddelanden har med aktiepriset hos företag listade på Nasdaq Stockholm. Därutöver undersöker studien ifall det skiljer sig mellan Large och Small cap. Med detta som utgångspunkt har en statistisk och kvantitativ undersökning valts då en stor mängd numerisk data behöver insamlas och bearbetas för att besvara frågeställningarna. Denna data har sedermera analyserats utifrån hypoteserna och de teorier som beskrevs i föregående del, vilket indikerar på att studien har använt sig av en deduktiv ansats där teorin har verkat som ett ramverk och analysverktyg (Bryman & Bell, 2017). För ytterligare konkretisering innebär ett deduktivt förhållningssätt att författarna kommer testa och pröva befintlig teori mot den verklighet empirin ska spegla. Därefter undersöks ifall hypoteserna kan förkastas eller inte och således revidera teorin vid behov. Vidare klassificeras denna studie som en tvärsnittsstudie eftersom en stor mängd kvantifierbar data inhämtas från flera fall och under en viss tidpunkt i syfte om att hitta en sambandsmönster mellan de valda variablerna (Bryman & Bell, 2017).

3.2. Urval av insamlad data

Den statistiska undersökningen som har genomförts baseras på flertalet former av urvalskriterier. Det första kriteriet är att bolaget måste varit börsnoterat på antingen Large cap eller Small cap på Nasdaq Stockholm under minst två utav de tre undersökningsåren. Anledningen till kriteriet är att bolag noterade under färre än två år inte kan tillförlitligt bidra med jämförbarhet till de andra bolagen som varit listade under undersökningsperioden. Ett bolag noterat under färre än två år innehåller pressmeddelanden vilka inte kan sammanlänkas till en aktiekurs vid tidpunkten då de

var onoterade. Därför kan inte effekten av deras pressmeddelanden mätas och således har studien valt att utesluta bolaget och dess pressmeddelanden. Av den orsaken har totalt fem bolag samt deras 273 pressmeddelanden utelämnats från urvalet. Det andra kriteriet studien utgår ifrån är att endast en utgiven aktie kan representera ett bolag. Det resulterade i att 30 aktier exkluderades på grund av att bolagen hade flera preferensaktier noterade på samma lista, såsom B och C aktier. Dessa exkluderades eftersom att pressmeddelandets effekt endast ska analyseras en gång och inte upprepas för samma företag för flera aktier vilket kunnat leda till ett missvisande resultat.

Med grund till de urval som framtagits, undersöktes således 12 246 pressmeddelande utgivna av 188 bolag från Small cap och Large cap på Stockholmsbörsen. Utifrån det urvalet blev 90 bolag inberäknade från Small cap och 98 bolag från Large cap i undersökningens slutliga dataurval (se bilaga 16 & 17). Det ursprungliga urvalet bestod av 224 aktier och 17 690 pressmeddelanden. En beskrivning till varför dessa 5 171 pressmeddelanden har blivit exkluderade redogörs under 3.5.1. *Bortfallsanalysen*. Resultatet från denna studie kommer enbart kunna appliceras på de publika bolagen på Large och Small cap på Nasdaq Stockholm eftersom det inte är ett slumpmässigt urval.



Figur 1 - Dataurval

3.2.1. Tidsperiod

Den valda tidsperioden inleds 2017-01-01 och fortsätter till 2019-12-31. Orsaken till denna begränsning är huvudsakligen baserad på de yttre externa faktorerna av Covid-19 som började påverka svenska bolag under år 2020. En sekundär orsak till valet av tidsperiod är att en mer kortvarig tidsperiod möjliggör en mer detaljerad och informationsrik bild av vilka nyheter som har påverkat aktiepris. Ytterligare har tidigare studier beskrivna i bakgrunden Ryan & Taffler (2002) samt Neuhierl et al. (2011) haft en tidsperiod på över 2 år till 3,5 år, vilket stärker studiens tillvägagångssätt.

3.2.2. Börslistor

Urvalet av handelslistor har avgränsats till Nasdaq Stockholm och vidare avgränsats till Large cap och Small cap. Large cap omfattar bolag vars bolagsvärde överstiger 10 miljarder SEK. Small cap består av bolag som värderas till mindre än 1,5 miljarder SEK. (Nasdaq, 2017) Anledning till att Nasdaq Stockholm valts ut som börslista att extrahera bolag från är främst för att tidigare studier har fokuserat på den amerikanska marknaden, NYSE (New York Stock Exchange), och den brittiska marknaden, LSE (London Stock Exchange). Författarna vill undersöka generaliserbarheten av tidigare studier och teorier genom att applicera dem på den svenska marknaden. Large cap och Small cap kommer att jämföras mot varandra för att kunna identifiera om det föreligger någon skillnad mellan segmenten. Utgångspunkten är således att bidra med ny kunskap som kan gynna såväl investerare som företag att kunna agera kvalitativt på pressmeddelanden och dess signaleringar.

3.3. Eventstudie

För att kunna identifiera vilket samband som föreligger mellan pressmeddelanden och bolagets aktiekurs utförs en eventstudie vilken möjliggör att eventets fulla effekt kan analyseras. När en eventstudie skall genomföras behöver först ett event och dess tidsintervall identifieras vilket i studiens fall är pressmeddelanden och dess effekt under sju dagar (MacKinlay A., 1997). Studien kommer initialt beräkna alla överavkastningar för att sedan undersöka vilka som kan kopplas till eventen. Överavkastningar estimeras för att säkerställa att priset förändringen till större delar kan förklaras av eventet och inte av slumpmässiga faktorer (Mackinlay, 1997). Vidare menar

MacKinlay A., (1997) att en av två modeller skall användas vid beräkning av normal avkastning. Författarna av denna studie har valt att använda *Expected return generated model* vilken likställs med MacKinlay A., (1997) *Marknadsmodell* som antar en stabil linjär relation mellan marknadens avkastning och företag *i* avkastning. Skillnaden i denna studie är att metoden inte utgår från ett intercept vilket stärks av två tidigare studier utförda av Brown & Warner (1980, 1985) som visar på att en fördjupad modell hade sannolikt inte genererat ett mer rättvisande resultat. Definitionen av normal avkastning blir således den förväntade avkastningen för företag *i* under dag τ utan att eventet ägt rum (MacKinlay, 1997).

Innan överavkastningen beräknas behöver studien ta ett beslut om avkastningen skall vara enkel eller logaritmerad. Hudson och Gregoriou (2010) har undersökt skillnaden för en studies utfall mellan att använda en logaritmerad- eller enkel avkastning. De hävdar att även om båda metoderna har sina fördelar, kan resultaten skilja sig markant. Författarna stärker sin argumentation genom en teoretiskt bevisning där de jämfört medelvärdet för de två metoderna och det logaritmerade värdet visade sig vara lägre. Resultatet tyder på att det inte finns någon en-till-en relation mellan metodernas medelvärden vilket innebär att det kan vara svårt att dra slutsatser om förväntade värden (Hudson & Gregoriou, 2010). Därför har författarna av denna studie valt att utgå från en enkel avkastning.

För att sedan identifiera alla överavkastningar har MacKinlay A., (1997) metodik och ekvationer använts:

$$AR_{i,\tau} = R_{i,\tau} - ER_{i,\tau} \quad (1)$$

där:

$AR_{i,\tau}$ = överavkastning associerad med företag *i* under dag τ ,

$R_{i,\tau}$ = verklig avkastning för företag *i* under dag τ , och

$ER_{i,\tau}$ = förväntad normalavkastning för företag *i* under dag τ .

Ekvation för förväntad normalavkastning:

$$ER_{i,\tau} = \beta_i R_{m,\tau} \quad (2)$$

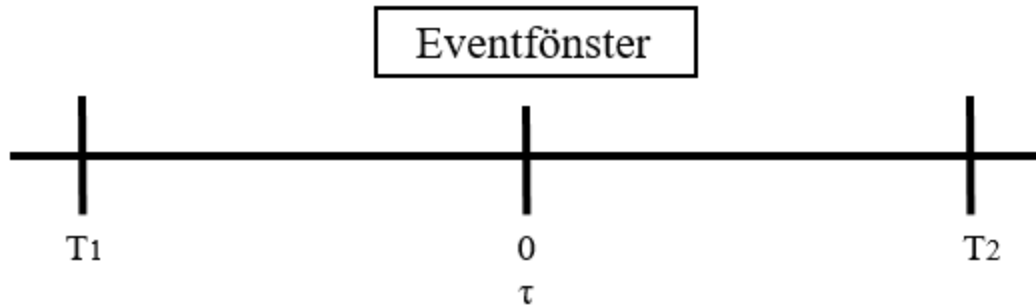
där:

β_i = betakoefficienten för firma i på årlig basis.

$R_{m,\tau}$ = avkastningen på studiens marknadsindex, Nasdaq Stockholm PI under dag τ , och

Som ekvationen ovan indikerar behövs ett marknadsindex för att beräkna den förväntade avkastningen för en aktie. När studien valde marknadsindex har parametrar som marknadens handelsvolym, storlek och antalet noterade aktier tagits i beaktning för att spegla en så representativ bild som möjligt. Då både Large och Small cap är noterade på Nasdaq Stockholm PI och omfattar två av tre segment anses det vara den mest lämpliga börslistan till att representera studiens marknadsindex. Det årliga betavärdet och Nasdaq Stockholm PI dagliga avkastning är extraherade från Thomson Reuters Datastream databas.

Med syfte till att stärka studiens reliabilitet har som tidigare nämnts överavkastningen identifierats, men för att ytterligare säkerställa vilka pressmeddelanden som skapar prisförändringar används ett sju-dagars händelseförlopp. Det innefattar publiceringsdagen ($\tau = 0$), dagen innan publicering ($t = -1$) och fem dagar efter publicering ($t = +1, \dots, +5$). Tidsintervallet har valts av anledningen att pröva hur effektiv marknaden är enligt den presenterade Effektiva Marknadshypotesen under teorikapitlet (Fama, 1970). Dagen innan publicering ($t = -1$) används för att kunna inkorporera en eventuell insiderhandel och således fånga hela effekten för pressmeddelandet. Tidsperioden efter publicering ($t = +1, \dots, +5$) fyller funktionen att mäta hur snabbt marknaden påverkas av informationen och således hur effektiv den är. Det finns även två anledningar till att hålla tidsperioden efter publicering relativt kort enligt Neuhierl et al. (2011). Undersökningen vill mäta det direkta sambandet mellan den publicerade informationen och aktiekursen samt reducera risken att företaget publicerar ny information under samma tidsperiod vilket kan ge ett felaktigt resultat. Dessutom utförde Morse (1984) en studie där han undersökte den ekonometriska avvägningen mellan att välja tidsintervall för avkastning. Hans resultat stärker studiens val av ett kortare tidsintervall eftersom det förenklar processen att upptäcka eventets effekt på aktiens prisförändring.



Figur 2 - Åskådliggörande tidslinje

T1 = första mätdagen, ($t=-1$)

$\tau = 0$ representerar publiceringsdagen

T2 = sista mätdagen, ($t=+5$)

$\tau = T1 + 1$ till $\tau = T2$ representerar händelsefönstret

Efter att överavkastningen för en dag definierats skall även en aggregerad beräknas (MacKinlay, 1997). Detta görs för att mäta effekten av pressmeddelandet över tid och ekvationen för den kumulativa överavkastningen följer nedan:

$$CAR(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau-1}^{\tau+5} AR_{i\tau} \quad (3)$$

Eftersom hela urvalet och inte enbart den kumulativa överavkastningen för enskilda bolag ska provas beräknas även den genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR) (MacKinlay, 1997). Ett ytterligare syfte till ett genomsnitt är att även om andra parametrar påverkar kursutvecklingen ska CAAR vid tillräckligt stort urval, visa på effekten pressmeddelanden har i genomsnitt på kursutvecklingen. Ekvationen för den genomsnittliga kumulativa överavkastningen beräknas enligt följande:

$$CAAR(\tau_1, \tau_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(\tau_1, \tau_2) \quad (4)$$

3.3.1. Längre eventfönster

Vidare har ett längre eventfönster på 11 dagar för alla värden på CAAR (-5, +5) illustrerats i fyra grafer med anledning till att studien undersöker hur kursen rör sig dagligen. Således kan undersökningen fånga kursavvikelse innan och efter publiceringen. Respektive kategori tas även med i grafen för att se hur dessa förhåller sig till varandra. Ett förlängt eventfönster innan publiceringsdagen syftar till att upptäcka avvikande kursrörelser som kan kopplas till insiderproblematiken.

3.3.2. Identifiering och justering av pressmeddelanden

Studien har huvudsakligen använt sig av *Excel 2016* för att hantera, sortera och samla den använda datan. Alla pressmeddelanden publicerade av företagen har extraherats manuellt från databasen MFN (Modular Finance News), med huvudrubriken, datumet, tidpunkt och dagens kursutveckling, exempelvis “*NeuroVive Pharmaceutical AB Delårsrapport januari – september 2018, 2018-11-22, 08:30:00, -10,45%*”. Författarna sorterade därefter upp alla företagen efter Large & Small cap. Efter sorteringen har alla pressmeddelanden manuellt kategoriserats efter Neuhierl et al., (2011) tio huvudkategorier: Utmärkelser (1), Kunder & Partners (2), Utbyte (3), Finansiella (4), Rättsliga (5), Sammanslagning & Förvärv (6), Ledning & Styrelse (7), Event & Möten (8), Produkt & Tjänst (9), Strategi & Prestation (10). Dock fann inte studien något pressmeddelande som kunde kategoriseras till Utbyte (3) och således har kategorin exkluderats från undersökningen. Neuhierl, Scherbina & Schlusche (2011) har även utformat subkategorier men denna studie utgår enbart från dessa som kriterier och verktyg för att identifiera vilken huvudkategori pressmeddelandet tillhör. Vid beräkning av sambandet mellan pressmeddelandet och dess aktiekurs har författarna valt att matcha varje pressmeddelande med publiceringsdagens kursutveckling genom verktyget *Fuzzy Lookup*. Även om MFN erbjöd den vid extraheringen har författarna valt att använda sig av Thomson Reuters Datastream för att ladda ner kursen (Price - Trade) på en daglig basis. Detta görs eftersom databasen har justerat priserna till det officiella stängningspriset samt justerats efter senare kapitalhändelser, vilket ger ett mer trovärdigt resultat. Dessutom behövdes kursförändringarna omkring publiceringsdagen för att fånga effekten i eventfönstret på sju dagar. Vidare har alla pressmeddelanden släppta efter 17:29:59 eller vilka publicerats under en helg justerats till nästkommande handelsdag för att kunna matchas med

marknadens effekt. De pressmeddelanden släppta under samma dag har justerats ner till ett pressmeddelande, givet att alla består av samma kategori. Vid olika kategorier har justeringarna baserats på de resultat Neuhierl et al. (2011) presenterade i *Market Reaction to Corporate Press Releases*. Där redogör Neuhierl et al. (2011) vilka kategorier som haft störst påverkan på aktiekursen och således har författarna av denna studie använt deras resultat som ett riktmärke för att bedöma vilken kategori som varit mest avgörande för den abnormala förändringen.

Som tidigare nämnt har vissa pressmeddelanden varit svårdefinierade då de innehållit flera kategorier eller bestod av information som inte direkt kunde kopplas till en av kategorierna. Dessa pressmeddelanden beskrivs följande samt vilka kategorier de har blivit tilldelade:

- Former av bidrag från externa aktörer klassas som Utmärkelser (1)
- För fastighetsbolag har pressmeddelanden som handlar om att bygga, sälja eller köpa fastigheter kodats till Kunder & Partners (2)
- Ändringar av aktieandelar i bolaget, kommunicéer från diverse finansiella händelser och förändringar i redovisningsprinciper klassas som Finansiella meddelanden (4)
- Köp av aktier i andra bolag eller avyttring av sin andel, oavsett storlek, har kodats till Sammanslagning & Förvärv (6)
- Transaktioner hänfödda till personer i ledande ställning klassas som Ledning & Styrelse (7)
- Presentationer av årsredovisningar & delårsrapporter, inbjudningar, kallelser samt datum för framtida bolagshändelser sorteras som Event & Möten (8)
- Nyhetsuppdateringar samt rapporter om samhällets utveckling från banker klassas som Produkt & Tjänst (9)
- Investeringar och expanderings i andra länder och områden kodas till Strategi & Prestation (10)

3.3.3. Klassificering av meddelande (positivt eller negativt)

Då studien valt att till skillnad från Neuhierl et al. (2011) endast utgå från deras huvudkategorier och inte subkategorier har viss problematik uppstått. Framförallt eftersom kategorier så som Finansiella pressmeddelanden inkluderat alla finansiella rapporter oavsett om de redovisat ett positivt eller negativt resultat i rapporten. Det medför risken att kategorins resultat blir

missvisande. Exempelvis kan hälften av alla pressmeddelanden inom en kategori vara av positiv karaktär som generera en positiv kursutveckling och resterande av negativ karaktär samt generera en negativ kursutveckling. Det kan resultera i att den totala estimerade effekten av kategorins pressmeddelanden reduceras eller elimineras på grund av författarnas kategorisering, när kategorin potentiellt sett kunde uppvisat en signifikant effekt på aktiens kursutveckling. Med anledningen till att minska denna snedvridning har studien valt att klassificera pressmeddelanden som positiva eller negativa baserat på dess överavkastning under publiceringsdagen. Att använda publiceringsdagen som klassificeringsdag grundas i den effektiva marknadshypotesen vilken antyder att aktiepriset skall spegla all tillgänglig information och således bör ett pressmeddelande av positiv karaktär generera en positiv avkastning (Fama, 1970). Därmed har studien valt att definiera vad som är ett "positivt" respektive "negativt" pressmeddelande enligt följande antagande:

- Meddelanden vilka genererar en positiv överavkastning under publiceringsdagen klassificeras som *Positiva*, $AR > 0$.
- Meddelanden vilka genererar en negativ överavkastning under publiceringsdagen klassificeras som *Negativa*, $AR < 0$.

Dessa antagande stärks även av artikeln *Media Content and Stock Returns: The Predictive Power of Press* skriven av Ferguson et al., (2014). De undersökte förhållandet mellan positiva och negativa pressmeddelanden, dess påverkan på framtida aktiepris. Resultatet av studien visade att både positiva och negativa pressmeddelanden hade en signifikant påverkan på framtida aktiepris eftersom de gav investerarna värdefull information om bolaget. Hädanefter kommer denna studie benämna pressmeddelanden som positivt eller negativt baserat på ovanstående antaganden.

