

Titel

Danske virksomheders annonceringseffekt ved brug af aktietilbagekøb

Fagområde:

Finansiering

Opgaveløser: Nadia Puukka Tornøe

Fødselsdato: 21-07-1987

Vejleder: Robert Neumann

Indhold

1 Indledning	3
1.1 Problemformulering	3
1.2 Afgrænsning	4
1.3 Disposition	4
2 Aktietilbagekøb	5
2.1 Aktietilbagekøbstyperne	5
2.2 Diskussion af metoderne	7
3. Teori	8
3.1 Miller & Modigliani (1961): Irrelevanssætning	8
3.2 Principal-agent teorien	10
3.3 Signaleringshypotesen	11
3.4 Tilpasning af kapitalstrukturen	13
3.5 Likviditet	13
3.6 Fleksibilitet	14
3.7 Omkostninger	15
3.8 Optionsaflønnning	16
3.9 Earnings Per Share (EPS)	16
3.10 Fjendtlig overtagelse	17
3.11 Akkvisitioner	17
3.12 Opsummering	17
4. De danske regler omkring aktietilbagekøb	18
4.1 Lovgivningen før 2010	19
4.2 Lovgivningen efter 2010	20
4.3 Safe Harbour	21
4.4 Delkonklusion	22
5. Databasen	22
5.1 Databasen før Safe Harbour og den nye selskabslovgivning	22
5.2 Databasen efter Safe Harbour og den nye selskabslovgivning	23
5.3 Opdeling af dataindsamlingen	24
5.4 Resultater af dataindsamlingen	25
6. Metode	29

6.1 Måling af annonceringseffekten.....	29
6.2 Virksomhedernes sammenlignelighed	31
6.3 Annoncering i forbindelse med årsregnskabsmeddelelsen	31
6.4 Annoncering ikke i forbindelse med årsregnskabsmeddelelsen.....	32
6.5 Udbytteudbetaling i forbindelse med annonceringen	33
6.6 Cross section regressioner.....	33
7. Annonceringsstudiet.....	34
7.1 Første gangs/overraskende annonceringer.	35
7.2 Forhøjede annonceringer.....	42
7.3 Konstante annonceringer.....	49
7.4 Reducerede annonceringer.....	54
7.5 Alle annonceringer.....	56
8. Konklusion	62
9. Perspektivering.....	64
Litteraturliste	66
Bilag	68

1 Indledning

Motivationen til denne opgave er, at der de sidste par år har været en del danske virksomheder, som har annonceret aktietilbagekøb. Det interessante ved aktietilbagekøb, er at virksomhederne selv kan vælge om de vil udlodde et beløb til aktionærerne i form af udbytter og/eller aktietilbagekøb. Aktietilbagekøb har ofte en skattemæssig fordel i forhold til udbytter. Aktionærerne beskattes ofte højere af udbytter end ved aktietilbagekøb, som generer en kursgevinst. Desuden gælder der, at udbytter beskattes med det samme, hvorimod det kun er kursgevinsten ved aktietilbagekøbet, som beskattes med det samme. På trods af at ovenstående er gældende, har udbytter været den dominerende udlodningsform.

I Danmark har det historisk været således, at aktietilbagekøb stort set ikke har forekommet før 1998. Men i 1998 og derefter er flere og flere danske virksomheder begyndt at benytte sig af aktietilbagekøb som udlodning. Virksomheder som Topdanmark har aktietilbagekøb som deres foretrukne udlodningspolitik, mens andre virksomheder bruger aktietilbagekøb, som en ekstraordinær udlodning til aktionærerne.

Det er interessant at se på udviklingen af annonceringseffekten ved danske virksomheders aktietilbagekøb i perioden 1998-2016. I denne årrække er, der sket en del inden for aktietilbagekøb, f.eks. er forordning 2273/2003 kommet til (Safe Harbour). Den har til formål at undgå skabelsen af en barriere for de frie kapitalbevægelser på de europæiske kapitalmarkeder: Derudover har der været en finanskrisen, som har haft indvirkning på størrelsen af de danske virksomheders udlodninger. Samt i 2009/10 kom der en virksomhedsreform, som har gjort at danske aktievirksomheder kan opkøbe egne aktier langt udover den tidligere grænse på 10 procent af aktiekapitalen. Alle disse begivenheder må have sat sin indvirkning på de danske aktievirksomheder, og det er interessant at se på hvordan det danske marked har modtaget et aktietilbagekøb, som ikke har været under Safe Harbour forordningen og/eller har været før den nye selskabslov, i forhold til hvordan markedet modtager annonceringer som er indenfor dem.

1.1 Problemformulering

Formålet med denne opgave er, at foretage en empirisk undersøgelse af annonceringseffekten hos de danske virksomheder som annoncerer aktietilbagekøb. Dette gøres for at vurdere omfanget af aktietilbagekøb og udviklingen af annonceringseffekten på det danske marked. Derudover vil jeg prøve at identificere, om der er en forskel på, hvordan markedet har reageret på annonceringen af et

aktietilbagekøb i forhold til nu, hvor Safe Harbour forordningen og den nye selskabslov fra 2010 har deres indflydelse på annonceringen af aktietilbagekøb.

1.2 Afgrænsning

I opgaven er det annonceringseffekten ved aktietilbagekøb på det danske marked, som har betydning. Opgavens empiriske grundlag kommer fra de danske virksomheder, som har annonceret aktietilbagekøb i perioden 1998 - 2016.

I opgaven bliver der foretaget en analyse af danske virksomheders annonceringseffekt ved aktietilbagekøb, og virksomhedernes argumentation ved anvendelse af aktietilbagekøb, men der bliver ikke taget stilling til, hvorvidt det optimerer virksomhedens udlovningspolitik. Effekten ved annonceringen af virksomhedernes aktietilbagekøb bliver vurderet ud fra, hvorvidt annonceringen medfører et anormalt afkast.

I opgaven vil der ikke gås i dybden med de skattemæssige forhold, der er omkring aktietilbagekøb, da det er annonceringen af aktietilbagekøbet og den indflydelse den har, som er vigtig for opgave.

I opgaven er det den dato virksomhederne annoncerer, at de vil foretage aktietilbagekøb, som er tidspunktet for beregningen af annonceringseffekten.

1.3 Disposition

Opgaven er bygget op omkring en teoretisk og en praktisk del, hvor hovedvægten ligger på den praktiske del.

Første del beskriver det teoretiske fundament for udlodning, og mere specifikt teorien bag aktietilbagekøb. Derudover består den første del også af en forklaring af de lovgivningsmæssige forhold, der har været og er ved aktietilbagekøb.

Den praktiske del beskriver processen af dataindsamlingen. Efterfølgende sker der en omfattende analyse af det indsamlede data, denne analyse baseres på et eventstudie. Først gennemgås grundlaget for eventstudiet og derefter analyseres de danske virksomheders annoncering af aktietilbagekøb.

Til sidst vil der være en konklusion og perspektivering.

2 Aktietilbagekøb

Dette afsnit giver et overblik over hvad aktietilbagekøb generelt er. Aktietilbagekøb er et finansielt redskab, som en virksomhed kan bruge til at optimere dets kapitalstruktur, det vil sige at virksomheden kan ændre balancen mellem dets egenkapital og fremmedkapital. Aktietilbagekøb bruges også som et alternativ til udbytte. Aktietilbagekøb har som tidligere skrevet den fordel i forhold til udbytte, at aktionærene selv vælger at bestemme hvornår de vil realisere en mulig kursgevinst eller kurstab. Aktietilbagekøb er derfor en fleksibel måde for virksomheden at gennemføre kapitaltilpasninger på, hvor aktietilbagekøbet svarer til en kapitalnedsættelse.

Årsagerne til en virksomhed vælger at opkøbe egne aktier kan være:

1. Afdækning af options-/medarbejderaktieordninger.
2. Betalingsmiddel til fusioner og/eller opkøb.
3. Et forsvarsværn ved fjendtlige overtagelsesforsøg.
4. En midlertidig investering, hvis aktien i ledelsens øjne er undervurderet.
5. Udlodning til investorerne.

I opgaven vil fokus primært være på aktietilbagekøb med en efterfølgende annullering af de købte aktier, da det er denne form for aktietilbagekøb, hvor annonceringseffekten burde være mest udslagsgivende.

2.1 Aktietilbagekøbstyperne

Aktietilbagekøbstyperne beskrives for at indblik i hvordan virksomhederne i praksis foretager aktietilbagekøb. De danske virksomheder har principielt 5 metoder til hvordan de kan købe aktier tilbage. Metoderne har hver deres effekt på aktietilbagekøbet, derfor beskrives de 5 metoder.

1. *Tender Offer* oversat til fastpris metoden.