3.4. Tester

3.4.1. One sample t-test

Enligt Körner & Wahlgren (2015) används ett one-sample t-test för att kontrollera ifall medelvärde för en grupp statistiskt skiljer sig från ett hypotetiskt testvärde. Testvärdet "Test Value" för denna studie har valts till noll som grundar sig i MacKinlays (1997) argumentation

om att eventet inte har någon effekt skall överavkastningen summeras till noll. Studien ämnar sig åt att undersöka om positiva och negativa pressmeddelanden har ett signifikant samband med aktiekursen för bolagen noterade på Large och Small Cap. Därav utgår testvariabeln från den genomsnittliga kumulativa överavkastningen för de publicerade pressmeddelanderna. En noll- och alternativhypotes har formulerats enligt följande:

$$H_0: CAAR(-1, +5) = 0 \quad (5)$$

$$H_A: CAAR(-1, +5) \neq 0 \quad (6)$$

där:

$CAAR(-1, +5)$ = kumulativa genomsnittliga överavkastning under ett händelsefönster på sju dagar.

Studien har genomfört fyra t-test med hjälp av SPSS, två för positiva och två för negativa pressmeddelanden uppdelat efter Small och Large cap. Författarna har valt en signifikansnivån på fem procent vilket är en standard för t-test och det kan dessutom anses vara rimligt avvägt vid beaktning av testets sensitivitet samt risken att utfallet blir falskt positivt. (Körner & Wahlgren, 2015) För de kategorier vilka understiger 30 stycken observationer har icke parametriska tester, *One-Sample Binomial Test*, utförts. Detta görs eftersom att studien inte kan tillämpa parametriska metoder då det grundläggande antagandet om normalfördelning inte kan antas vid ett sådant litet urval.

3.4.2. Oberoende t-test

Körner & Wahlgren (2015) skriver i sin litteratur *Statistik Dataanalys* att ett oberoende t-test genomförs för att undersöka om det föreligger någon statistisk signifikant skillnad i medelvärde med hänsyn till standardavvikelsen mellan två orelaterade grupper. För att två grupper skall vara orelaterade krävs det att undersökningsgruppernas objekt endast befinner sig i en av grupperna samt inte påverkar den andra gruppen (Körner & Wahlgren, 2015), vilket i studiens fall är företagen noterade på antingen Small Cap eller Large Cap. Testvariablarna som tillämpats är pressmeddelandernas nio kategorier där medelvärdet för varje kategori beräknats. Efter att

variablerna är definierade har en nollhypotes formulerats med syfte att kontrollera om det föreligger någon statistisk signifikant mellan grupperna (Körner & Wahlgren, 2015). Med tidigare studier till grund bland andra Malahim & Matar (2019) vilka antyder att små bolag har större överavkastning än stora bolag, har författarna valt formulera en nollhypotes enligt följande:

$$H_0: u1 = u2 \quad (7)$$

där:

$u1$ = medelvärdet (CAAR, -1, +5) för kategori i för företag noterade på Large Cap,

$u2$ = medelvärdet (CAAR, -1, +5) för kategori i för företag noterade på Small Cap.

Då författarna eftersträvar att förkasta nollhypotesen har en alternativ hypotes formulerats.

$$H_A: u1 < u2 \quad (8)$$

där:

$u1$ = medelvärdet (CAAR, -1, +5) för kategori i för företag noterade på Large Cap,

$u2$ = medelvärdet (CAAR, -1, +5) för kategori i för företag noterade på Small Cap.

Studien genomför två oberoende t-test med hjälp av SPSS, ett för positiva pressmeddelanden och ett för negativa. Såväl detta test utgår från en signifikansnivå på fem procent och bygger på samma argumentation som beskrivs under 3.5.1. Gruppvariabeln för testet kommer att koda enligt följande:

“Small Cap” = 0.

“Large Cap” = 1.

Detta medför således att om signifikans kan påvisas, är medelvärdet för pressmeddelanden publicerade av företag på Small cap signifikant större ifall positiva och signifikanta mindre ifall negativa. För de kategorier vilka understiger 30 stycken observationer har icke parametriska tester, *Independent-Samples Mann-Whitney U Test*, utförts till samma grund argumenterad för under föregående rubrik.

3.5. Metoddiskussion

En vital del av studien är att författarna ställer sig kritisk till metodvalen. Därför kommer följande del att avhandla vilken effekt studiens bortfall resulterat i, metodens metodik samt resultatets reliabilitet och validitet.

3.5.1. Bortfallsanalys

Heckman (1979) beskriver ett förekommande fel som kan uppstå under urvalsprocessen, *selection bias* (urvalsskevhhet). Det förekommer när en studie utgår från ett icke slumpmässigt urval och kriterier selekterar vilken del av populationen som skall undersökas. Det medför en risk av ett missledande resultat över hur populationen egentligen ter sig. Studien har bland annat kategoriserat alla pressmeddelanden manuellt huvudsakligen utifrån titeln, vilket skapat utrymme för *selection bias*. Därmed finns det en risk att författarnas kategorisering varit felaktig i vissa fall och således haft inverkan på hur urvalet speglar den faktiska populationen. Ändock stärks reliabiliteten genom att författarnas kategorisering bygger på tidigare forskning från Neuhierl et al. (2011). Ytterligare riskerar också de extraherade pressmeddelandena från MFN att omfattas av *selection bias* men risken anses vara marginell då källan är både kvalitativ och betrodd inom finansvärlden.

Survivorship bias (överlevnadskevhhet) är en variant av urvalsskevhhet där studien fokuserar på de undersökningsföremål som blev inkluderade efter urvalsprocessen och överser de exkluderade (Carpenter & Lynch, 1999). Utifrån kriterierna presenterade under 3.2. *Urval av insamlad data* exkluderades 30 aktier på grund av att vissa bolag hade flera aktier noterade på samma lista, såsom B och C aktier. Den exkluderingen påverkar inte studiens validitet då pressmeddelandets effekt erhålls i aktien studien behåller. Däremot utelämnades fem bolag på grund av att de inte var listade under minst två av tre år vilket medför risken för överlevnadskevhhet och kan orsaka snedvridningar såsom ett överoptimistisk resultat. Å andra sidan är det inte säkerställt om avnoteringen grundats på underprestation utan kan bestå av fusioner, uppköp eller att bolagen själva ansökt om avnotering. Dessutom är det värt att anmärka att dessa fem bolag endast representerar 3% av hela populationen och kan anses ha en marginell påverkan på det slutliga resultatet. Slutresultatet i denna bedömning var att 5 171 st pressmeddelande uteslöts från

datasamlingen. Den bakomliggande orsaken till bortfallet var justeringen ner till ett pressmeddelande per dag utifrån redogörelser från Neuhierl et al (2011). Genom att exkluderingen bestod av en manuell bedömning finns den en risk för överlevnadsskevhet eftersom bolag kan publicera flera pressmeddelande på samma dag och inom olika kategorier. Det går därför inte att utesluta att det kan ha skett felbedömningar vid exkluderingen som vidare påverkat slutresultatet.

3.5.2. Val av metod

När en eventstudie genomförs kan en av två modeller användas för att beräkna normalavkastning enligt MacKinlay (1997). Han rekommenderar att studier utgår från *marknadsmodell* som antar en stabil linjär relation mellan marknadens avkastning och företag *i* avkastning. För att använda den till fullo krävs det att en ordinary least square regression utförs på ett estimation window vilket oftast är en 200 dagars period innan varje event. Studien hade därmed behövt utföra 12 246 stycken regressioner, ett för varje pressmeddelande, för att estimerat ett korrekt beta- och alfavärde tillhörande varje pressmeddelande. Författarna valde därför att simplificera processen genom att utgå från databasen Thomson Reuters Datastream vilken redan estimerat betavärden för alla aktier som undersöks. Alfavärdet exkluderar studien helt eftersom det kräver OLS-regressionen samt då Brown & Warner (1980, 1985) bekräftade i sina undersökningar att interceptet inte var signifikant säkerställt. Beslutet att beräkna normalavkastningen något annorlunda grundar sig framförallt i studiens begränsade tidsram och omfång. Men författarna är väl medvetna om att metodiken inte helt går i linje med MacKinlay (1997) och därmed kan påverka studiens slutgiltiga resultat.

Då författarna manuellt kategoriserat alla pressmeddelanden medför det vissa risker. Även om tillvägagångssättet utgår från en beprövad metodik (Neuhierl et al., 2011) finns risken att denna studie klassificerat vissa meddelanden felaktigt. Sådana fel kan uppstå då det inte är säkert att författarna av denna studie tolkat pressmeddelanden på samma sätt som Neuhierl et al. (2011). Men något som stärker trovärdigheten i studiens klassificering är att uppdelningen av pressmeddelanden ser likt ut för både Large cap och Small cap, men framförallt överensstämmer det med uppdelningen Neuhierl et al. (2011) presenterade i sin studie. Ytterligare har de pressmeddelanden vilka inte gått att tolka enligt enbart huvudrubriken analyserats närmare

utifrån hela pressmeddelandet via MFN. Om inte hela pressmeddelandet varit tillräckligt för att genomföra en opartisk kategorisering har två av författarna gjort varsin oberoende bedömning som sedan diskuterats bland alla tre författare. Ändock skall det hållas i åtanke att studien analyserat 12 246 stycken pressmeddelanden vilket eventuellt kan leda till enstaka felbedömningar.

Författarna har fortsättningsvis valt att klassificera pressmeddelanden till sådana av positiv eller negativ karaktär. Detta har utförts huvudsakligen eftersom Neuhierl et al. (2011) använde sig av subkategorier till sina huvudkategorier vilka hade en positiv eller negativ laddning inkorporerad, exempelvis "förlust av kundrelation". Till skillnad från författarna har studien endast utgått från deras huvudkategorier vilket medförde att undersökningen hade exempelvis både kundförluster och kundvinster under samma kategori. Lämpligast skulle studien klassificerat även utifrån subkategorierna men med tanke på mängden data och tidsbegränsningen valde författarna att enbart utgå från huvudkategorierna. Därav har pressmeddelanden klassificerat som positiva eller negativa baserat på dess överavkastning under publiceringsdagen.

Vidare har studien utfört olika t-tester för att bedöma signifikansen i resultaten. One-sample t-test har använts för att undersöka pressmeddelandets effekt på bolagets aktiekurs och om den signifikant skiljer sig från noll. Oberoende t-test har använts för att jämföra medelvärdet mellan Large cap och Small cap i syfte till att undersöka ifall det föreligger någon signifikant skillnad mellan grupperna. Ett alternativ till att analysera resultatet genom t-testerna hade varit genom en regressionsanalys. Då hade studien kunnat påvisa vilken kausalitet som föreligger mellan pressmeddelanden och aktiekurs. Vidare hade även författarna kunnat kontrollera för andra variabler som kunnat påverka överavkastningen. Men då studiens huvudsyfte är att testa ifall det föreligger ett samband mellan pressmeddelande och aktiekurs blir en regressionsanalys alldeles för omfattande för undersökningens syfte.

3.5.3. Reliabilitet

Uppsatsens reliabilitet ämnar åt tillförlitligheten för studien kopplat till att resultatet är pålitligt och riktigt i relation till upprepade prövningar av studiens metod med lika utfall (Bryman & Bell, 2017). Till följd av studiens omfång finns det alltid en tänkbarhet för osäkerhet rörande säkerheten i det presenterade resultatet, därav Bryman och Bell (2017) menar tillämpning av sekundärdata leder till reducering av datans kvalitet och möjligheter till kontrollverktyg. Författarna av denna studie gör bedömningen att de sekundära datakällorna som har använts som underlag, Modular Finance News och Thomson Reuters Datastream anses bestå av en avsevärd hög grad av reliabilitet. Utgångspunkten till detta antagande är att andrahandskällorna representeras av etablerade bolag som används av åtskilliga företag och utbildningsinstitutioner. En slutgiltig bedömning av undersökningens resultat är att dess reliabilitet ej har haft någon inverkan av slumpartade förhållande och därför kan studiens reliabilitet anses som fullgod.

Tillvägagångssättet i undersökningen består till en extensiv nivå av manuellt arbete men även i viss mån automatiserad datainsamling. Med hänsyn till att datainsamlingen har genomförts med diverse olika databaser medföljer risken för att den insamlade datan inte är överensstämmande med varandra inom alla variabler. Påföljden av detta dilemma är fortsättningsvis den statistiska säkerheten kan få en inverkan och det slutgiltiga kan frånskilja en undersökning från samma källa. Emellertid har inhämtade värden kopplade till specifika bolag på diverse listor medföljt till att det ej varit genomförbart att tillämpa enbart en databas. Med ambitionen att minimera ett bristfälligt utfall har åtgärder vidtagits i egenskap av slumpmässiga stickprov av variabler som jämförts med andra likartade databanker.

3.5.4. Validitet

Bryman och Bell (2017) skriver att en studies validitet grundas i hur väsentlig den analyserade datan är samt om testerna vilka utförs mäter det de avser att mäta. Studiens tillvägagångssätt bygger framförallt på metodiken presenterad av MacKinlay (1997) samt på Neuhierls et al. (2011) metoder vid kategoriseringen. Den förstnämnda blev publicerad i Journal of Economic och den sistnämnda i The Journal of Financial and Quantitative Analysis vilket indikerar på en hög tillförlitlighet hos källorna. Studien syftar till att undersöka hur olika kategorier av

pressmeddelanden påverkar olika bolags värde, om det föreligger någon skillnad av effekterna mellan Large cap och Small cap. En del av den inhämtade datan är företagets aktiekurs vilken med stöd av den tidigare presenterade effektiva marknadshypotesen ska representera ett företags värde. Det finns dock många som kritiserat teorin bland andra Chan (2008) som menar att det ibland tar längre tid för aktier att spegla all tillgänglig information och således kan det diskuteras om aktiekursen verkligen reflekterar företagsvärdet. Andra alternativa värderingsmått baseras exempelvis på bolagens bokföring men då dessa inte är applicerbara inom en eventstudies ramverk bedöms aktiekursen vara mest lämpad för undersökningen. Den andra delen av datan är bolagens publicerade pressmeddelanden vilka klassificerats som studiens event. Då studien anknyt till varje pressmeddelande till publiceringsdagens kursutveckling och avser att mäta dess effekt kan den extraherade datan anses generera validitet till studien.

4. Empiri

Följande del presenterar data insamlad från 189 olika företag listade på Large cap och Small cap Nasdaq Stockholm. Initialt i empiriavsnittet kommer undersökningen och testerna på Large cap och Small cap att redogöras. Slutligen visas en generell sammanställning av undersökningen för båda börslistorna.

4.1. Large cap

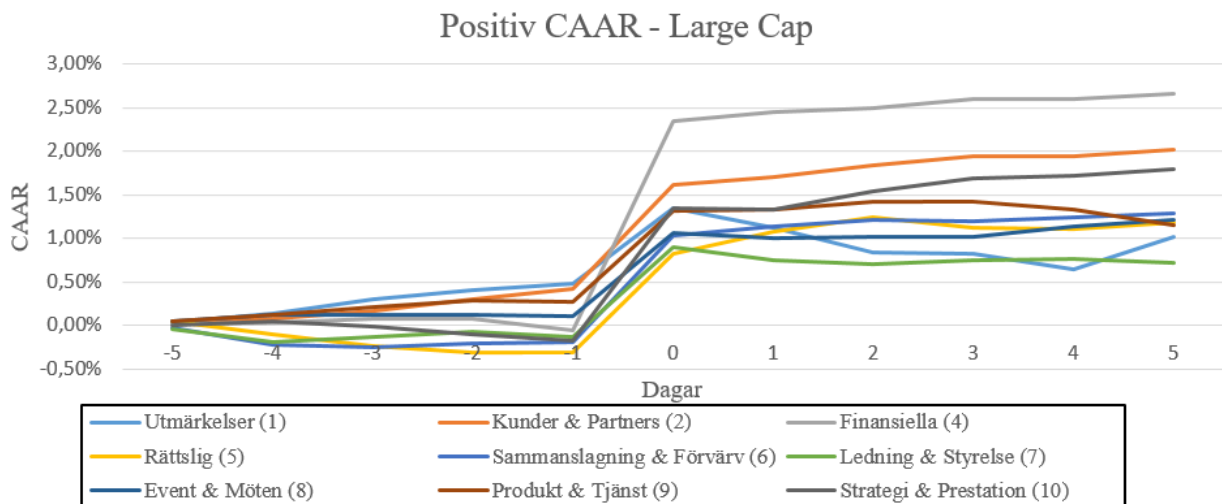
4.1.1. Fördelning

Fördelning av pressmeddelanden - Large Cap						
Kategori	Positiva (N)	Andel %	Negativa (N)	Andel %	Total (N)	Andel %
Utmärkelser (1)	50	1%	44	2%	94	1%
Kunder & Partners (2)	830	18%	708	29%	1538	22%
Finansiella (4)	1197	26%	1155	48%	2352	33%
Rättsliga (5)	45	1%	79	3%	124	2%
Sammanlagning & Förvärv (6)	352	8%	61	3%	413	6%
Ledning & Styrelse (7)	372	8%	73	3%	445	6%
Event & Möten (8)	781	17%	145	6%	926	13%
Produkt & Tjänst (9)	696	15%	112	5%	808	11%
Strategi & Prestation (10)	296	6%	51	2%	347	5%
Totalt	4619	100%	2428	100%	7047	100%

Tabell 2 - Fördelning av pressmeddelanden

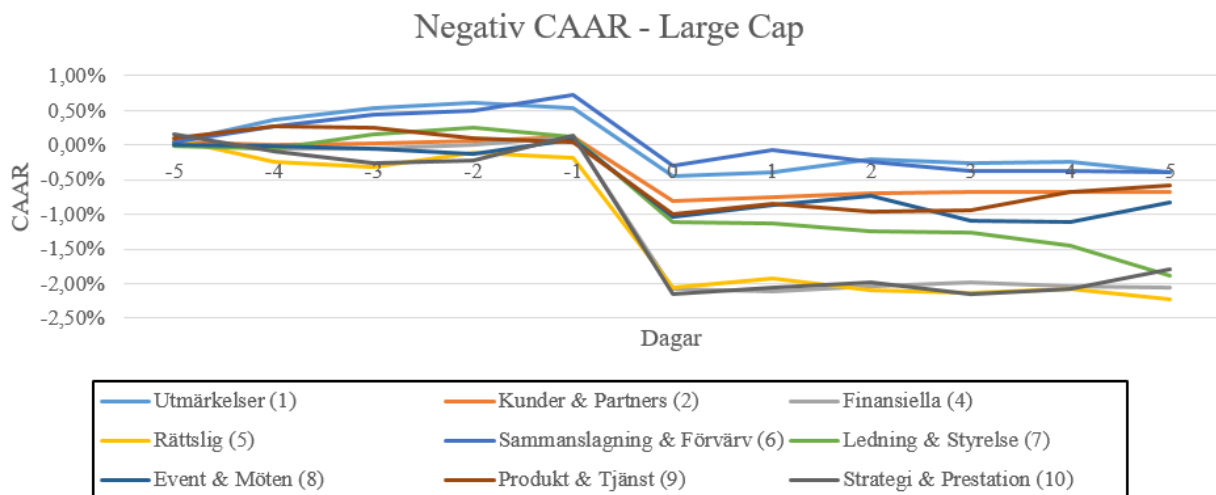
Tabell 2 ovan visar fördelningen på Large Cap för samtliga pressmeddelande som kategoriserat därav de positiva observationerna (4 619 st) presenteras i andra kolumnen och därefter andelen pressmeddelande mot de totala positiva. Därefter presenteras de negativa observationerna (2 428 st) på ett oförändrat sätt i de två högra kolumnerna.