Virksomheder som benytter denne metode angiver et specificeret antal aktier til en given kurs, som de ønsker at tilbagekøbe i en fastsat periode. Ofte annoncerer virksomheden en højere markedspris, så aktionærene får lyst til at sælge deres aktier. Virksomheden er ikke forpligtet til at købe flere aktier end det specificerede antal. Aktionærene kan selv vælge om de vil købe aktierne til den givne kurs. Prisforskellen mellem tilbuddet og markedsprisen kan variere en del alt efter hvilke intentioner virksomheden har med aktietilbagekøbet, og hvilken signalværdi virksomheden ønsker at udtrykke. Hvis tilbuddet

bliver overtegnet – altså hvis virksomheden får tilsagn om aktionærene vil købe en større mængde end den fra virksomhedens side oplyste mængde, bliver de ønskede antal aktier erhvervet pro rata fra de aktionærer, som gerne vil sælge deres aktier. Comment & Jarrell (1991) oplyser at virksomheden også kan vælge at foretage en ændring af den oprindelige annoncering og i stedet købe hele den mængde aktionærene vil sælge. Omvendt hvis der ikke er nok aktionærer, der vil sælge deres aktier, kan virksomheden aflyses tilbagekøbet helt eller delvist eller vælge at forlænge udbudsperioden.

2. *Dutch Auction* oversat til den hollandske auktions metode

I denne metode specificerer virksomheden antallet af de aktier, som den ønsker at tilbagekøbe. Virksomheden specificerer derefter et prisinterval som den ønsker at tilbagekøbe aktier for. Aktionærene skal efter dette vælge en mindste salgspris på det antal aktier de ønsker at sælge. Virksomheden indsamler dernæst al informationen fra aktionærene og herefter begynder virksomheden at købe aktier af de aktionærer som har angivet den mindste salgspris. Virksomheden fortsætter med at købe aktier indtil den ønskede mængde er købt. Dette betyder reelt at når aktionæren med den mindste salgspris er købt ud fortsætter virksomheden til aktionæren med den næst mindste salgspris og sådan bliver det ved til virksomheden har tilbagekøbt det oplyste antal af aktier.

Denne metode giver en lavere aktiekurs justeringer end ved tender offer tilbagekøbet. Grunden til dette er ifølge Comment & Jarrel (1991), at minimumspræmien i auktionen er betydeligt mindre end tilbagekøbspræmien ved tender offer.

3. *Target* oversat til rettet tilbagekøb

Ifølge denne metode kan virksomheden tilbagekøbe sine egne aktier i en privat handel. Handlen kan foregå direkte mellem virksomheden eller aktionæren eller anonymt via en mellemhandler. Handlen kan foregå til en vilkårlig kurs, og markedet bliver ofte ikke oplyst om handlen før efter den er fundet sted, da den foregår under private vilkår. Metoden er speciel da den forfordeler nogle aktionærer i forhold til andre.

4. *Derivatives* oversat til derivat metoden

Virksomheden kan under denne metode vælge at tilbagekøbe call-optioner. Under denne metode er det ikke alle aktionærer som kan sælge deres aktier, da det ikke er alle aktionærer som har call-optioner. Virksomheden kan også vælge at udstede put-optioner og på den måde signalere et kursniveau den er villig til at købe aktier tilbage til.

5. *Open Market* oversat til den åbne markedes metode.

Ifølge Stephens & Weisbach (1998) er dette den mest udbredte metode til at foretage aktietilbagekøb. Virksomheden kan ved brug af denne metode selv eller via en mægler købe aktier tilbage på det åbne marked. Virksomheden behøver ikke specificere et antal aktier eller et samlet beløb for aktietilbagekøbsprogrammet og er derfor ikke bundet på forhånd til at tilbagekøbe et bestemt antal af aktier. Virksomheden angiver dog typisk et beløb af tilbagekøbte aktier og hvis virksomheden tilbagekøber aktier under Safe Harbour forordningen¹ er den dog underlagt visse krav til bl.a. løbende at give information om mængden og prisen på de tilbagekøbte aktier. Forskellen fra denne metode og de andre metoder er at virksomheden ikke bliver bundet til at tilbagekøbe et bestemt antal aktier.

2.2 Diskussion af metoderne

Virksomhederne kan bruge de forskellige metoder til forskellige formål. Ved at bruge Tender Offer eller Dutch Auction kan virksomheden effektivt anskaffe det antal aktier den ønsker at tilbagekøbe over en kort tidsperiode. I tender offer metoden kan virksomhedens sælgende aktionær opnå en præmie på bekostning af de aktionærer som ikke ønsker at sælge. Grunden til at nogle af aktionærene ikke vil vælge at sælge er, at de acceptere ”omkostningen” på baggrund af forventningen om at den høje kurs som virksomheden har sat i forbindelse med tender offeret er et signal om en forventet øget indtjening eller et forventet overnormalt afkast på længere sigt. På denne måde får både den sælgende og ikke sælgende aktionær gavn af aktietilbagekøbet. En anden fordel ved aktietilbagekøbet er, at virksomheden har fuld kontrol over tilbagekøbet. I modsætning er Dutch Auction’en mere lukket omkring aktiekursen, da virksomheden ikke afslører dens vurdering af aktiekursen. Denne metode giver en mindre præmie til de aktionærer som ønsker at sælge i forhold til tender offer metoden, og ifølge Comment & Jarrell (1991) medfører dette et svagere signal til markedet og de ikke sælgende aktionærer. Hvorfor bruger nogle virksomheder så Dutch Auction metoden? Dette besvarer Gullon & Ikenberry (2000) ved at virksomheden vil foretrække et Dutch Auction aktietilbagekøb fremfor et Tender Offer, når virksomheden vil tilbagekøbe en stort antal aktier og samtidig vil distribuere en stor mængde kapital til dens aktionærer over en kort periode, men samtidig ikke ønsker at betale en stor præmie til aktionærene for aktierne. Desuden er ifølge Comment & Jarrell (1991) risikoen større ved en Tender Offer end ved Dutch Auction, da virksomheden tilbyder en præmie for aktien og der ved signalerer den værdi som virksomheden synes virksomheden er værd, hvorimod ved Dutch

¹ Safe Harbour forordningen bliver nærmere beskrevet i afsnit

Auction at det er aktionærerne der giver virksomheden informationer om, hvad de synes virksomheden er værd.

Target og Derivatives metoderne er begge metoder, hvor nogle aktionærer bliver forfordelt i forhold til andre, og dette signal som virksomheden kommer med ved at bruge disse metoder er derfor ikke særlig stort, da det ikke er alle aktionærer der får gavn af aktietilbagekøbet.

Forskellen mellem Open Market metoden og de andre metoder er, at der ikke udbetales en præmie til aktionærerne i forbindelse med aktietilbagekøbet. Grunden til dette er at tilbagekøbene sker til markedskursen. Signalværdien burde derfor være større ved Dutch Auction og Tender Offer metoden end ved Open Market metoden. Dog er det som tidligere nævnt den mest udbredte metode, og grunden til dette er den fleksibilitet som metoden byder på.

Aktietilbagekøb er begrebet for, når en virksomhed køber sine aktier tilbage, som det tidligere selv har udstedt. Virksomheden kan herefter selv vælge om den vil annullere aktierne eller holde dem som reserve. Et aktietilbagekøb medfører en reduktion i antallet af de udestående aktier som er på markedet, men reduktionen behøves ikke at være permanent, da virksomheden kan sælge aktierne igen, medmindre de selvfølgelig er blevet annulleret, hvilket permanent formindsker antallet af de udstedte aktier.

3. Teori

I de følgende kapitler gennemgås de teoretiske argumenter bag annonceringen af et tilbagekøbsprogram, samt teorien omkring signalværdien til markedet, når der annonceres et aktietilbagekøbsprogram. Hvis man ser på aktietilbagekøb inde under de teoretiske overvejelser om, hvorfor udlodningspolitikken giver en markedsreaktion, kan en del af signaleringseffekten findes teoretisk.

3.1 Miller & Modigliani (1961): Irrelevanssætning

I en teoretisk artikel af M. Miller og F. Modigliani (1961) fastslås det, at den valgte udlodningsmetode ikke vil have nogen betydning for en virksomheds værdi. Derfor burde virksomhedens aktionærer være indifferente over valget af metode for udlodning.

Dette blev påvist under perfekte kapitalmarkeder hvor følgende gælder:

1. Ingen skat
2. Alle investorer var rationelle

3. Fuld gennemsigtighed på markedet

Denne model virker ikke til at være realistisk og Miller og Modigliani lempet på nogle af deres antagelser. De åbner op for at der kan være en signalværdig i udlodningspolitikken, som ikke modstrider med irrelevans sætningen, da ændringen i udlodningspolitikken

*"Provides the occasion for the price change though not its cause, the price being solely a reflection of future earnings and growth opportunities"*²

Det er ikke udlodningen som ændrer prisen på virksomheden, men informationen som markedet lægger i signalet af udlodningen. De forklaringer som baseres på asymmetrisk information og signalering kan derfor ifølge ovenstående forklare den annonceringseffekt som observeres.