4.1.2. Längre eventfönster, CAAR (-5, +5)



Graf 1 - Positiva pressmeddelanden CAAR (-5, +5)

Linjediagrammet i graf 1 ovan visar den genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR) för de positiva pressmeddelanden över 11 dagar. Med tillämpning av marknadsmodellen illustreras en redogörelse för tidsperioden fem dagar innan och fem dagar efter pressmeddelandets publicering ($t = 0$).



Graf 2 - Negativa pressmeddelanden CAAR (-5, +5)

Linjediagrammet i graf 2 ovan visar den genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR) för de negativa pressmeddelanden över 11 dagar. Med tillämpning av marknadsmodellen illustreras en redogörelse för tidsperioden fem dagar innan och fem dagar efter pressmeddelandets publicering ($t = 0$).

4.1.3. One-Sample Test

One-Sample Test	Large cap							
	Positiva				Negativa			
Kategorier	P-värde	Medelvärde	t-värde	N	P-värde	Medelvärde	t-värde	N
Utmärkelser (1)	0,246	0,65%	1,175	50	0,118	-1,01%	-1,596	44
Kunder & Partners (2)	0,000	1,72%	11,930	830	0,000	-0,72%	-5,026	708
Finansiella (4)	0,000	2,62%	17,367	1197	0,000	-2,05%	-14,412	1155
Rättsliga (5)	0,001	1,68%	3,460	45	0,000	-2,12%	-3,814	79
Sammanslagning & Förvärv (6)	0,000	1,53%	8,266	352	0,021	-0,90%	-2,378	61
Ledning & Styrelse (7)	0,000	0,80%	4,425	373	0,000	-2,14%	-4,466	73
Event & Möten (8)	0,000	1,11%	8,063	781	0,047	-0,70%	-2,003	145
Produkt & Tjänst (9)	0,000	0,88%	5,607	696	0,103	-0,69%	-1,642	112
Strategi & Prestation (10)	0,000	1,90%	7,659	296	0,018	-1,57%	-2,439	51

Tabell 3 - One-Sample Test (CAAR (-1, +5)) (se bilaga 1 & 2)

Beskrivning av tabell 3

Tabell 3 visar resultatet av studiens t-test som undersökt ifall medelvärdet för positiva och negativa pressmeddelanden från företag noterade på Large cap är signifikant skilda från noll, *Test Value* = 0. Längst till vänster framgår de nio kategorierna alla pressmeddelanden blivit klassificerade utefter. Därefter är *P-värdet* vilket illustrerar den statistiska signifikansen för testet, där värden vilka understiger 0,05 bekräftar att medelvärdet är signifikant skilt från noll. Medelvärdet som visas är beräknat på den genomsnittliga kumulativa överavkastningen under ett händelsefönster på sju dagar, CAAR (-1,+5). *t-värde* beräknas genom att dividera *Mean Difference* med *Standard error mean* (se bilaga 1). Ett positivt *t-värde* indikerar att medelvärdet från positiva pressmeddelanden är större än testets hypotetiska värde med hänsyn till risken (standardavvikelsen). Desto större *t-värde*, desto säkrare är testet att värdet är skilt från 0. Bredvid *t-värdet* är *N* vilket är antalet pressmeddelanden för varje kategori. Då alla kategorier överstiger 30 stycken observationer kan parametriska metoder användas eftersom de uppfyller det grundläggande antagandet om normalfördelning.

Redogörelse av Tabell 3

Tabell 3 redogör att positiva pressmeddelanden publicerade av företag noterade på Large cap har ett signifikant medelvärde för alla kategorier förutom Utmärkelser (1) då dess p-värde 0,246 överstiger signifikansnivån på 0,05.

Negativa sidan av tabell 3 visar att p-värdena för Utmärkelser (1) 0,118 och Produkt & Tjänst (9) 0,103 båda överstiger signifikansnivån på 0,05 och är således inte signifikanta. Resterande kategorier understiger 0,05 vilket innebär att sju av nio kategorier av negativa pressmeddelanden publicerade av företag noterade på Large cap bekräftas signifikanta.

4.2. Small Cap

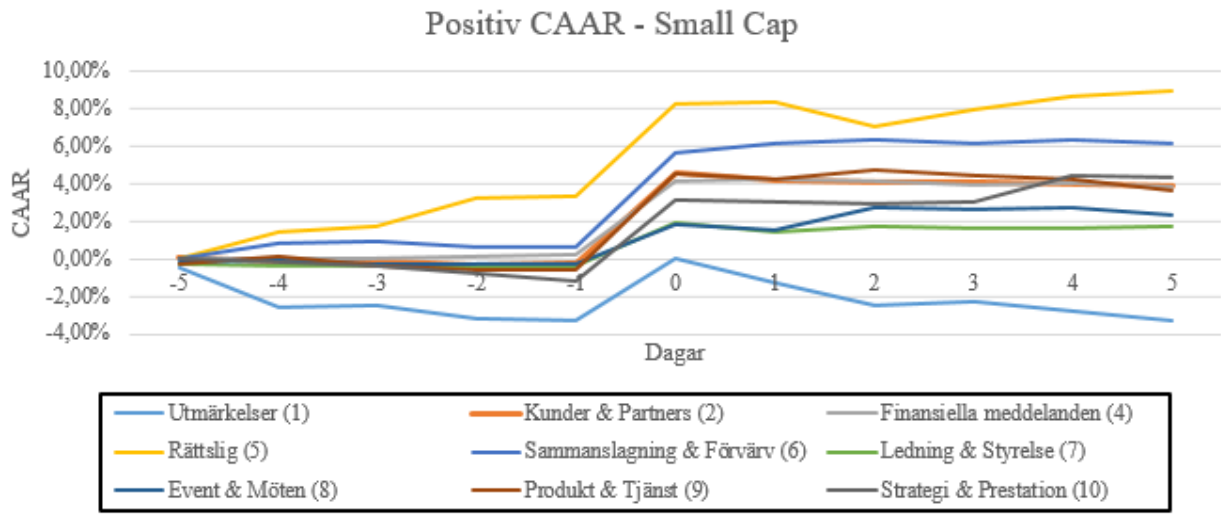
4.2.1. Fördelning

Fördelning av pressmeddelanden - Small Cap						
Kategori	Positiva (N)	Andel %	Negativa (N)	Andel %	Total (N)	Andel %
Utmärkelser (1)	23	1%	18	1%	41	1%
Kunder & Partners (2)	359	14%	193	7%	552	11%
Finansiella (4)	898	35%	1164	44%	2062	40%
Rättsliga (5)	17	1%	30	1%	47	1%
Sammanläggning & Förvärv (6)	115	4%	71	3%	186	4%
Ledning & Styrelse (7)	191	7%	258	10%	449	9%
Event & Möten (8)	315	12%	352	13%	667	13%
Produkt & Tjänst (9)	329	13%	220	8%	549	11%
Strategi & Prestation (10)	327	13%	319	12%	646	12%
Totalt	2574	100%	2625	100%	5199	100%

Tabell 4 - Fördelning av pressmeddelanden

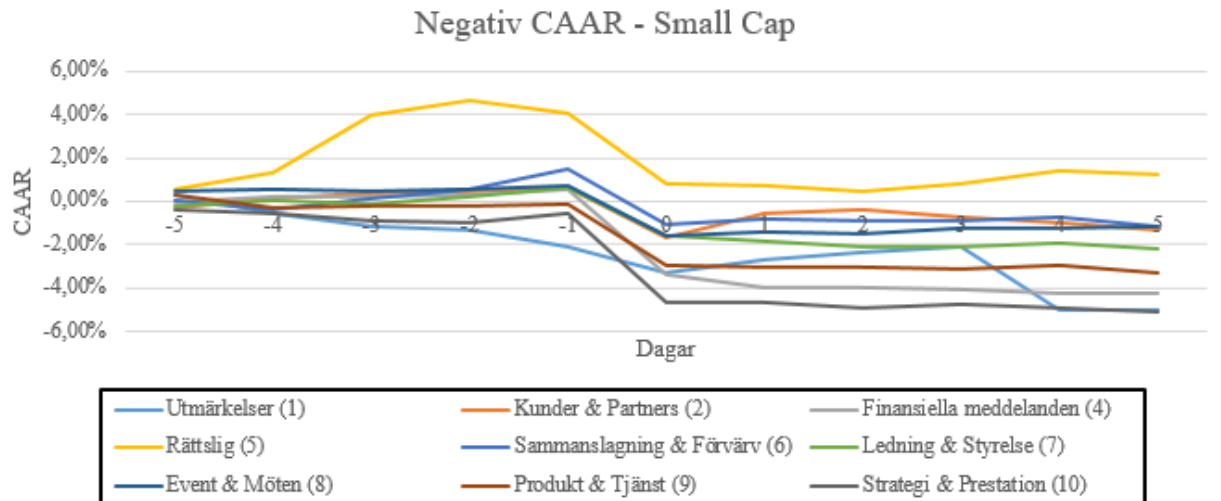
Tabell 4 ovan visar på fördelningen på Small Cap för samtliga pressmeddelande som kategoriserat därav de positiva observationerna (2574 st) presenteras i andra kolumnen och därefter andelen pressmeddelande mot de totala positiva. Därefter presenteras de negativa observationerna (2 625 st) på ett oförändrat sätt i de två högra kolumnerna.

4.2.2. Längre eventfönster, CAAR (-5, +5)



Graf 3 - Positiva pressmeddelanden, CAAR (-5, +5)

Linjediagrammet i graf 3 ovan visar den genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR) för de positiva pressmeddelanden över 11 dagar. Med tillämpning av marknadsmodellen illustreras en redogörelse för tidsperioden fem dagar innan och fem dagar efter pressmeddelandets publicering ($t = 0$).



Graf 4 - Negativa pressmeddelanden CAAR (-5, +5)

Linjediagrammet i graf 4 ovan visar den genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR) för de negativa pressmeddelanden över 11 dagar. Med tillämpning av marknadsmodellen

illustreras en redogörelse för tidsperioden fem dagar innan och fem dagar efter pressmeddelandets publicering ($t = 0$).

4.2.3. One-Sample Test

One-Sample Test	Small cap							
	Positiva				Negativa			
Kategorier	P-värde	Medelvärde	t-värde	N	P-värde	Medelvärde	t-värde	N
Utmärkelser (1)	0,678*	-1,19%	-0,417*	23	0,481*	-3,67%	-0,707*	18
Kunder & Partners (2)	0,000	4,09%	7,082	359	0,128	-1,81%	-1,528	193
Finansiella (4)	0,000	3,76%	5,929	898	0,000	-4,53%	-14,778	1164
Rättsliga (5)	0,629*	5,74%	0,485*	17	0,014	-3,33%	-2,631	30
Sammanslagning & Förvärv (6)	0,000	5,54%	4,236	115	0,199	-1,71%	-1,298	71
Ledning & Styrelse (7)	0,000	2,33%	3,726	191	0,000	-2,33%	-4,478	258
Event & Möten (8)	0,135	2,45%	1,500	315	0,001	-1,84%	-3,464	352
Produkt & Tjänst (9)	0,000	4,20%	6,816	329	0,000	-3,07%	-4,070	220
Strategi & Prestation (10)	0,002	5,14%	3,060	327	0,000	-4,25%	-6,186	319

Tabell 5 - One-Sample Test (CAAR (-1, +5)) (se bilaga 3 & 4)

*= Värde baserat på nonparametric test då antal observationer understeg 30

Beskrivning av tabell 5

Tabell 5 visar resultatet av ett t-test som undersökt ifall medelvärdet för positiva och negativa pressmeddelanden från företag noterade på Small cap är signifikant skilda från noll, *Test Value* = 0. Medelvärdet för varje pressmeddelande är beräknat på den genomsnittliga kumulativa överavkastningen under ett händelsefönster på sju dagar, CAAR (-1,+5). Både Utmärkelser (1) samt Rättsliga (5) pressmeddelanden för Small cap understiger 30 stycken observationer vilket innebär att studien inte kan tillämpa parametriska metoder då det grundläggande antagandet om normalfördelning inte kan antas vid ett sådant litet urval. Av den orsaken har två icke parametriska tester utförts ett för positiva Utmärkelser (1) samt Rättsliga (5) samt ett för negativa Utmärkelser (1). Resterande beskrivningen av tabell 5 härleds till beskrivningen redovisad under tabell 3.

Redogörelse av tabell 5

Tabell 5 förklarar att positiva pressmeddelanden publicerade av företag noterade på Small cap har ett signifikant medelvärde för alla kategorier förutom Utmärkelser (1) 0,678*, Rättsliga (5) 0,629* samt Event & Möten (8) 0,135, då deras p-värde överstiger signifikansnivån på 0,05.

Resultatet av den negativa sidan av tabell 5 visar att p-värdena för Utmärkelser (1) 0,481*, Kunder & Partners (2) 0,128 och Sammanslagning & förvärv (6) 0,199 överstiger signifikansnivån på 0,05 och är således inte signifikanta. Resterande kategorier understiger 0,05 vilket innebär att sex av nio kategorier av negativa pressmeddelanden publicerade av företag noterade på Small cap bekräftas signifikanta.

4.3. Oberoende t-test mellan Large och Small cap

4.3.1. Positiva

Oberoende T-test - Positiva Pressmeddelanden						
Kategorier	Lista	N	Medelvärde	Standardavvikelse	P-värde	t-värde
Utmärkelser (1)	Large cap	50	0,65%	3,91%	0,426*	-0,796*
	Small cap	23	-1,19%	7,88%		
Kunder & Partners (2)	Large cap	830	1,72%	4,14%	0,000	3,990
	Small cap	359	4,09%	10,95%		
Finansiella (4)	Large cap	1197	2,62%	5,22%	0,080	1,754
	Small cap	898	3,76%	19,03%		
Rättsliga (5)	Large cap	45	1,68%	3,26%	0,699*	-0,387*
	Small cap	17	5,74%	19,57%		
Sammanslagning & Förvärv (6)	Large cap	352	1,53%	3,48%	0,003	3,032
	Small cap	115	5,54%	14,02%		
Ledning & Styrelse (7)	Large cap	373	0,80%	3,51%	0,020	2,340
	Small cap	191	2,33%	8,63%		
Event & Möten (8)	Large cap	781	1,11%	3,86%	0,415	0,815
	Small cap	315	2,45%	28,99%		
Produkt & Tjänst (9)	Large cap	696	0,88%	4,14%	0,000	5,222
	Small cap	329	4,20%	11,19%		
Strategi & Prestation (10)	Large cap	296	1,90%	4,28%	0,057	1,907
	Small cap	327	5,14%	30,38%		

Tabell 6 - Oberoende t-test positiva pressmeddelanden Small och Large cap (Se bilaga 5 & 6)

* = Värde baserat på nonparametric test då antal observationer understeg 30 (se bilaga 10)

Beskrivning av tabell 6

Tabell 6 illustrerar studiens *oberoende t-test* av de positiva pressmeddelanden mellan Large- och Small cap som gjorts i samband med ett *Levene's Test for Equality of Variances*. Studien kan förkasta nollhypotesen för Levene's test och dra slutsatsen att variansen för överavkastningen skiljer sig signifikant mellan Small och Large cap för sju av nio kategorier. Detta innebär att studien kommer uteslutet utgå från resultaten presenterade längs raderna *Equal variances not assumed* härnäst.

Längst till vänster av tabellen utgörs av de nio kategorierna samt gruppindelningen. Till höger om kolumnen visas antalet, N , pressmeddelande av respektive kategori. Noterbart är att både Utmärkelser (1) samt Rättsliga (5) pressmeddelanden för Small cap understiger 30 stycken observationer vilket innebär att studien inte kan använda parametriska metoder. Därmed har ett icke parametriskt test utförts för de två kategorierna och således kan deras resultat analyseras och jämföras. Bredvid N framgår *Medelvärdet*, vilket är beräknat på den genomsnittliga kumulativa överavkastningen under ett händelsefönster på sju dagar, CAAR (-1,+5). *Standardavvikelsen* visar hur mycket de olika värdena avviker från respektive medelvärde. Bredvid standardavvikelse visas *P-värdet*. Om det understiger 0,05 är skillnaden mellan populationerna signifikant med 95 procent säkerhet. t mäter storleksskillnaden i relation till variationen i datan, där ett desto större värde indikerar på starkare bevisning till att förkasta nollhypotesen.

Redogörelse av tabell 6

Tabell 6 redogör att Small cap har ett högre positivt medelvärde av överavkastning för samtliga kategorier förutom *Utmärkelser* (1) i jämförelse med Large cap. Dock bekräftar tabellen att skillnaderna endast är statistiskt säkerställda för fyra av nio kategorier, Kunder & Partners (2) 0,000, Sammanslagning & Förvärv (6) 0,003, Ledning & Styrelse (7) 0,020 samt Produkt & tjänst (9) 0,000.

4.3.2. Negativa

Oberoende T-test - Negativa Pressmeddelanden						
Kategorier	Lista	N	Medelvärde	Standardavvikelse	P-värde	t-värde
Utmärkelser (1)	Large cap	44	-1,01%	4,21%	0,535*	-0,620*
	Small cap	18	-3,67%	12,47%		
Kunder & Partners (2)	Large cap	708	-0,72%	3,82%	0,364	-0,911
	Small cap	193	-1,81%	16,41%		
Finansiella (4)	Large cap	1155	-2,05%	4,82%	0,000	-7,354
	Small cap	1164	-4,53%	10,46%		
Rättsliga (5)	Large cap	79	-2,12%	4,94%	0,310	-1,020
	Small cap	30	-3,33%	6,94%		
Sammanslagning & Förvärv (6)	Large cap	61	-0,90%	2,94%	0,555	-0,593
	Small cap	71	-1,71%	11,08%		
Ledning & Styrelse (7)	Large cap	73	-2,14%	4,09%	0,792	-0,264
	Small cap	258	-2,33%	8,35%		
Event & Möten (8)	Large cap	145	-0,70%	4,22%	0,074	-1,793
	Small cap	352	-1,84%	9,98%		
Produkt & Tjänst (9)	Large cap	112	-0,69%	4,45%	0,006	-2,756
	Small cap	220	-3,07%	11,20%		
Strategi & Prestation (10)	Large cap	51	-1,57%	4,59%	0,005	-2,845
	Small cap	319	-4,25%	12,26%		

Tabell 7 - Oberoende t-test negativa pressmeddelanden Small och Large cap (Se bilaga 7, 8)

* = Värde baserat på nonparametric test då antal observationer understeg 30 (Se bilaga 11)

Beskrivning av tabell 7

Tabell 7 jämför överavkastningen för de negativa pressmeddelanden mellan Small och Large cap. Utmärkelser (1) pressmeddelanden för Small cap understiger 30 stycken vilket enligt tidigare nämnt resonemang gör att studien utfört ett icke parametriskt test för den kategorin.

Bilaga 8 visar att alla kategorier förutom Rättsliga (5) är signifikanta för *Levene's Test for Equality of Variances*. Därav kan studien återigen förkasta nollhypotesen för Levene's test och utgå från att variansen för överavkastningen skiljer sig signifikant mellan Small och Large cap för sju av nio kategorier. Detta innebär att studien kommer utgå från resultaten presenterade längs raderna *Equal variances not assumed* för alla kategorier förutom Rättsliga (5) vars värden

baseras på *Equal variances assumed*. Återstående beskrivningen av tabell 7 härleds till beskrivningen redovisad under tabell 6.

Redogörelse av tabell 7

Tabell 7 redogör att Small cap har ett lägre medelvärde av negativ överavkastning för samtliga kategorier i jämförelse med Large cap. Den bekräftar att skillnaderna är statistiskt säkerställda för kategorier tre av nio kategorier, Finansiella (4) 0,00, Produkt & Tjänst (9) 0,006 samt Strategi & Prestation (10) 0,005, då deras p-värden understiger 0,05.

4.4. Sammanställning av empirin

One-Sample Test	Large cap				Small cap			
	Positiva		Negativa		Positiva		Negativa	
Kategorier	P-värde	Medelvärde	P-värde	Medelvärde	P-värde	Medelvärde	P-värde	Medelvärde
Utmärkelser (1)	0,246	0,65%	0,118	-1,01%	0,678*	-1,19%	0,481*	-3,67%
Kunder & Partners (2)	0,000	1,72%	0,000	-0,72%	0,000	4,09%	0,128	-1,81%
Finansiella (4)	0,000	2,62%	0,000	-2,05%	0,000	3,76%	0,000	-4,53%
Rättsliga (5)	0,001	1,68%	0,000	-2,12%	0,629*	5,74%	0,014	-3,33%
Sammanslagning & Förvärv (6)	0,000	1,53%	0,021	-0,90%	0,000	5,54%	0,199	-1,71%
Ledning & Styrelse (7)	0,000	0,80%	0,000	-2,14%	0,000	2,33%	0,000	-2,33%
Event & Möten (8)	0,000	1,11%	0,047	-0,70%	0,135	2,45%	0,001	-1,84%
Produkt & Tjänst (9)	0,000	0,88%	0,103	-0,69%	0,000	4,20%	0,000	-3,07%
Strategi & Prestation (10)	0,000	1,90%	0,018	-1,57%	0,002	5,14%	0,000	-4,25%

Tabell 8 - One-Sample Test (CAAR (-1, +5)) (se bilaga 1,2,3,4)

*= Värde baserat på nonparametric test då antal observationer understeg 30 (se bilaga 9)

Independent T-Test	P-värde		Medelvärde			
	Large cap - Small cap		Positiva		Negativa	
Kategorier	Positiva	Negativa	Large cap	Small cap	Large cap	Small cap
Utmärkelser (1)	0,426*	0,535*	0,65%	-1,19%	-1,01%	-3,67%
Kunder & Partners (2)	0,000	0,364	1,72%	4,09%	-0,72%	-1,81%
Finansiella (4)	0,080	0,000	2,62%	3,76%	-2,05%	-4,53%
Rättsliga (5)	0,699*	0,310	1,68%	5,74%	-2,12%	-3,33%
Sammanslagning & Förvärv (6)	0,003	0,555	1,53%	5,54%	-0,90%	-1,71%
Ledning & Styrelse (7)	0,020	0,792	0,80%	2,33%	-2,14%	-2,33%
Event & Möten (8)	0,415	0,074	1,11%	2,45%	-0,70%	-1,84%
Produkt & Tjänst (9)	0,000	0,006	0,88%	4,20%	-0,69%	-3,07%
Strategi & Prestation (10)	0,057	0,005	1,90%	5,14%	-1,57%	-4,25%

Tabell 9 - Independent T-Test (CAAR (-1, +5)) (se bilaga 5, 6, 7, 8)

*= Värde baserat på nonparametric test då antal observationer understeg 30 (se bilaga 10, 11)

Large cap						
Positiva				Negativa		
Ranking	Kategori	t-värde	Medelvärde	Kategori	t-värde	Medelvärde
1	Finansiella (4)	17,367	2,62%	Finansiella (4)	-14,412	-2,05%
2	Kunder & Partners (2)	11,930	1,72%	Kunder & Partners (2)	-5,026	-0,72%
3	Sammanlagning & Förvärv (6)	8,266	1,53%	Ledning & Styrelse (7)	-4,466	-2,14%
4	Event & Möten (8)	8,063	1,11%	Rättsliga (5)	-3,814	-2,12%
5	Strategi & Prestation (10)	7,659	1,90%	Strategi & Prestation (10)	-2,439	-1,57%
6	Produkt & Tjänst (9)	5,607	0,88%	Sammanlagning & Förvärv (6)	-2,378	-0,90%
7	Ledning & Styrelse (7)	4,425	0,80%	Event & Möten (8)	-2,003	-0,70%
8	Rättsliga (5)	3,460	1,68%	Produkt & Tjänst (9)	-1,642	-0,69%
9	Utmärkelser (1)	1,175	0,65%	Utmärkelser (1)	-1,596	-1,01%

Tabell 10 - Large cap, Ranking utifrån störst t-värde (CAAR (-1, +5)) (se bilaga 1, 2)

Small cap						
Positiva				Negativa		
Ranking	Kategori	t-värde	Medelvärde	Kategori	t-värde	Medelvärde
1	Kunder & Partners (2)	7,082	4,09%	Finansiella (4)	-14,778	-4,53%
2	Produkt & Tjänst (9)	6,816	4,20%	Strategi & Prestation (10)	-6,186	-4,25%
3	Finansiella (4)	5,929	3,76%	Ledning & Styrelse (7)	-4,478	-2,33%
4	Sammanlagning & Förvärv (6)	4,236	5,54%	Produkt & Tjänst (9)	-4,070	-3,07%
5	Ledning & Styrelse (7)	3,726	2,33%	Event & Möten (8)	-3,464	-1,84%
6	Strategi & Prestation (10)	3,060	5,14%	Rättsliga (5)	-2,631	-3,33%
7	Event & Möten (8)	1,500	2,45%	Kunder & Partners (2)	-1,528	-1,81%
8	Rättsliga (5)	0,485*	5,74%	Sammanlagning & Förvärv (6)	-1,298	-1,71%
9	Utmärkelser (1)	-0,417*	-1,19%	Utmärkelser (1)	-0,707*	-3,67%

Tabell 11 - Small cap, Ranking utifrån störst t-värde (CAAR (-1, +5)) (se bilaga 3, 4)

*= Värde baserat på nonparametric test då antal observationer understeg 30 (se bilaga 9)

5. Analys

Denna del introduceras med en sammanställning av hypoteserna, vilket vidare presenteras och redogörs under 5.1.2., 5.2.2. samt 5.3. Undersökningens syfte och frågeställning besvaras i samband med en analys av graferna samt resultaten från de statistiska testerna. Analysen avslutas med en tolkning av fördelningen samt rankingen.

Hypoteser	H-1		H-2		H-3	
	Large cap		Small cap		Large-Small	
Kategorier	Positiva	Negativa	Positiva	Negativa	Positiva	Negativa
Utmärkelser (1)	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej
Kunder & Partners (2)	Ja	Ja	Ja	Nej	Ja	Nej
Finansiella (4)	Ja	Ja	Ja	Ja	Nej	Ja
Rättsliga (5)	Ja	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej
Sammanslagning & Förvärv (6)	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Nej
Ledning & Styrelse (7)	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Nej
Event & Möten (8)	Ja	Ja	Nej	Ja	Nej	Nej
Produkt & Tjänst (9)	Ja	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja
Strategi & Prestation (10)	Ja	Ja	Ja	Ja	Nej	Ja

Tabell 12 - Förkastelse av hypoteser

Hypoteserna illustrerade i ovanstående tabell består av de statistiska resultaten inhämtade genom testerna One-sample och Independent t-test.

5.1. Large cap

5.1.1. Längre eventfönster

5.1.1.1. Positiva

Utifrån graf 1 (CAAR -5, +5) i empirin framgår det att de positiva pressmeddelanden på Large cap för kategorierna Utmärkelser (1), Kunder & Partners (2), Rättsliga (5), Sammanslagning & Förvärv (6) samt Produkt och Tjänst (9) börjar fluktuera i störst utsträckning innan publiceringsdagen ($\tau = 0$). Det indikerar på att en del av marknaden kan ha fått insiderinformation om företagets framtida nyheter. Detta talar för att marknaden närmar sig

starkt effektiv då priset speglar information innan den blivit offentlig (Fama, 1970). Anledningen till att dessa typer av pressmeddelanden uppvisar ett sådant mönster dagarna innan kan kopplas till att större bolag har lägre grad av informationsasymmetri innan publicering (Atiase, 1985), men även att större bolag tenderar att offentliggöra mer information i förhållande till mindre bolag (Cerqueira & Pereira, 2015). Även Wiyadi et al. (2015) hävdar att det finns mer tillgänglig information om stora bolag för investeraren att ta i beaktning vid investeringsbeslut. Trots mängden tillgänglig information har investeraren en begränsad uppmärksamhet, vilket kan leda till att individen får selektivt tolka och analysera information om bolaget (Barber & Odean, 2008). En annan förklaring är att investerare har olika tillgång till information och att vissa gör mer efterforskning än andra, vilket Berk & DeMarzo (2020) argumenterar för.

Vid publiceringsdagen illustreras att de Finansiella (4) pressmeddelandena har störst effekt på aktiekurs i förhållande till de andra kategorier. Detta styrker tidigare forskning från Ryan & Taffler (2002) och Neuhierl (2011) där Finansiella (4) pressmeddelande hade störst påverkan på aktiekurs. Sammanslagning & Förvärv (6) ligger strax under de finansiella samtidigt som Rättsliga (5) och Ledning & Styrelse (7) hade lägst effekt. Dagarna efter publiceringsdagen har kategorierna olika förändringar. Kunder & Partners (2), Finansiella (4), Rättsliga (5) Sammanslagning & Förvärv (6), Event & Möten (8) samt Strategi & Prestation (10), avslutar på ett högre CAAR-värde fem dagar efter ($t = 5$) än vid publiceringen ($\tau = 0$). Detta talar emot att marknaden är effektiv då dessa kategorier påverkas flera dagar efter publiceringen (Fama, 1970). Marknadens reaktion kan däremot förklaras av ytterligare anledningar. En förklaring är att stora bolag tenderar att bli mer omnämnda i media i relation till mindre bolag (Fang & Peress, 2009). Resonemanget kan vidareutvecklas genom både Grullon et al. (2004) samt Barber & Odean (2008) studier. Den förstnämnda hävdar att bolag som blir mer omnämnda även blir mer handlade samtidigt som den andra studien påvisar att os sofistikerade investerare handlar mer populära och framträdande aktier. Sammanfattningsvis för dessa studier kan den ökade handeln således riskera att resultera i ett flockbeteende eftersom investerare är benägna att följa marknaden handelsmönster. Den andra förklaringen är att pressmeddelanden kan innehålla komplex och svårartad information vilket kan leda till att investerare tar olika lång tid att tolka och värdera innehållet som sedermera kan illustrerar förändringen i CAAR efter publiceringen (Connelly et al., 2011). Resonemanget strider mot det tredje antagandet i effektiva

marknadshypotesen, att alla tolkar vikten och innebörden av pressmeddelandet likadant (Fama, 1970). Kategorierna Utmärkelser (1), Ledning & Styrelse (7) samt Produkt & Tjänst (9) uppvisar en motsatt effekt dagarna efter publiceringen vilket kan indikera på två möjliga orsaker. Det första hänvisas till den andra förklaringen om att information kan vara komplex och svårtolkad. Det andra handlar om dispositionseffekten, vilket är att investerare tenderar att sälja av vinnande aktier och hålla kvar de som presterar dåligt (Berk & DeMarzo, 2020). Således kan denna effekt tolkas vara tydligast inom dessa kategorier.

5.1.1.2. Negativa

Fortsättningsvis illustrerar graf 2 (CAAR -5, +5) utvecklingen för de negativa pressmeddelandena på Large cap. Det som är intresseväckande med grafen är att Utmärkelser (1) och Sammanslagning & Förvärv (6) uppvisar en relativt stark kursutveckling dagarna innan det negativa pressmeddelandet. Anledningen till detta kan bero på att Utmärkelser (1) kan tolkas ha ett positivt egenvärde, vilket innebär att om marknaden får information om ett kommande pressmeddelande gällande Utmärkelser (1) reagerar den positivt. Detta stämmer överens med tidigare studier som säger att marknaden generellt reagerar positivt på olika typer av utmärkelser. Både Hendricks et al. (1996) och Zhan (2020) fann att kvalitetsutmärkelser och produktutmärkelser genererade en positiv kursutveckling. Gällande Sammanslagning & Förvärv (6) kan ökningen bero på att denna typ av information är svårtolkad. Då sammanslagning och förvärv är generellt en långvarig övergångsperiod kan det betyda att företaget bygger upp positiva förväntningar och missvisande information om det kommande pressmeddelandet. Vilket baseras på att Allen & Faulhaber (1988) argumentation om att bolag har incitament till att ge ut positiva signaler om bolaget till investerarna eftersom det genererar ett ökat bolagsvärde. Incitamentstrukturen i paritet med den svårtolkade informationen kan resultera i att bolaget förskönar informationen om det kommande pressmeddelandet med påföljd att vissa investerare handlar fler aktier innan publiceringsdagen.

Under publiceringsdagen har alla kategorier approximativt likvärdiga negativa kursutvecklingar förutom Finansiella (4), Rättsliga (5) och Strategi & Prestation (10) som minskar dubbelt så mycket i förhållande till de andra kategorierna. De följande handelsdagarna har den största andelen av kategorierna en relativt stabil och neutral kursutveckling. Däremot uppvisar Ledning

& Styrelse (7) en förhållandevis stark negativ trend dagarna efter publiceringen som efter fem dagar landar på samma nivå som de tre tidigare presenterade kategorierna. Anledningen till detta fenomen kan bero på att siffror är svårare att försköna och snedvrída än ord, vilket innebär att marknaden tar längre tid på sig att förstå den verkliga innebörden med kategorin Ledning & Styrelse (7) i förhållande till Finansiella (4) och Strategi & Prestation (10). Vidare förklaras kursförändringen hos Rättsliga (5) som att de generellt sätt har en negativ inverkan på aktiekurs (Bhagat et al. 1994; Nourayi, 1994).

5.1.2. Samband med aktiekurs (H-1)

Genom ett one-sample test av CAAR (-1, +5) värdena har studien statistiskt kunnat säkerställa huruvida det finns ett samband mellan kategori av pressmeddelande och aktiekurs på Large cap. För de positiva pressmeddelanden var alla kategorier signifikant säkerställda bortsett från Utmärkelser (1). Resultatet går emot både Hendricks et al. (1996) samt Zhan et al. (2020) studier som fann att marknaden skall reagera positivt vid kvalitets- och produktutmärkelser. Varför studien fått ett annat resultat kan baseras på att effekten av pressmeddelandet antingen har varit svårvärderat av marknaden eller att den missat informationen på grund av dess begränsade uppmärksamhet (Connelly et. al, 2011). Det låga antalet observationer för kategorin Utmärkelser (1) i undersökningen är en troligare förklaring till att studien inte hittat någon signifikans. Att resterande kategorier var signifikanta stämmer överens med tidigare forskning beskrivna under *Marknadens förväntningar på typer av nyheter* (se avsnitt 2.5) om vilka förväntningar marknaden har på olika positiva pressmeddelanden exempelvis Ball & Brown (1968), McConnel & Nantell (1985) samt Vega (2006) studier.

Fortsättningsvis har de negativa pressmeddelandena uppvisat ett likartat resultat som de positiva. En skillnad mellan dem är dock att kategorin Produkt & Tjänst (9) inte kunnat uppvisa något statistiskt samband med aktiekursen. Resultatet går emot tidigare studier då Sarkar (2006) fann att avslag från en myndighet angående bolagets produkt eller tjänst hade en negativ effekt på aktiekursen. Dessutom kunde Neuhierl et al. (2011) påvisa att defekter av produkter hade en negativ inverkan på aktiekursen, vilket även här går emot studiens empiri.

5.2. Small cap

5.2.1. Längre eventfönster

5.2.1.1. Positiva

Vidare visar Graf 3 (CAAR -5, +5) att positiva pressmeddelanden på Small cap består av två avvikelser. Dessa är Utmärkelser (1) och Rättsliga (5). Anledningen till att de varierar som de gör kan härledas till deras låga antal observationer. Båda kategorierna består av 30 eller färre pressmeddelanden, vilket innebär att CAAR-värdet kan bli missvisande ifall det föreligger några extremvärden. Med ett så få antal observationer kan inte urvalet ses som representativt för populationen och således begränsar det möjligheten till några relevanta analyser av de två kategorierna. Mellan $t = -5$ och $t = -1$ håller kursen en relativt stabil linje för resterande av kategorierna med hänsyn till deras risk (standardavvikelse). I förhållande till den effektiva marknadshypotesen kan den stabila kursen indikera på att marknaden inte är starkt effektiv eftersom prisförändringen inte reflekterar någon insiderinformation. Effekten syns enbart när informationen blir publikt tillgänglig vilket överensstämmer med en semi-starkt effektiv marknad. (Fama, 1970) Resonemanget stärks även av Demsetz (1986) som kunde påvisa att den interna informationen i mindre bolag innehas av färre personer, vilket reducerar risken till att insiderhandel uppstår. Dessutom kan den stabila kursen anknytas till den stora informationsasymmetrin som föreligger hos mindre bolag i förhållande till större (Atiase, 1985; Cerqueira & Pereira 2015). Detta innebär att marknaden inte har tillräckligt mycket information om pressmeddelandet och dess kommande inverkan innan det publiceras. Därmed ökar risken att spekulera kring eventets påverkan och således avvaktar många investerare att agera tills informationen blir offentlig.