Den største kritik omkring Miller og Modiglianis irrelevans sætning er mod deres antagelser, da det ikke er realistisk at overføre deres model til den virkelige verden. Ved at inddrage skat, vil udbetalingsformen have en betydning. Alt efter hvordan virksomhedens aktionærer er sat sammen er skatten forskellig, hvis en virksomheds aktionærer bestod primært af private husholdninger, ville udbetalingsformen af udlodningen have en væsentlig betydning for aktionærerne.

Eksempel:

x = købspris, y = udlodningsfaktoren i forhold til købsprisen, t = skat

hvor

$y \cdot x$ = udlodningen via udbytte

Beskatningsbeløb ved aktietilbagekøb:

$(y \cdot x - x) \cdot t$, hvor $(y \cdot x - x)$ er aktieavancen.

Beskatningsbeløb ved aktieudbytte:

$(y \cdot x) \cdot t$, hvor $(y \cdot x)$ er udbyttet.

Aktieavance og udbytte beskattes ens, derfor vil den private husholdning foretrække aktietilbagekøb frem for udbytte, da $(y \cdot x - x) \cdot t < (y \cdot x) \cdot t$.

Udover skat, er der også konkursomkostninger, og agent- og informationsproblematikker, og ved at inddrage disse i virksomhedens kapitalstruktur vil balancen mellem egen- og fremmedkapital få en betydning for virksomheden. Der findes dog ikke en optimal fordeling mellem egen- og fremmedkapital, da kapitalstrukturen er forskellig fra branche til branche og virksomhed til virksomhed. Alt efter hvilket stadie, en virksomhed er i, er kapital- og finansieringsbehovet forskelligt. Den optimale kapitalstruktur er derfor dynamisk og virksomhedsspecifik. I det

² Miller og Modigliani (1963) p. 430.

følgende redegøres for hvordan kapitalstrukturen kan være værdiskabende, og hvordan den kan påvirkes af aktietilbagekøb.

De komplette/fuldstændig gennemsigtighed på markedet indebærer ifølge Milgrom & Roberts (1992), at virksomhedens ejere kan lave kontrakter til ledelsen, som specificerer, hvordan ledelsen skal handle i alle eventualiteter. En kontrakt som beskrevet eksisterer ikke, hvorfor der i stedet for kan opstå agentproblemer, som bliver beskrevet i næste afsnit.

3.2 Principal-agent teorien

Principal-agent teorien omhandler de kontrolmekanismer, som en virksomhed kan iværksætte for at gøre aktionærene sikrer på at ledelsen varetager deres interesser. Altså beskriver teorien omkring de forhold, som gør sig gældende når en agent handler på vegne af en principal. Et af hovedpunkterne i principal-agent teorien er, at udlodning skaber værdi for aktionærene. Dette hovedpunkt bygger på antagelsen om, at der er asymmetrisk information.

I principal-agent teorien er aktionærene principalen og ledelsen er agenten, som har ansvaret for at drive selskabet på aktionærernes vegne. Dette kan skabe en problematik mellem ledelsen og aktionærene. Ledelsen bærer kun en begrænset del af risikoen ved de investeringer, der foretages, da de ikke ejer virksomheden. Dette kan medføre at ledelsen ikke handler i aktionærernes interesse, men i stedet for i deres egen interesse. Især hvis virksomheden har frie cash flow. I artiklen af Jensen (1986) defineres de frie cash flow som:

*“(c)ash flow in excess of that required to fund all projects that have positive net present values when discounted at the relevant cost of capital.”*³

Oversat betyder dette overskudslikviditet eller fri likviditet. Disse mængder af fri likviditet kan få ledelsen til at investere i ineffektivt, da virksomheden ikke har flere positive investeringsmuligheder. Disse ineffektive investeringer, kan være projekter med negativ NPV, ”empirebuilding” eller køb af jetfly til virksomheden. De ineffektive investeringer som ledelsen foretager sig kaldes agent omkostninger. Jensen & Meckling (1976) definerer agent omkostninger som summen af:

1. *“The monitoring expenditures by the principal.*
2. *The bonding expenditures by the agent.*
3. *The residual loss”*⁴

³ Jensen M. C. 1986. “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers”, *Association Papers and Proceedings*, 76.