Redan vid publiceringsdagen skall informationen speglas i aktiepriset (Fama, 1970). Connelly et al. (2011) menar dock att pressmeddelanden kan innehålla svårtolkad information som kan ta olika lång tid att tolka och värdera. Deras resonemang kan anses illustreras i Graf 3 då Event & Möten (8) samt Strategi & Prestation (10) genererar sin fulla effekt på marknaden två respektive fyra dagar efter publicering.

5.2.1.2. Negativa

Vid de negativa pressmeddelandena på Small cap under graf 4 (CAAR -5, +5) görs inte heller någon analys för Utmärkelser (1) och Rättsliga (5), vilket är baserat på anledningen beskrivet under föregående del (se 5.2.1.1.). Innan publiceringsdagen påvisar alla kategorier förutom Strategi & Prestation (10) en neutral eller marginell positiv förändring innan pressmeddelandet. Detta kan bero på den informationsasymmetrin som föreligger vid mindre bolag vilken nyanserades under föregående stycke (se 5.2.1.1.).

Under publiceringsdagen reagerar samtliga kategorier på ett snarlikt sätt. Något intresseväckande är dock att kursens utveckling efter publicering för kategorierna Finansiella (4), Ledning & Styrelse (7) samt Strategi & Prestation (10). Utvecklingen karaktäriseras av en mindre negativ trend som kan förklaras av Chan (2003) studie där han kunde påvisa att negativa kursutvecklingar fortsatte att uppvisa negativa avkastningar upp till en månad efter nyheten hade publicerats.

5.2.2. Samband med aktiekurs (H-2)

På Small cap för CAAR (-1, +5) värdena fann studien att alla kategorier hade ett statistiskt säkerställt samband med aktiekurs för alla kategorier av de positiva pressmeddelanden förutom Utmärkelser (1), Rättsliga (5) samt Event & Möten (8). Anledningen till att 1 och 5 inte var säkerställda kan troligen grundas i det begränsade antalet observationer studien fann. Urvalet för dessa kategorier var således inte representativt för populationen. Resultatet för Event & Möten (8) överensstämmer inte med hur den danska marknaden reagerade vid denna typ av meddelande då de generellt genererade en positiv avkastning (Rose, 2003).

För de negativa pressmeddelandena fann studien signifikans för alla kategorier förutom Utmärkelser (1), Kunder & Partners (2) samt Sammanslagning & Förvärv (6). Kunder & Partners (2) är signifikant för positiva meddelanden men inte för negativa vilket går emot tidigare studier då Neuhierl et al. (2011) kunde påvisa att kundförluster hade en relativt starkare negativ effekt än vad kundvinster hade. Anledningen att inte Sammanslagning & Förvärv (6) visar ett signifikant negativt samband på aktiekurs kan bero på att påverkan av kategorin är svårare att tolka på Small cap. Ett dåligt förvärv eller sammanslagning kan vara svårare att

identifiera när det föreligger större informationsasymmetri på Small cap såsom Cerqueira & Pereira (2015) beskriver det. Investeringarna är således mer försiktiga med att reagera alltför starkt på de negativa pressmeddelandena.

5.3. Skillnaden mellan Large och Small cap (H-3)

5.3.1. Positiva

Studiens sistnämnda hypotes om huruvida det föreligger någon skillnad mellan Large och Small cap kan besvaras med resultatet inhämtat från det oberoende t-testet baserat på CAAR (-1, +5). Inom positiva pressmeddelande påvisade studien att det förelåg en skillnad för 4 av 9 kategorier. Dessa är Kunder & Partners (2), Sammanslagning & Förvärv (6), Ledning & Styrelse (7) samt Produkt & Tjänst (9) vilka är illustrerade i tabell 6.

Att Kunder & Partners (2) har en skillnad mellan grupperna kan grundas i att större företag generellt har fler antal externa relationer i kontrast till små företag. Ett nytt kund- eller partnerskap kan således ha en förhållandevis större inverkan på det mindre företaget då deras relationer är limiterade. Det stärks av tidigare forskning från McConnel & Nantell (1985) som kunde påvisa att nya partnerskap ledde till en signifikant förmögenhetsökning och att denna ökning orsakade en relativt större överavkastning för den mindre partnern.

Anledningen till att det förelåg en skillnad inom Sammanslagning & Förvärv (6) kan förklaras med att det är avgörande vilken roll parterna agerar. Mindre företag blir vanligtvis uppköpta av större företag och således kommer de positiva pressmeddelandena av sammanslagning eller förvärv på Small cap bestå av fler uppköp och för Large cap fler förvärv. Detta resonemang stöds av Deepak K. Datta et al. (1992) som visade att förvärvarens värdeökning var förhållandevis liten till ökningen målföretaget upplevde vid ett förvärv eller sammanslagning.

Vad ett lednings- eller styrelsebyte får för inverkan på bolaget bestäms av marknadens förväntningar på den nytillsatta. Om marknaden tillförlitar sig på den tillsattes framtidsutsikter tenderar det leda till en positiv kursutveckling men även en ökad volatilitet för aktien. (Clayton et al., 2005) Varför det föreligger en signifikant skillnad mellan Large och Small cap, till fördel

för den sistnämnda kan förklaras av tidigare studier. P.H. Furtado och S. Rozeff (1987) fann nämligen att både interna och externa tillsättningar genererade en positiv kursutveckling för Small cap men för Large cap gav endast interna en positiv utveckling. Det kan indikera på att marknaden har ett större förtroende för en intern befordran då den anställda redan har kunskap om bolagets värderingar, strategier och visioner. En utomstående part skulle kunna bidra med ett nytt perspektiv på organisationen vilket skulle kunna gynna företaget i sig, men det omfattas av en osäkerhet hos aktieägarna. Detta går även att koppla till Connelly et al. (2011) resonemang kring signaleringsteorin. Genom att befordra en internt anställd kan det signalera mottagarna, aktieägarna framförallt, att bolaget är anförtrodda till sina anställda och vill uppmuntra deras tidigare hängivelse till bolaget. Intresseväckande är varför en extern tillsättning genererade en positiv kursutveckling för Small cap men inte Large cap. Orsaken kan bero på att Small cap företag har betydligt färre anställda och därmed har ett begränsat utbud av kompetens inom organisationen. Att befordra någon externt kan anses vara ett tillskott av kunskap och erfarenhet och således förklara den positiva utvecklingen.

Den sista kategorin som visade sig ha en signifikant skillnad mellan Large cap och Small cap var Produkt & Tjänst (9). Med ett t-värde på 5,222 i skillnad på medelvärde skiljer sig medelvärdena starkt åt mellan grupperna. Detta kan grundas i att godkännande av patenter samt godkännande från myndigheter om att få sälja sin produkt vanligtvis är en vital del av verksamheten för att bolaget ska fortleva. Speciellt för mindre bolag då de ofta är smalt nischade och har enbart ett fåtal produkter eller tjänster som genererar stora delar av sin omsättning i relation till större bolag. Att komma över tröskeln och få sin produkt godkänd har således stor effekt på bolagets framtidsutsikter, vilket är vad marknaden baseras sin värdering på. För större bolag är ett godkännande kanske inte lika avgörande för omsättningen och bolagets framtidsutveckling. Mestadels eftersom de har fler produkter och tjänster som de kan förlita sig på. Detta resonemang stöds av tidigare forskning som påvisade att godkännande från FDA och meddelanden om patent hade större abnormal avkastning för ett litet bolag jämfört med ett stort (Sarkar, 2006; Austin, 1993).

5.3.2. Negativa

Resultatet inhämtat från det oberoende t-testet baserat på CAAR (-1, +5) ämnar att besvara studiens sistnämnda hypotes om huruvida det föreligger någon skillnad mellan Large och Small. Inom de negativa pressmeddelandena kunde studien finna signifikanta skillnader för 3 av 9 kategorier. Dessa är Finansiella (4), Produkt & Tjänst (9) samt Strategi & Prestation (10).

Anledningen till att Finansiella (4) inkluderas kan grunda sig i att de negativa pressmeddelandena förhållandevis påverkar mindre företag i större utsträckning. Ett stort företag har generellt större reserver i form av likvida medel samt är mer populära och omtalade i media, vilka kan enligt investerarna anses vara tillräckligt för att inte sälja av sitt innehav. Ytterligare en anledning kan kopplas till studien presenterad av Brav, Geczy & Gompers (2000) som påvisade att en nyemission hos mindre bolag tenderar att ha en större negativ kursutveckling än hos större bolag.

Vid Produkt & Tjänst (9) används samma resonemang som under de positiva pressmeddelandena där ett negativt besked angående bolagets produkt eller tjänst får en starkare effekt på Small cap på grund av deras känslighet av produktgodkännanden.

Den sistnämnda signifikanta kategorin är Strategi & Prestation (10) och som nämnts innan tenderar Small cap ha en större överavkastning i relation till Large cap (Malahim & Matar, 2019). En stor överavkastning kan stärka aktieägarnas förväntningar om framtida prestationer för bolag på Small cap. Detta kan medföra att annonseringar av prestationer eller strategier vilka inte överensstämmer med marknadsens förhöjda förväntningar skapar förhållandevis starka negativa reaktioner. Ytterligare en förklaring kan grundas på liknande argumentation som fördes för de finansiella pressmeddelandena, att negativa siffror påverkar små bolag i större utsträckning än stora.

5.4. Fördelning

Undersökningens fördelning av de positiva pressmeddelanden visar att Small cap har en större andel Finansiella (4) pressmeddelande (40%) i relation till Large cap som utgör endast 33% av

deras totala antalet publiceringar. En förklaring till denna fördelning kan kopplas till Miller och Modiglianis (1961) grundtankar om att reducera nivån av informationsasymmetri mellan företagens ledning och dess aktieägare. Enligt studier av Cerqueira & Pereira (2015) finns det en mer utbredd nivå av informationsasymmetri för mindre företag vilket kan förklara orsaken till att mindre bolag väljer att publicera fler finansiella meddelande. Denna kategori har även motiverats ha störst påverkan på aktiekurser utifrån Ryan & Taffler (2002) och Neuhierl (2011), vilket således kan ligga grund för olikheten.

Fortsättningsvis visar Small cap även på en större andel för kategorin Strategi & Prestation (10). Tabell 4 visar att andelen på Small cap av kategori 10 uppgår till 12% jämfört med tabell 2 för Large cap där Strategi och Prestation förenas med en 5% andel. En bakomliggande orsak till fördelning kan ses utifrån Fang och Peress (2009) studie som fann att större bolag tenderar att bli mer publicerade i medier och således har en högre exponering av deras prestationer. Det finns således incitament för mindre bolag att exponera sina prestationer på eget bevåg för att nå ut till investerare. I koppling visar Woolridge & Snow (1990) att marknaden tenderar att reagera positivt till pressmeddelanden om nya investeringsbeslut samt att marknaden belönar de bolag som gör vältänkta och långsiktiga strategibeslut. Detta underbygger argumenten att Small cap bolag förespråkar publicering av Strategi & Prestation (10) vilket är deras tredje största kategori.

Pressmeddelande inom kategorin Kunder & Partners (2) visar på en betydligt större andel för Large cap (22%) vägt mot Small cap (11%). Antalet publicerade meddelande inom kategorin är därmed dubbelt så många i relation till deras totala andel publicerade. En sammankopplad kategori till Kunder & Partners (2) är Sammanslagning & Förvärv (6) som likaså består av en större andel på Large cap (se tabell 2 & 4). En tänkbar förklaring till fördelningen utgår ifrån Rau och Vermaelen (2002) om att bolag på kapitalmarknaden kan illustrera signaler på finansiell styrka och goda framtidsutsikter. Genom att Large cap bolag har ett högre marknadsvärde och stora finansiella resurser kan de slutföra fler förvärv och ingå partnerskap med andra bolag. Nya partners har visat av McConnel & Nantell (1985) vara en nyckel till ökad förmögenhet för bolag. Det resulterar slutligen i fler publiceringar av dessa kategorier vilket även kan vara till följd av de regelverk (2007:528) som alla listade bolag på Nasdaq Stockholm måste efterfölja. Där

information om partners, sammanslagning och förvärv kan anses som betydelsefullt för att stärka en rättvis och informationsrik handel.

5.5. Ranking

Utifrån rankingen av t-värde under tabell 10 och 11 kan de med störst säkerställda effekt på aktiekurs identifieras med hänsyn till risk. Topp tre av studiens ranking kan således jämföras med tidigare forskning av Ryan & Taffler (2002) samt Neuhierl et al. (2011) för att undersöka om det skiljer sig mellan olika marknader och tidsperioder.

Ryan & Taffler (2002) rankade pressmeddelandena utgivna av bolagen själva enligt följande: Finansiella (4), Sammanslagning & Förvärv (6) samt Ledning & Styrelse (7). Dessa kategorier återfinns i studiens ranking. Däremot adderas tre ytterligare kategorier, vilka är: Kunder & Partners (2), Produkt & Tjänst (9) samt Strategi & Prestation (10). Den kategori som överensstämde till störst del med Ryan & Taffler (2002) resultat är Finansiella (4) vilken återfinns i topp tre för alla fyra grupperingar.

Fortsättningsvis kan en jämförelse med Neuhierl et al. (2011) göras (se tabell 1). För de med positiva pressmeddelandena rankas Finansiella (4), Sammanslagning & Förvärv (6) samt Produkt & Tjänst (9) högst. Denna ranking stämmer överens till stor del med studiens resultat. Däremot fann denna studie att även Kunder & Partners (2) inkluderas i toppen på rankingen. Det kan tolkas som att den finansiella marknaden på Nasdaq Stockholm reagerar starkare vid dessa positiva pressmeddelanden än vad den amerikanska marknaden gör. Eftersom deras studie gjordes mellan 2006 - 2009 kan en annan förklaring vara att positiva pressmeddelanden av Kunder & Partners (2) har blivit mer relevanta i dagen samhälle. Vidare under de negativa pressmeddelandena fördelar sig rankingen likt Neuhierl et al. (2011) (se tabell 1). Den enda skillnaden är att Strategi & Prestation (10) inkluderas och således kan anses vara mer inflytelserik på en annan marknad och tidsperiod.

6. Slutsats och diskussion

Slutsatsen besvarar studiens ingående syfte och frågeställning genom en sammanfattning av analysen samt drar de slutsatser som är möjliga för undersökningen. Vidare följer en diskussion angående studiens resultat, unikhet och tillförlitlighet.

6.1. Slutsats

Studien har utgått från följande två frågeställning:

1. *Hur påverkas aktiekursen av olika kategorier av pressmeddelanden för bolag noterade på Nasdaq Stockholm?*
2. *Föreligger det någon skillnad mellan Large cap och Small cap?*

Undersökningen utmynnar i att pressmeddelanden har ett signifikant samband med aktiekursen för majoriteten av kategorierna. Positiva pressmeddelanden publicerade av företag noterade på Large cap har ett signifikant positivt medelvärde (CAAR -1,+5) för alla kategorier förutom Utmärkelser (1). Enligt rangordningen är de tre kategorier med störst säkerställd effekt utifrån t-värde Finansiella (4), Kunder & Partners (2) samt Sammanslagning & Förvärv (6). Sju av nio kategorier av de negativa pressmeddelanden publicerade av företag noterade på Large cap bekräftas ha ett signifikant negativt medelvärde (CAAR -1,+5) därav Utmärkelser (1) och Produkt & Tjänst (9) inte kan inkluderas. Baserat på rangordningen är de tre kategorier med störst säkerställd effekt utifrån t-värde är Finansiella (4), Kunder & Partners (2) och Ledning & Styrelse (7).

Vidare har positiva pressmeddelanden publicerade av företag noterade på Small cap visat ett signifikant positivt medelvärde (CAAR -1,+5) för alla kategorier förutom; Utmärkelser (1), Rättsliga (5) samt Event & Möten (8). Enligt rangordningen är de tre kategorier med störst säkerställd effekt utifrån t-värde Kunder & Partners (2), Produkt & Tjänst (9) samt Finansiella (4). Sex av nio kategorier av de negativa pressmeddelandena publicerade av företag noterade på

Small cap bekräftas signifikanta, varav Utmärkelser (1), Kunder & Partners (2) samt Sammanslagning & förvärv (6) inte omfattas. Enligt rangordningen är de tre kategorier med störst säkerställd effekt utifrån t-värde Finansiella (4), Strategi & Prestation (10) samt Ledning & Styrelse (7). Sammanfattningsvis kan första frågeställningen besvaras med att pressmeddelanden genererar en signifikant genomsnittlig kumulativ överavkastning under ett händelsefönster på sju dagar, CAAR (-1,+5), för majoriteten av kategorierna för både företag noterade på Small och Large cap.

Vid jämförelse av positiva pressmeddelanden mellan Large och Small cap har den sistnämnda ett signifikant högre positivt medelvärde (CAAR -1,+5) för fyra av nio kategorier; Kunder & Partners (2), Sammanslagning & Förvärv (6), Ledning & Styrelse (7) samt Produkt & Tjänst (9). Ytterligare redogörs vid beaktning av negativa pressmeddelanden att Small cap har ett signifikant lägre medelvärde (CAAR -1,+5) än Large cap för tre av nio kategorier; Finansiella (4), Produkt & Tjänst (9) och Strategi & Prestation (10). Slutligen kan den andra frågeställningen besvaras, det föreligger inte någon signifikant skillnad mellan Large och Small cap eftersom endast fyra respektive tre av studiens kategorier hade ett signifikant större medelvärde.

6.2. Diskussion

Till denna uppsats har pressmeddelanden publicerade av företag noterade på Large och Small cap extraherats. Pressmeddelandena representerar en omfattande uppsättning företagsnyheter vilka har potential att avsevärt påverka ett företags värdering. Dessutom möjliggör händelsefönstret omkring pressmeddelandet att fånga effekten innan, vid och efter publicering. Till följd av detta har författarna kunnat använda sig av en eventstudie där pressmeddelandets effekt undersökts med samma process för samtliga kategorier. Vidare analyseras marknadens reaktioner av de olika kategorierna och hur de förhåller sig till varandra utifrån positiva och negativa samt om det föreligger någon skillnad mellan Large och Small cap. Den genomförda studien bekräftar vad tidigare studier, bland andra Neuhierl et al., (2011) konkluderat, att pressmeddelande har ett signifikant samband med aktiekurs. För att besvara studiens första frågeställning på ett mer nyanserat tillvägagångssätt, skulle fler variabler kunnat vara fördelaktigt att ta i beaktning. Framförallt eftersom att marknaden är ytterst komplex och påverkas av mer än ny information som offentliggörs. Det hade därför varit intressant att även undersöka variabler såsom marknadsvärde, noteringsperiod och handelsvolym för att analysera kausaliteten mellan pressmeddelande och aktiekurs.

Studien tar avstamp i MacKinlay (1997) metodik samt Neuhierl et al. (2011) studie för kategoriseringen av pressmeddelanden och således finns det en hög replikerbarhet. Framtida forskning kan därmed utgå från denna studie och bör uppnå ett liknande resultat. Dock beror resultatet på vilken population som undersöks där marknad och tidsintervall verkar varit betydelsefulla faktorer eftersom studiens resultat skiljt sig från tidigare forskning i vissa avseenden. Ytterligare skall den mänskliga faktorn beaktas, där framtida forskning kan tolka titeln på ett annorlunda sätt än författarna av denna studie. Å andra sidan, utgår kategoriseringen huvudsakligen från en titel med ett begränsat antal ord vilket minskar risken för feltolkning.

Tidigare forskning som klassificerat pressmeddelanden till negativa eller positiva har utgått från en automatiserad process med hjälp av ett datorprogram vilken klassificerat innehållet utifrån ett lexikon som definierar ordens laddning till negativt eller positivt. En sådan process skulle eventuellt generat ett annat resultat för studien och möjligtvis höjt reliabiliteten. Dock ligger detta utanför författarnas kunskapsorientering och för att erbjuda en hög replikerbarhet hade även

framtida forskning behövt bygga på samma kodning. Dessutom visar studiens tillvägagångssätt att klassificeringen är fullt möjlig utifrån en förenklad process vilket främjar fortsatt användning. Ändock är författarna medvetna om att det förenklade tillvägagångssättet generaliserar pressmeddelandets laddning samt antar att marknaden är effektiv i det avseende att aktiepriset reflekterar pressmeddelandets innehåll vid publicering. Vidare är klassificeringen baserad på publiceringsdagens stängningskurs vilket resulterar i att intressenter går miste om att utnyttja $\tau = 0$ kursutveckling. Istället får intressenten använda studiens resultat hur kursen rör sig dagarna efter informationen offentliggjorts beroende på investeringsstrategi eller ändamål.

De teorier som studien utgår ifrån (Atiase,1985; Cerqueira & Pereira (2015); Wiyadi et al. (2015); Malahim & Matar (2019)) skiljer på stora och små företag som bekräftar att det föreligger en skillnad, med avseende på olika storleksaspekter, på marknaden. Något att anmärka med studiens tillämpning av dessa är att de appliceras direkt på företag noterade på Small och Large cap. Det innebär att författarna generaliserat små företag som Small cap och stora företag som Large cap. Men det är inte säkert att de tidigare studierna har samma definition av vad ett litet och stort företag är och således kan det vara en orsak till att vårt resultat skiljer sig delvis från tidigare. En annan förklaring till att studiens resultat skiljer sig från tidigare forskning kan grunda sig i att investerare värderar pressmeddelanden på ett likartat sätt på både Large och Small cap på den svenska aktiemarknaden och således genererar information liknande överavkastningar.

Studien bekräftar att det är möjligt för investerare att till stor grad endast utifrån pressmeddelandets rubrik kategorisera det till en av nio kategorier. Vidare har studien kunnat rangordna kategorierna utifrån den mest säkerställda effekter baserat på högsta t-värdet. Det leder till att investerare kan från vårt resultat se vilka pressmeddelanden som kommer ha den mest troliga effekten och således fokusera deras begränsade uppmärksamhet på dessa kategorier. Beroende på hur mycket tid investeraren är benägen att tillägna åt informationssökning kan fler kategorier efter rangordningen analyseras. Företagen kan också urskilja och prediktera på ett effektivare tillvägagångssätt vilken effekt deras pressmeddelande kommer att generera på marknaden och beakta det innan publicering.

En intressant aspekt vore om fortsatt forskning kunde vidareutveckla och analysera en hel börslista samt om författarna kunde modifiera en investeringsstrategin utifrån studiens resultat för att undersöka ifall metodiken kan användas i en vinstdrivande syfte. En annan forskningsaspekt hade varit ett ytterligare tillvägagångssätt för att klassificera pressmeddelanden som negativa eller positiva redan vid publicering, förutsatt att investerare kan utgå från metodiken utan några större krav på programmerings kompetenser.

Studiens resultat påstår författarna har en hög reliabilitet samt validitet. Framförallt då undersökningens metod presenteras detaljerat och grundar sig i stor utsträckning på tidigare studiers tillvägagångssätt. Undersökningens data har extraherats från pålitliga och granskade datakällor. Tillsammans med studiens resultat och metodik kan framtida pressmeddelanden analyseras och således hjälpa morgondagens intressenter till en tidseffektivare handelsdag.

7. Källförteckning

Allen, F & Faulhaber, G. (1988). *Signalling By Underpricing In the Ipo Market*. Journal of Financial Economics, Vol. 23, pp. 303-323

Tillgänglig: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X89900603>

[Hämtad 2021-04-12]

Atiase, K.R. (1985) *Predisclosure Information, Firm Capitalization, and Security Price Behavior Around Earnings Announcements*. Journal of Accounting Research Vol. 23, No. 1, pp. 21-36

Tillgänglig: https://www.jstor.org/stable/2490905?seq=1#metadata_info_tab_contents

[Hämtad 2021-05-12]

Austin, D.H. (1993) *An Event-Study Approach to Measuring Innovative Output: The Case of Biotechnology*. The American Economic Review Vol. 83, No. 2, Papers and Proceedings of the Hundred and Fifth Annual Meeting of the American Economic Association, pp. 253-258

Tillgänglig: https://www.jstor.org/stable/2117673?seq=1#metadata_info_tab_contents

[Hämtad 2021-05-16]

Avdalović, S.M. & Milenković, I. (2017) *Impact of company performances on the stock price: An empirical analysis on select companies in Serbia*. Economics of Agriculture, pp. 561-570

Tillgänglig: https://www.researchgate.net/publication/321985561_Impact_of_company_performances_on_the_stock_price_An_empirical_analysis_on_select_companies_in_Serbia

[Hämtad 2021-04-22]

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

Tillgänglig: https://www.jstor.org/stable/2490232?seq=1#metadata_info_tab_contents

[Hämtad 2021-04-14]

Barber, B.M. & Odean, T. (2008) *All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors*. The review of Financial Studies Vol. 21, No. 2, pp. 785-818

Tillgänglig: <https://academic.oup.com/rfs/article/21/2/785/1607197?login=true>

[Hämtad 2021-04-20]

Berk, J. & DeMarzo, P. (2020). *Corporate Finance*, 5th edition, England: Pearson Education Limited

Bhagat, S. & Brickley, A.J. & Coles, J.L. (1994) *The costs of inefficient bargaining and financial distress: Evidence from corporate lawsuits*. Journal of Financial Economics Vol. 35, No. 2, pp. 221-247

Tillgänglig: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X94900051>

[Hämtad 2021-05-03]

Boujelbene, Y. & Besbes, L. (2012) *The Determinants of Information Asymmetry between Managers and Investors: A Study on Panel Data*. IBIMA Business Review, pp. 1-11

Tillgänglig: https://www.researchgate.net/publication/268258140_The_Determinants_of_Information_Asymmetry_between_Managers_and_Investors_A_Study_on_Panel_Data

[Hämtad 2021-04-27]

Brav, A. & Geczy, C. & Gompers, P.A. (2000) *Is the abnormal return following equity issuances anomalous?*. Journal of Financial Economics Vol. 56, No. 2, pp. 209-249

Tillgänglig: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X00000404>

[Hämtad 2021-04-20]

Brown, S.J. & Warner, J.B. (1980) *Measuring security price performance*. Journal of Financial Economics Vol. 8, No. 3, pp. 205-258

Tillgänglig: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X80900021>

[Hämtad 2021-04-19]

Brown, S.J. & Warner, J.B. (1985) *Using daily stock returns: The case of event studies*. Journal of Financial Economics Vol. 14, No. 1, pp. 3-31

Tillgänglig: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X8590042X>

[Hämtad 2021-04-19]

Bryman, A. & Bell, E. (2017) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, no. 3, Malmö: Liber

Carpenter, J.N. & Lynch A.W. (1999) *Survivorship bias and attrition effects in measures of performance persistence*. Journal of Financial Economics vol. 54. No. 3, pp. 337-374

Tillgänglig: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X99000409>

[Hämtad 2021-04-28]

Cerqueira, A. & Pereira, C.M.F (2015) *Accounting Accruals and Information Asymmetry in Europe*. Prague Economics Papers Vol. 24, No. 6, pp. 638-661

Tillgänglig: https://www.researchgate.net/publication/283182137_Accounting_Accruals_and_Information_Asymmetry_in_Europe

[Hämtad 2021-04-28]

Chan, W.S. (2003) *Stock Price Reaction to News and No-News: Drift and Reversal after Headlines*. Journal of Financial Economics Vol. 70, No. 2, pp. 223-260

Tillgänglig: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X03001466>

[Hämtad 2021-04-15]

Clayton, M.C. & Hartzell, J.C. & Rosenberg, J. (2005) *The Impact of CEO Turnover on Equity Volatility*. The Journal of Business Vol. 78, No. 5, pp. 1779-1808

Tillgänglig: https://www.jstor.org/stable/10.1086/431442?seq=1#metadata_info_tab_contents

[Hämtad 2021-04-18]

Connelly, B.L. & Certo, S.T. & Ireland, R.D. & Reutzel, C.R. (2011) *Signaling Theory: A Review and Assessment*. Journal of Management Vol. 37, No. 1, pp. 39-67

Tillgänglig:https://www.researchgate.net/publication/254121372_Signaling_Theory_A_Review_and_Assessment

[Hämtad 2021-04-19]

Cutler, D.M. & Poterbra, J.M. & Summers, L.H. (1989) *What moves stock prices?*. The Journal of Portfolio Management Vol. 15, No. 3, pp. 4-12

Tillgänglig:<https://jpm.pm-research.com/content/15/3/4>

[Hämtad 2021-05-05]

Datta, D.K. & Pinches, G.E. & Narayanan, V.K. (1992) *Factors Influencing Wealth Creation from Mergers and Acquisitions: A Meta- Analysis*. Strategic Management Journal Vol. 13, No. 1, pp. 67-84

Tillgänglig:<https://www.jstor.org/stable/pdf/2486611.pdf>

[Hämtad 2021-05-15]

Demsetz, H. (1986) *Corporate Control, Insider Trading and Rates of Return*. American Economic Review Vol. 76, No. 2, pp. 313-316

Tillgänglig: https://www.jstor.org/stable/1818787?seq=1#metadata_info_tab_contents

[Hämtad 2021-04-12]

Eeckhoudt, L. & Godfroid, P. (2000) *Risk aversion and the value of information*. The Journal of Economic Education, pp. 382-388

Tillgänglig: https://www.jstor.org/stable/1183152?seq=1#metadata_info_tab_contents

[Hämtad 2021-05-05]

Fama, E. (1970). *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. The Journal of Finance, pp. 383-417

Tillgänglig: https://www.jstor.org/stable/2325486?seq=1#metadata_info_tab_contents

[Hämtad 2021-05-05]

Fang, L. & Peress, J. (2009) *Media Coverage and the Cross-section of Stock Returns*. The Journal of Finance Vol. 64, No. 5, pp. 2023-2052

Tillgänglig:<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.2009.01493.x>

[Hämtad 2021-04-25]

Ferguson, N.J. Phillip, F. Lam, H.Y.T. Guo, M.J (2014). *Media Content and Stock Returns: The Predictive Power of Press*. Multinational Finance Journal. pp. 1-31.

Tillgänglig:https://www.researchgate.net/publication/256027748_Media_Content_and_Stock_Returns_The_Predictive_Power_of_Press

[Hämtad 2021-04-15]

Freixas, X & Kihlstrom, R. (1984) *Risk aversion and information demand*. Bayesian Models of Economic Theory, pp. 93-104

Tillgänglig:<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0167923695000232>

[Hämtad 2021-05-03]

Furtado, E.P.H. & Rozeff, S. (1987). *The Wealth Effects of Company Initiated Management Changes*. Journal of Financial Economics Vol. 18, No. 1, pp. 147-160

Tillgänglig:<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X87900651>

[Hämtad 2021-04-13]

Grullon, G. & Kanatas, G. & Weston, J.P. (2004) *Advertising, Breadth of Ownership, and Liquidity*. The Review of Financial Studies, Vol. 17, No. 2, pp. 439-461

Tillgänglig:https://www.researchgate.net/publication/5216992_Advertising_Breadth_of_Ownership_and_Liquidity

[Hämtad 2021-04-18]

Grullon, G. & Michaely, R. & Swaminathan, B. (2002) *Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?*. The Journal of Business, Vol. 75, No. 3, pp. 387-424

Tillgänglig: https://www.jstor.org/stable/10.1086/339889?seq=1#metadata_info_tab_contents

[Hämtad 2021-04-22]

Heckman J.J. (1979) *Sample Selection Bias as a Specification Error Econometrica*. The Econometric Society Vol. 47, No. 1, pp. 153-161

Tillgänglig: https://www.jstor.org/stable/1912352?seq=1#metadata_info_tab_contents

[Hämtad 2021-04-12]

Hendricks K.B. & Singhal, V.R. (1996) *Quality Awards and the Market Value of the Firm: An Empirical Investigation*. Management Science, Vol. 42, No. 3, pp. 415-436

Tillgänglig: https://www.jstor.org/stable/2634352?seq=1#metadata_info_tab_contents

[Hämtad 2021-04-12]

Hudson, R.S & Gregoriou, A. (2010) *Calculating and Comparing Security Returns is harder than you think: A Comparison between Logarithmic and Simple Returns*

Tillgänglig: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1549328

[Hämtad 2021-04-12]

Keim, D.B. (1983) *Size-related anomalies and stock return seasonality: Further empirical evidence*. Journal of Financial Economics Vol. 12, No. 1, pp. 13-32

Tillgänglig: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X83900259>

[Hämtad 2021-05-06]

Kimmel A.J (2004). *Rumors and the Financial marketplace*. The Journal of Behavioral Finance 5, pp. 134-141

Tillgänglig: https://www.researchgate.net/publication/247504721_Rumors_and_the_Financial_Marketplace

[Hämtad 2021-04-14]

Körner, S., & Wahlgren, L. (2015). *Statistik Dataanalys, 5:a upplagan*. Lund: Studentlitteratur AB

Lerner, J. (1994) *The Importance of Patent Scope: An Empirical Analysis*. The RAND Journal of Economics Vol. 25, No. 2, pp. 319-333

Tillgänglig: https://www.jstor.org/stable/2555833?seq=1#metadata_info_tab_contents

[Hämtad 2021-05-12]

Ma, J. & Xiong, X. & Feng, X. (2021) *News release and the role of different types of investors*. International Review of Financial Analysis Vol. 73, pp. 1-11

Tillgänglig: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1057521920302854>

[Hämtad 2021-05-06]

MacKinlay, A.C. (1997) *Event Studies in Economics and Finance*. Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 1, pp. 13- 39

Tillgänglig: https://www.jstor.org/stable/2729691?seq=1#metadata_info_tab_contents

[Hämtad 2021-04-19]

Malahim, S.S. & Matar, M.S. (2019) *The Size Effect Anomaly: The Case Of Amman Stock Exchange*. Academy of Accounting and Financial Studies Journal Vol. 23, No. 6, pp. 1-8

Tillgänglig: https://www.researchgate.net/publication/338659610_THE_SIZE_EFFECT_ANOMALY_THE_CASE_OF_AMMAN_STOCK_EXCHANGE

[Hämtad 2021-04-23]

McConnell, J.J. & Nantell, T.J. (1985) *Corporate Combinations and Common Stock Returns: The Case of Joint Ventures*. The Journal of Finance Vol. 40, No. 2, pp. 519-536

Tillgänglig: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1985.tb04970.x>

[Hämtad 2021-05-15]

MFN. (2021) *About*

Tillgänglig: <https://mfn.se/about>

[Hämtad 2021-04-21]

Miller, M, H & Modigliani, .F (1961). *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*. The Journal of Business, Vol. 34, No. 4. pp. 411-433

Tillgänglig: https://www.jstor.org/stable/2351143?seq=1#metadata_info_tab_contents

[Hämtad 2021-05-01]

Morse, D. (1984) *An Econometric Analysis of the Choice of Daily Versus Monthly Returns in Tests of Information Content*. Journal of Accounting Research, Vol. 22, pp. 605-623

Tillgänglig: https://www.jstor.org/stable/2490667?seq=1#metadata_info_tab_contents

[Hämtad 2021-05-01]

Nasdaq. (2019) *Regelverk för emittenter OMX Stockholm*

Tillgänglig: <https://www.Nasdaq.com/docs/Nasdaq%20Stockholms%20regelverk%20f%C3%B6r%20emittenter%20-%201%20januari%202019.pdf>

[Hämtad 2021-04-27]

Nasdaq. (2017) *Market Cap Segment Review at Nasdaq Nordic Exchanges*

Tillgänglig: <https://www.Nasdaq.com/about/press-center/market-cap-segment-review-Nasdaq-nordic-exchanges>

[Hämtad 2021-04-27]

Neuhierl, A. & Scherbina, A. & Schlusche, B. (2011) *Market Reaction to Corporate Press Releases*. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, pp. 1-58

Tillgänglig: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1556532

[Hämtad 2021-04-29]

Nourayi, M.M. (1994) *Stock Price Responses to the SEC's Enforcement Actions* Journal of Accounting and Public Policy, Vol. 13, No. 4, pp. 333-347

Tillgänglig: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0278425494900035>

[Hämtad 2021-04-22]

Peng, L. & Xiong, W. & Bollerslev, T. (2007) *Investor Attention and Time-varying Comovements*. European Financial Management Vol. 13, No. 3, pp. 394-422

Tillgänglig: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1468-036X.2007.00366.x>

[Hämtad 2021-04-21]

Peng, L & Xiong, W. (2006) *Investor attention, overconfidence and category learning*. Journal of Financial Economics Vol. 80, No 3, pp. 563-602

Tillgänglig: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X05002138>

[Hämtad 2021-04-22]

Rau, R., & Vermaelen, T. (2002). *Regulation, Taxes, and Share Repurchases in the United Kingdom*. The Journal of Business, pp. 245-282.

Tillgänglig: https://www.jstor.org/stable/10.1086/338703?seq=1#metadata_info_tab_contents

[Hämtad 2021-04-12]

Ritter, J. & Loughran, T. (1995) *The New Issues Puzzle*. The Journal of Finance Vol. 50, No. 1, pp. 23-51

Tillgänglig: https://www.researchgate.net/publication/4768479_The_New_Issues_Puzzle

[Hämtad 2021-04-14]

Rose, C. (2003) *Impact of investor meetings/presentations on share prices, insider trading and securities regulation*. International Review of Law and Economics Vol. 23, No. 3, pp. 227-236

Tillgänglig: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0144818803000395>

[Hämtad 2021-04-15]

Rosen, R.J (2006) *Merger Momentum and Investor Sentiment: The Stock Market Reaction to Merger Announcements*. The Journal of Business, Vol. 79, No. 2, pp. 987-1017

Tillgänglig: https://www.jstor.org/stable/10.1086/499146?seq=1#metadata_info_tab_contents

[Hämtad 2021-04-12]

Ryan, P. & Taffler, R.J. (2002) *What firm-specific news releases drive economically significant stock returns and trading volumes?*

Tillgänglig: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=314880

[Hämtad 2021-04-13]

Salil, K. & De Jong, P.J. (2006) *Market response to FDA announcements*. The Quarterly Review of Economics and Finance Vol 46, No. 4, pp. 586-597

Tillgänglig: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S106297690600007X>

[Hämtad 2021-04-16]

Sarkar, S.K. (2006) *Market response to FDA announcements*. The Quarterly Review of Economics and Finance Vol. 46, No. 4, pp. 586-597

Tillgänglig: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S106297690600007X>

[Hämtad 2021-04-27]

Spiess, D.K., & Affleck-Graves, J. (1995). *Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings*. Journal of Financial Economics Vol. 38, No. 3, pp. 243-267

Tillgänglig: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X9400817K>

[Hämtad 2021-04-28]

Wiyadi & Trisnawati, R. & Sasongko, N. & Fauzi, I. (2015) *The Effect of Information on Earnings Management Through Accrual and Real Activities During Global Financial Crisis*. International Journal of Business, Economics and Law Vol. 8, No. 2, pp. 21-30

Tillgänglig: <https://www.semanticscholar.org/paper/THE-EFFECT-OF-INFORMATION-ASYMMETRY-ON-EARNINGS-AND-Lasdi/53e94e278690d931d8da79990ec007c59055e6>

[Hämtad 2021-04-19]

Vega, C. (2006) *Stock Price Reaction to Public and Private Information*. Journal of Financial Economics, Vol. 82, No. 1, pp. 103-133

Tillgänglig: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X06000444>

[Hämtad 2021-05-05]

Vlastakis, N & Markellos, R.N. (2012) *Information demand and stock market volatility*. Journal of Banking & Finance, pp. 1808-1821

Tillgänglig: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426612000507>

[Hämtad 2021-05-10]

Woolridge, J.R. & Snow, C.C (1990) *Stock Market Reaction to Strategic Investment Decisions*. Management Journal Vol. 11, No. 5, pp. 353-363

Tillgänglig: https://www.jstor.org/stable/2486629?seq=1#metadata_info_tab_contents

[Hämtad 2021-05-15]

Zhan, X. & Mu, Y. & Hora, M. & Singha, V.R. (2020) *Service excellence and market value of a firm: an empirical investigation of winning service awards and stock market reaction*. International Journal of Production Research, pp 1-17

Tillgänglig: https://www.researchgate.net/publication/341351916_Service_excellence_and_market_value_of_a_firm_an_empirical_investigation_of_winning_service_awards_and_stock_market_reaction

[Hämtad 2021-04-18]

8. Bilagor

Bilaga 1 - T-test Large cap (Positiv)

One-Sample Test						
Test Value = 0						
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Utmärkelser (1)	1,175	49	,246	0,64949%	-0,4612%	1,7602%
Kunder & Partners (2)	11,930	829	,000	1,71615%	1,4338%	1,9985%
Finansiella (4)	17,367	1196	,000	2,61952%	2,3236%	2,9155%
Rättsliga (5)	3,460	44	,001	1,68053%	0,7017%	2,6594%
Sammanlagning & Förvärv (6)	8,266	351	,000	1,53359%	1,1687%	1,8985%
Ledning & Styrelse (7)	4,425	372	,000	0,80436%	0,4469%	1,1618%
Event & Möten (8)	8,063	780	,000	1,11307%	0,8421%	1,3841%
Produkt & Tjänst (9)	5,607	695	,000	0,88013%	0,5720%	1,1883%
Strategi & Prestation (10)	7,659	295	,000	1,90386%	1,4146%	2,3931%

Bilaga 1 illustrerar resultatet av det parametriska testet One-Sample Test för respektive kategorier under positiva pressmeddelanden på Large cap

Bilaga 2 - T-test Large Cap (Negativ)

One-Sample Test						
Test Value = 0						
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Utmärkelser (1)	-1,596	43	,118	-1,01358%	-2,2940%	0,2668%
Kunder & Partners (2)	-5,026	707	,000	-0,72163%	-1,0035%	-0,4397%
Finansiella (4)	-14,412	1154	,000	-2,04556%	-2,3240%	-1,7671%
Rättsliga (5)	-3,814	78	,000	-2,11820%	-3,2238%	-1,0126%
Sammanlagning & Förvärv (6)	-2,378	60	,021	-0,89503%	-1,6479%	-0,1421%
Ledning & Styrelse (7)	-4,466	72	,000	-2,13978%	-3,0950%	-1,1846%
Event & Möten (8)	-2,003	144	,047	-0,70137%	-1,3937%	-0,0091%
Produkt & Tjänst (9)	-1,642	111	,103	-0,69092%	-1,5248%	0,1430%
Strategi & Prestation (10)	-2,439	50	,018	-1,56888%	-2,8611%	-0,2766%

Bilaga 2 illustrerar resultatet av det parametriska testet One-Sample Test för respektive kategorier under negativa pressmeddelanden på Large cap

Bilaga 3 - T-test Small Cap (Positiv)

One-Sample Test

Test Value = 0

	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Utmärkelser (1)	-,724	22	,476	-1,19087%	-4,6001%	2,2184%
Kunder & Partners (2)	7,082	358	,000	4,09204%	2,9558%	5,2283%
Finansiella (4)	5,929	897	,000	3,76444%	2,5182%	5,0106%
Rättsliga (5)	1,208	16	,244	5,73706%	-4,3267%	15,8008%
Sammanslagning & Förvärv (6)	4,236	114	,000	5,53668%	2,9473%	8,1261%
Ledning & Styrelse (7)	3,726	190	,000	2,32571%	1,0945%	3,5569%
Event & Möten (8)	1,500	314	,135	2,44998%	-0,7641%	5,6641%
Produkt & Tjänst (9)	6,816	328	,000	4,20326%	2,9902%	5,4164%
Strategi & Prestation (10)	3,060	326	,002	5,14235%	1,8368%	8,4478%

Bilaga 1 illustrerar resultatet av det parametriska testet One-Sample Test för respektive kategorier under positiva pressmeddelanden på Small cap

Bilaga 4 - T-test Small Cap (Negativ)

One-Sample Test

Test Value = 0

	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Utmärkelser (1)	-1,250	17	,228	-3,67444%	-9,8771%	2,5282%
Kunder & Partners (2)	-1,528	192	,128	-1,80518%	-4,1349%	0,5245%
Finansiella (4)	-14,778	1163	,000	-4,52937%	-5,1307%	-3,9280%
Rättsliga (5)	-2,631	29	,014	-3,33274%	-5,9239%	-0,7416%
Sammanslagning & Förvärv (6)	-1,298	70	,199	-1,70629%	-4,3285%	0,9160%
Ledning & Styrelse (7)	-4,478	257	,000	-2,32667%	-3,3499%	-1,3034%
Event & Möten (8)	-3,464	351	,001	-1,84352%	-2,8901%	-0,7969%
Produkt & Tjänst (9)	-4,070	219	,000	-3,07396%	-4,5626%	-1,5853%
Strategi & Prestation (10)	-6,186	318	,000	-4,24507%	-5,5953%	-2,8948%

Bilaga 4 illustrerar resultatet av det parametriska testet One-Sample Test för respektive kategorier under negativa pressmeddelanden på Small cap

Bilaga 5 - T-test CAAR(-1, +5) Small Cap & Large cap (Positiv)

Group Statistics					
	Grupper	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Utmärkelser (1)	Small cap	23	-1,1900%	7,88442%	1,64402%
	Large cap	50	0,6495%	3,90809%	0,55269%
Kunder & Partners (2)	Small cap	359	4,0920%	10,94747%	0,57779%
	Large cap	830	1,7161%	4,14437%	0,14385%
Finansiella (4)	Small cap	898	3,7644%	19,02795%	0,63497%
	Large cap	1197	2,6195%	5,21862%	0,15084%
Rättsliga (5)	Small cap	17	5,7375%	19,57324%	4,74721%
	Large cap	45	1,6805%	3,25812%	0,48569%
Sammanlagning & Förvärv (6)	Small cap	115	5,5367%	14,01718%	1,30711%
	Large cap	352	1,5336%	3,48102%	0,18554%
Ledning & Styrelse (7)	Small cap	191	2,3257%	8,62649%	0,62419%
	Large cap	373	0,8044%	3,51052%	0,18177%
Event & Möten (8)	Small cap	315	2,4500%	28,99299%	1,63357%
	Large cap	781	1,1131%	3,85789%	0,13805%
Produkt & Tjänst (9)	Small cap	329	4,2033%	11,18516%	0,61666%
	Large cap	696	0,8801%	4,14098%	0,15696%
Strategi & Prestation (10)	Small cap	327	5,1423%	30,38420%	1,68025%
	Large cap	296	1,9039%	4,27687%	0,24859%

Bilaga 5 visar gruppstatistiken för Large och Small cap vid de positiva pressmeddelandena

Bilaga 6 - Independent T-test CAAR (-1, +5)

		Independent Samples Test					t-test for Equality of Means			
		Levene's Test for Equality of Variances							95% Confidence Interval of the Difference	
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	Lower	Upper
Utmärkelser (1)	Equal variances assumed	13,061	,001	-1,337	71	,185	-1,83947%	1,37544%	-4,58201%	0,90308%
	Equal variances not assumed			-1,061	27,098	,298	-1,83947%	1,73443%	-5,39762%	1,71869%
Kunder & Partners (2)	Equal variances assumed	173,444	,000	5,421	1187	,000	2,37589%	0,43829%	1,51598%	3,23581%
	Equal variances not assumed			3,990	403,090	,000	2,37589%	0,59542%	1,20537%	3,54642%
Finansiella (4)	Equal variances assumed	47,452	,000	1,985	2093	,047	1,14493%	0,57685%	0,01366%	2,27619%
	Equal variances not assumed			1,754	998,706	,080	1,14493%	0,65264%	-0,13578%	2,42563%
Rättsliga (5)	Equal variances assumed	16,138	,000	1,359	60	,179	4,05695%	2,98510%	-1,91413%	10,02803%
	Equal variances not assumed			,850	16,336	,408	4,05695%	4,77199%	-6,04233%	14,15623%
Sammanslagning & Förvärv (6)	Equal variances assumed	91,315	,000	4,923	465	,000	4,00309%	0,81316%	2,40516%	5,60102%
	Equal variances not assumed			3,032	118,625	,003	4,00309%	1,32021%	1,38885%	6,61732%
Ledning & Styrelse (7)	Equal variances assumed	80,919	,000	2,962	562	,003	1,52135%	0,51356%	0,51261%	2,53009%
	Equal variances not assumed			2,340	222,772	,020	1,52135%	0,65012%	0,24018%	2,80252%
Event & Möten (8)	Equal variances assumed	19,458	,000	1,262	1094	,207	1,33691%	1,05930%	-0,74159%	3,41540%
	Equal variances not assumed			,815	318,494	,415	1,33691%	1,63939%	-1,88850%	4,56231%
Produkt & Tjänst (9)	Equal variances assumed	173,657	,000	6,904	1023	,000	3,32313%	0,48136%	2,37857%	4,26769%
	Equal variances not assumed			5,222	371,144	,000	3,32313%	0,63632%	2,07188%	4,57438%
Strategi & Prestation (10)	Equal variances assumed	9,309	,002	1,817	621	,070	3,23849%	1,78194%	-0,26087%	6,73786%
	Equal variances not assumed			1,907	340,247	,057	3,23849%	1,69854%	-0,10247%	6,57945%

Bilaga 6 visar resultatet från det statistiska testet Independent Samples Test av de positiva pressmeddelandena

Bilaga 7 - T-test CAAR (-1, +5)

Group Statistics					
	Grupper	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Utmärkelser (1)	Small cap	18	-3,6745%	12,47337%	2,94000%
	Large cap	44	-1,0136%	4,21149%	0,63491%
Kunder & Partners (2)	Small cap	193	-1,8052%	16,40919%	1,18116%
	Large cap	708	-0,7216%	3,82028%	0,14358%
Finansiella (4)	Small cap	1164	-4,5294%	10,45684%	0,30650%
	Large cap	1155	-2,0456%	4,82384%	0,14194%
Rättsliga (5)	Small cap	30	-3,3327%	6,93913%	1,26691%
	Large cap	79	-2,1182%	4,93603%	0,55535%
Sammanslagning & Förvärv (6)	Small cap	71	-1,7063%	11,07859%	1,31479%
	Large cap	61	-0,8950%	2,93980%	0,37640%
Ledning & Styrelse (7)	Small cap	258	-2,3267%	8,34619%	0,51961%
	Large cap	73	-2,1398%	4,09409%	0,47918%
Event & Möten (8)	Small cap	352	-1,8435%	9,98399%	0,53215%
	Large cap	145	-0,7014%	4,21752%	0,35025%
Produkt & Tjänst (9)	Small cap	220	-3,0740%	11,20359%	0,75535%
	Large cap	112	-0,6909%	4,45362%	0,42083%
Strategi & Prestation (10)	Small cap	319	-4,2451%	12,25732%	0,68628%
	Large cap	51	-1,5689%	4,59458%	0,64337%

Bilaga 7 visar gruppstatistiken för Large och Small cap vid de negativa pressmeddelandena

Bilaga 8 - Independent T-test CAAR(-1, +5) Small Cap & Large cap (Negativ)

Independent Samples Test										
		Levene's Test for Equality of Variances			t-test for Equality of Means				95% Confidence Interval of the Difference	
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	Lower	Upper
Utmärkelser (1)	Equal variances assumed	6,439	,014	-1,262	60	,212	-2,66087%	2,10855%	-6,87859%	1,55685%
	Equal variances not assumed			-,885	18,607	,388	-2,66087%	3,00777%	-8,96524%	3,64349%
Kunder & Partners (2)	Equal variances assumed	48,157	,000	-1,607	899	,108	-1,08355%	0,67444%	-2,40720%	0,24010%
	Equal variances not assumed			-,911	197,704	,364	-1,08355%	1,18985%	-3,42998%	1,26288%
Finansiella (4)	Equal variances assumed	194,997	,000	-7,335	2317	,000	-2,48381%	0,33862%	-3,14783%	-1,81978%
	Equal variances not assumed			-7,354	1639,346	,000	-2,48381%	0,33777%	-3,14630%	-1,82131%
Rättsliga (5)	Equal variances assumed	3,757	,055	-1,020	107	,310	-1,21455%	1,19041%	-3,57439%	1,14529%
	Equal variances not assumed			-,878	40,657	,385	-1,21455%	1,38328%	-4,00885%	1,57976%
Sammanslagning & Förvärv (6)	Equal variances assumed	12,066	,001	-,555	130	,580	-0,81126%	1,46144%	-3,70254%	2,08003%
	Equal variances not assumed			-,593	81,307	,555	-0,81126%	1,36761%	-3,53221%	1,90969%
Ledning & Styrelse (7)	Equal variances assumed	8,612	,004	-,185	329	,853	-0,18688%	1,01034%	-2,17441%	1,80065%
	Equal variances not assumed			-,264	245,704	,792	-0,18688%	0,70683%	-1,57910%	1,20533%
Event & Möten (8)	Equal variances assumed	17,781	,000	-1,329	495	,184	-1,14215%	0,85945%	-2,83076%	0,54647%
	Equal variances not assumed			-1,793	494,691	,074	-1,14215%	0,63707%	-2,39384%	0,10954%
Produkt & Tjänst (9)	Equal variances assumed	16,343	,000	-2,164	330	,031	-2,38304%	1,10104%	-4,54897%	-0,21710%
	Equal variances not assumed			-2,756	315,988	,006	-2,38304%	0,86466%	-4,08426%	-0,68181%
Strategi & Prestation (10)	Equal variances assumed	11,616	,001	-1,541	368	,124	-2,67618%	1,73720%	-6,09227%	0,73991%
	Equal variances not assumed			-2,845	189,867	,005	-2,67618%	0,94069%	-4,53173%	-0,82063%

Bilaga 8 visar resultatet från det statistiska testet Independent Samples Test av de positiva pressmeddelandena

Bilaga 9 - One sample - Nonparametric

Hypothesis Test Summary

	Null Hypothesis	Test	Sig. ^{a,b}	t-value
Large cap - Positiv	The categories defined by Utmärkelser (1) <=0,00% and >,00% occur with probabilities ,500 and ,500.	One-Sample Binomial Test	,203	1,273
Large cap - Positiv	The categories defined by Rättsliga (5) <=0,00% and >,00% occur with probabilities ,500 and ,500.	One-Sample Binomial Test	,001	3,280
Large cap - Negativ	The categories defined by Utmärkelser (1) <=0,00% and >,00% occur with probabilities ,500 and ,500.	One-Sample Binomial Test	,097	-1,658
Large cap - Negativ	The categories defined by Rättsliga (5) <=0,00% and >,00% occur with probabilities ,500 and ,500.	One-Sample Binomial Test	,013	-2,475
Small cap - Positiv	The categories defined by Utmärkelser (1) <=0,00% and >,00% occur with probabilities ,500 and ,500.	One-Sample Binomial Test	,678 ^c	-0,417
Small cap - Positiv	The categories defined by Rättsliga (5) <=0,00% and >,00% occur with probabilities ,500 and ,500.	One-Sample Binomial Test	,629 ^c	0,485
Small cap - Negativ	The categories defined by Utmärkelser (1) <=0,00% and >,00% occur with probabilities ,500 and ,500.	One-Sample Binomial Test	,481 ^c	-0,707
Small cap - Negativ	The categories defined by Rättsliga (5) <=0,00% and >,00% occur with probabilities ,500 and ,500.	One-Sample Binomial Test	,045	-2,008

a. The significance level is ,050.

b. Asymptotic significance is displayed.

c. Exact significance is displayed for this test.

Bilaga 9 visar resultatet av det icke-parametriska testet One-Sample Binomial Test för kategorierna Utmärkelser (1) och Rättsliga (5) under både positiva och negativa pressmeddelanden

Bilaga 10 - Nonparametric Independent T-test

Hypothesis Test Summary

	Null Hypothesis	Test	Sig. ^{a,b}	t-value
1	The distribution of Utmärkelser (1) is the same across categories of Grupper.	Independent-Samples Mann-Whitney U Test	,426	-0,796
2	The distribution of Rättsliga (5) is the same across categories of Grupper.	Independent-Samples Mann-Whitney U Test	,699	-0,387

a. The significance level is ,050.

b. Asymptotic significance is displayed.

Bilaga 10 visar resultatet av det icke-parametriska testet Independent-Samples Man-Whitney U Test som undersöker skillnader mellan Large och Small cap för kategorierna Utmärkelser (1) och Rättsliga (5) under positiva pressmeddelanden

Bilaga 11 - Nonparametric Independent T-test

Hypothesis Test Summary

	Null Hypothesis	Test	Sig. ^{a,b}	t-value
1	The distribution of Utmärkelser (1) is the same across categories of Grupper.	Independent-Samples Mann-Whitney U Test	,535	-0,620
2	The distribution of Rättsliga (5) is the same across categories of Grupper.	Independent-Samples Mann-Whitney U Test	,278	-1,086

a. The significance level is ,050.

b. Asymptotic significance is displayed.

Bilaga 11 visar resultatet av det icke-parametriska testet Independent-Samples Man-Whitney U Test som undersöker skillnader mellan Large och Small cap för kategorierna Utmärkelser (1) och Rättsliga (5) under positiva pressmeddelanden

Bilaga 12 - Andel signifikanta prisförändringar av totala

Category	n	%*
Analysts	634	17.4
Preliminary results	315	8.6
Director share dealing	308	8.5
Interim results	307	8.4
Bids	304	8.3
Share deals	248	6.8
Management	182	5.0
Financing issues	170	4.7
Total	2468	67.7

* The percentage the category represents of total explained price movements.

Bilaga 12 illustrerar resultatet av Ryan & Taffler (2002) och visar vilka kategorier av pressmeddelanden som har haft en signifikant påverkan på aktiekurs flest gånger

TABLE 1
Press Release Categories

Table 1 provides brief descriptions of the news categories and reports the total number of press release observations in each major news category (in parentheses), as well as in each subcategory. The sample period is Apr. 2006–Aug. 2009.

Category	Subcategory	No. of Obs.	Description
1. Awards (10,486)	Company Award	8,445	Company being awarded for its achievements
	Product Award	2,041	Company being awarded for one of its products
2. Customers & Partners (35,538)	Customer Loss	56	Customer lost or orders reduced
	Customer Win	16,946	New business from a new or an existing customer secured
	New Partnership	17,795	New strategic agreement with another firm signed
	Reaching a Milestone	741	Sales milestone or an anniversary reached
3. Exchange (811)	Noncompliance	736	Notice of exchange noncompliance/potential delisting received
	Return to Compliance	75	Problems causing exchange noncompliance successfully addressed
4. Financial (39,933)	Dividend—Decreased	688	Dividend decrease or suspension declared
	Dividend—Generic	14,424	Generic dividend declaration issued
	Dividend—Increased	2,276	Dividend increase or initiation declared
	Dividend—Preferred Stock	852	Dividend to be paid to preferred stockholders declared
	Dividend—Special Dividend	130	Special dividend declared
	Financial Results—Strong	7,712	Strong financial results (e.g., high earnings)
	Financial Results—Weak	3,780	Weak financial results (e.g., low earnings)
	Pre-Announcement—Negative	348	Pre-announcement of weak financial results
	Pre-Announcement—Positive	553	Pre-announcement of strong financial results
	Restatement	293	Revision of fiscal results or restatement of a company's outlook
	Seasoned Offering: Debt	2,925	Announcement of debt offering/issuance
	Seasoned Offering: Equity	2,629	Announcement of stock offering/issuance
	Share Buyback	2,994	Initiation of a share repurchase plan
Stock Split—Forward	268	Initiation of a forward stock split	
Stock Split—Reverse	61	Initiation of a reverse stock split	
5. Legal (2,617)	Class Action	536	Class action lawsuit filed against company
	Legal Problem	125	Lawsuit filed against company or appeal dropped
	SEC Investigation	140	Announcement of initiation or outcome of an SEC investigation
	Settlement	1,816	Settlement of litigation against the firm
6. M&A (13,206)	Acquisition—Certain	9,376	Completed/secured approval to acquire another firm
	Acquisition—Intent	45	Plan to acquire another firm being considered
	Acquisition—Target	85	Target firm's announcement of being acquired
	IPO	56	Filing for initial public offering of a "carved-out" subsidiary
	Merger	170	Agreement to merge or completion of a merger
	Spinoff—Certain	2,745	Completed/secured approval to spin off a subsidiary/line of business
	Spinoff—Intent	729	Plan to spin off a subsidiary/line of business being considered

(continued on next page)

TABLE 1 (continued)
Press Release Categories

Category	Subcategory	No. of Obs.	Description
7. Management (25,142)	Addition	16,113	Recruitment or election of top management or board members
	Compensation	53	Statements on compensation of management and employees
	Promotion	5,510	Promotion of top management members
	Reorganization	869	Organizational change or change among the top management/board
	Retirement	1,157	Retirement of top management or board members
	Termination	1,440	Resignation/departure of top management or board members
8. Meetings & Events (36,793)	Company-Sponsored Event	2,577	Company hosts or sponsors an industry event
	Industry Event	31,827	Presentation or participation in an industry event announced
	Investor Meeting	2,389	Presentation or participation in an investor conference or meeting
9. Products & Services (31,881)	FDA Approval	1,279	Announcement of an FDA product approval
	FDA Investigation	506	Start of an FDA investigation
	FDA Rejection	36	Rejection of product by the FDA
	New Product	22,568	Launch of a new service or introduction of a new product
	Patent Award	549	Company receives a new patent
	Pharmaceutical Approval EU	238	Approval of a pharmaceutical product in Europe
	Product Approval	1,514	Authorization or certification of a new business or product
	Product Defect	150	Issuance of a warning regarding a product or recall of a product
	Research Failure	104	Failure of a research effort
	Research Success	1,406	Successful completion of a research effort
Updates & Upgrades	3,531	Improvement or update of a product/service	
10. Strategy & Performance (7,214)	Credit News—Negative	137	Financing difficulties or debt downgrades
	Credit News—Positive	851	Success in securing new credit
	Infrastructure—Downsizing	48	Decision to close facilities or exit certain markets
	Infrastructure—Expansion	4,819	Decision to expand the firm's business or open new facilities
	Profitability—Declining	210	Declining performance (e.g., decrease in sales or revenues)
	Profitability—Improving	1,149	Improving performance (e.g., increase in sales or revenues)

Bilaga 13 visar antalet pressmeddelanden fördelade under respektive subkategori

Bilaga 14 - Genomsnittliga kumulativa överavkastningen (-1, +5)

TABLE 3
Test Results for Abnormal Returns

Table 3 presents the mean cumulative abnormal return associated with each news category (\overline{CAR}) computed over the event window $[-1, +5]$ and the p -value for $H_0: CAR = 0$. For categories containing fewer than 100 observations, the p -values are italicized, and the 1%, 5%, and 10% significance levels of nonparametric tests are indicated by symbols a, b, and c, respectively; categories significant at the 10% level, based on either test, are in bold.

Category	Subcategory	\overline{CAR}	p -Value
1. Awards	Company Award	0.049%	0.000
	Product Award	0.014%	0.586
2. Customers & Partners	Customer Loss	-0.704%	<i>0.002^a</i>
	Customer Win	0.106%	0.000
	New Partnership	0.082%	0.000
	Reaching a Milestone	0.142%	0.003
3. Exchange	Noncompliance	0.192%	0.104
	Return to Compliance	0.065%	<i>0.747</i>
4. Financial	Dividend—Decreased	-0.144%	0.035
	Dividend—Generic	0.057%	0.000
	Dividend—Increased	0.167%	0.000
	Dividend—Preferred Stock	0.055%	0.325
	Dividend—Special Dividend	0.420%	0.012
	Financial Results—Strong	0.363%	0.000
	Financial Results—Weak	-0.145%	0.000
	Pre-Announcement—Negative	-1.709%	0.000
	Pre-Announcement—Positive	0.685%	0.000
	Restatement	-0.317%	0.066
	Seasoned Offering: Debt	-0.054%	0.152
	Seasoned Offering: Equity	-0.139%	0.000
	Share Buyback	0.438%	0.000
	Stock Split—Forward	0.295%	0.002
Stock Split—Reverse	-0.087%	<i>0.807</i>	

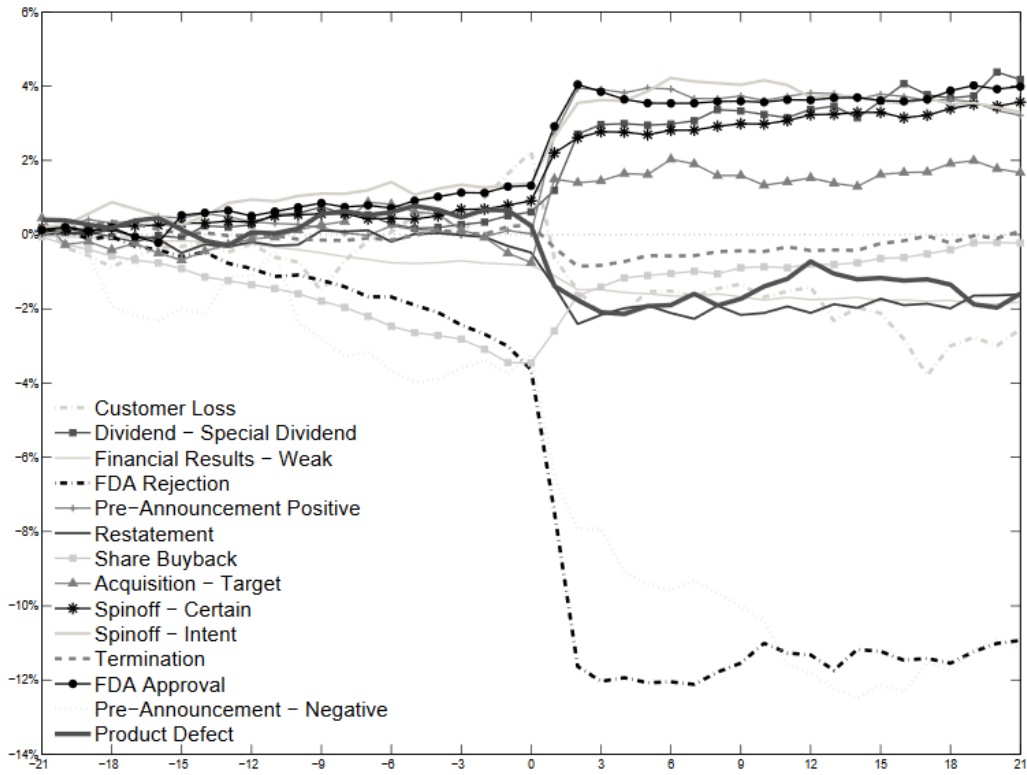
(continued on next page)

TABLE 3 (continued)
Test Results for Abnormal Returns

Category	Subcategory	CAR	p-Value
5. Legal	Class Action	-0.086%	0.202
	Legal Problem	-0.240%	0.101
	SEC Investigation	0.183%	0.460
	Settlement	0.199%	0.000
6. M&A	Acquisition—Certain	0.105%	0.000
	Acquisition—Intent	0.020%	0.948
	Acquisition—Target	0.410%	0.046 ^c
	IPO	0.161%	0.126
	Merger	0.158%	0.249
	Spinoff—Certain	0.365%	0.000
	Spinoff—Intent	0.417%	0.001
7. Management	Addition	0.042%	0.003
	Compensation	0.201%	0.515
	Promotion	0.002%	0.906
	Reorganization	0.047%	0.571
	Retirement	-0.004%	0.931
	Termination	-0.174%	0.003
	8. Meetings & Events	Company-Sponsored Event	-0.021%
Industry Event		0.030%	0.000
Investor Meeting		0.055%	0.131
9. Products & Services	FDA Approval	0.423%	0.001
	FDA Investigation	-0.080%	0.518
	FDA Rejection	-1.033%	0.030 ^b
	New Product	0.037%	0.000
	Patent Award	0.147%	0.059
	Pharmaceutical Approval EU	0.280%	0.104
	Product Approval	0.062%	0.098
	Product Defect	-0.500%	0.001
	Research Failure	-0.134%	0.461
	Research Success	0.226%	0.006
	Updates & Upgrades	0.032%	0.201
10. Strategy & Performance	Credit News—Negative	0.151%	0.455
	Credit News—Positive	0.013%	0.866
	Infrastructure—Downsizing	0.266%	0.031 ^c
	Infrastructure—Expansion	0.009%	0.620
	Profitability—Declining	-0.009%	0.968
	Profitability—Improving	0.113%	0.018

Bilaga 14 beskriver CAAR (-1,+5) värdet samt dess signifikansnivå för respektive subkategori (Neuhierl et al. 2011)

Bilaga 15 - Längre eventfönster CAAR (-21, +21))



Bilaga 15 illustrerar de sju mest negativa och positiva kategorierna för studien *Market Reaction to Corporate Press releases* (Neuhierl et al. 2011)

Bilaga 16 - Bolagslista

Large Cap

AAK	ELECTROLUX B	KLÖVERN A	SCA
ABB	ELEKTRA B	KUNGSLEDEN	SEB
ADDTECH	EPIROC A	LATOUR B	SECTRA
AHLSTRÖM-MUNKSJÖ	ERICSSON B	LIFCO B	SECURITAS
ALFA LAVAL	ESSITY B	LOOMIS	SINCH
ARION BANK	EVOLUTION GAMING GROUP	LUNDBERG B	SKANSKA
ARJO B	FABEGE	LUNDIN ENERGY	SKF
ASSA ABLOY	FASTPARTNER A	LUNDIN MINING CORPORATION	SSAB
ASTRAZENECA	FENIX OUTDOOR INTERNATIONAL B	MEDICOVER B	STORA ENSO
ATLAS COPCO	GETINGE B	MILLICOM INTERNATIONAL CELLULAR SDB	SWECO
ATRIUM LJUNGBERG	H&M B	MYCRONIC	SWEDBANK
AUTOLIV SDB	HANDELSBANKEN A	NCC A	SWEDISH MATCH
AVANZA BANK HOLDING	HEXAGON B	NIBE INDUSTRIER B	SWEDISH ORPHAN BIOVITRUM
AXFOOD	HEXPOL B	NOBIA	TELE2
BALDER B	HOLMEN B	NOLATO	TELIA COMPANY
BEIJER REF B	HUFVUDSTADEN A	NORDEA BANK	THULE GROUP
BETSSON B	HUSQVARNA A	NYFOSA	TIETOEVRY
BHG GROUP	ICA GRUPPEN	PANDOX	TRELLEBORG
BILLERUDKORSNÄS	INDUSTRIVÄRDEN A	PEAB	VEONEER
BOLIDEN	INDUTRADE	PLATZER FASTIGHETER HOLDING	VITROLIFE
BRAVIDA HOLDING	INTRUM	RATOS	VOLVO
BURE EQUITY	INVESTOR A	RESURS HOLDING	WALLENSTAM
CASTELLUM	JM	SAAB	WIHLBORGS FASTIGHETER
CATENA	KINDRED GROUP SDB	SAGAX	ÁF PÓYRY
DOMETIC GROUP	KINNEVIK A	SANDVIK	

Bilaga 16 visar vilka bolag studien har använt sig av

Bilaga 17 - Bolagslista

Small Cap

ABLIVA	ELOS MEDTECH B	MICRO SYSTEMATION B	SENSYS GATSO GROUP
ACTIC GROUP	EMPIR GROUP B	MIDWAY	SERNEKE GROUP B
ACTIVE BIOTECH	ENDOMINES	MOBERG PHARMA	SINTERCAST
ALIGATOR	ENIRO	MOMENT GROUP	SOFTRONIC B
ANOTO	EPISURF MEDICAL B	MULTIQ INTERNATIONAL	STARBREEZE B
ARCTIC PAPER	ETRION	NAXS	STOCKWIK FÖRVALTNING
ARISE	EWORK GROUP	NELLY GROUP	STRAX
ATVEXA	FEELGOOD SVENSKA	NET INSIGHT B	STUDSVIK
B3 CONSULTING GROUP	FM MATTSSON B	NGS GROUP	SVEDBERGS B
BE GROUP	FORMPIPE SOFTWARE	NILÖRNGRUPPEN B	TRADEDOUBLER
BELJER ELECTRONICS GROUP	GHP SPECIALTY CARE	NOTE	VICORE PHARMA HOLDING
BERGS TIMBER	GREEN LANDSCAPING GROUP	NOVOTEK B	VIKING SUPPLY SHIPS B
BIOINVENT	HANZA HOLDING	ODD MOLLY	WISE GROUP
BJÖRN BORG	HAVSFRUN INVESTMENT B	ORTIVUS	XBRANE BIOPHARMA
BONG	IMAGE SYSTEMS	OSCAR PROPERTIES HOLDING	ZETADISPLAY
BOULE DIAGNOSTICS	IMMUNICUM	POOLIA B	
CHRISTIAN BERNER TECH TRADE B	IRRAS	PRECISE BIOMETRICS	
CONCEJO B	JOSEMARIA RESOURCES INC.	PREVAS B	
CONCORDIA MARITIME B	KABE GROUP B	PROFILGRUPPEN B	
C-RAD B	KAROLINSKA DEVELOPMENT B	PROJEKTENGAGEMANG SWEDEN B	
DEDICARE B	LAMMHULTS DESIGN GROUP B	RAILCARE GROUP	
DORO	MAGNOLIA BOSTAD	RIZZO GROUP B	
DUROC B	MAHA ENERGY A	RNB RETAIL AND BRANDS	
EGETIS THERAPEUTICS	MALMBERGS ELEKTRISKA B	SANIONA	
ELECTRA GRUPPEN	MEDIVIR B	SEMCON	

Bilaga 17 visar vilka bolag studien har använt sig av