⁴ Jensen & Meckling (1976) p. 308-309

Et hvert tiltag der mindsker disse omkostninger, burde blive modtaget positivt af markedet, da det er fordelagtigt for aktionærerne. Kapitalstrukturen i virksomheden har derfor en vigtig rolle i aktionærernes bestræbelser på at kontrollere ledelsen.

En annoncering af et aktietilbagekøb burde derfor spille en stor rolle da en aktietilbagekøbet har den fordel, at den mindsker det frie cash flow, og derigennem mindskes agentomkostningerne. En ekstra fordel ved aktietilbagekøb til mindskning af agentomkostningerne, kommer ved at købe aktier tilbage om for mere end den mængde af det frie cash flow som er i virksomheden, bliver virksomheden gæld større. Ved en høj udlodning og en høj grad af gældsfinansiering kommer der en øget overvågning på ledelsen fra virksomhedens kreditorer. De manglende frie cash flows gør at ledelsen ikke kan bruge pengene på tidligere nævnte ineffektive investeringer. En øget gældsandel mindsker ledelsens motiver til ikke at handle i aktionærernes interesse, samtidig med at aktionærernes omkostninger ved at holde øje med ledelsen mindskes, da kreditorerne overtager noget af denne overvågning.

Kritikken til principal-agent har to punkter.

Det første punkt er, at teorien bygger på en antagelse om, at der er en spredt ejerskabsstruktur, hvor alle aktionærerne er små. Hvilket medfører at en udlodning givetvis er godt for, aktionærerne, da det frie cash flow sænkes. I Danmark er ejerskabsstrukturen ofte anderledes. Det ses ofte, at der eksisterer en eller flere store aktionærer. Når dette er tilfældet kan storaktionærerne foretage en udlodning, når de ikke finder, at der er tilstrækkeligt med investeringsprojekter som skaber positiv nutidsværdi. Dette er muligvis ikke en god nyhed for de resterende investorer, og det forventes at kursreaktionen bliver mindre.

Det andet punkt er igen skatteforholdene, hvor der i virkelighedens verden gælder, at udbyttebeskatningen i Danmark oftest er højere end beskatningen ved aktietilbagekøb. Hvis agent-teorien skal holde omkring den positive kursreaktion, skulle der kun observeres aktietilbagekøb i Danmark. Men virkeligheden er en anden i Danmark, da mange af de danske virksomheder anvender udbytter. Det vil sige at principal-agent teorien ikke kan stå på hele forklaringen på de kursreaktioner som observeres, og der må derfor være en tilhørende forklaring på de annonceringseffekter som er observeret ved udlodninger.

3.3 Signaleringshypotesen

Signaleringshypotesen bygger på det asymmetriske informationsforhold som eksisterer mellem virksomheden og markedet. Ledelsen har en insiderviden omkring virksomheden, og ved at tolke

ledelsens handlinger og signaler, kan markedet prøve at tilnærme sig denne viden. Der eksisterer to forskellige versioner af signaleringshypotesen.

1. Informationshypotesen
2. Undervurderingshypotesen

Disse versioner uddybes i nedenstående afsnit.

3.3.1 Informationshypotesen.

Hypotesen går ud på at ledelsen ikke har en troværdig måde at meddele markedet på, at virksomheden ser positivt på den fremtidige indtjening. Derfor kan ledelsen vælge, at bruge aktietilbagekøb eller udbytter til at signalere den positive fremtidige indtjening. Vurderingen er her, at ledelsen ikke ville bruge likvide midler på et aktietilbagekøb eller udbetaling af udbytte medmindre den forventer at indtjene det samme beløb indenfor den nærmeste fremtid. Derfor bør virksomheder som forventer at skabe en høj fremtidig indtjening tilbagekøbe eller udbetale udbytte mere end virksomheder med en lav forventning til den fremtidige indtjening. Konsekvensen heraf må være at der kommer en kursstigning ved annonceringen af udlodningen.

3.3.2 Informationshypotesen.

Hypotesen tager udgangspunkt i at virksomheden er underprisfastsat, og at denne underprisfastsættelse ses i virksomhedens aktier. Dette vil medføre at virksomheden vil tilbagekøbe deres egne aktier. Når virksomheden gør dette, vil det rationelle marked ifølge hypotesen se det som et signal på at aktien er undervurderet og det vil medføre en positiv kursreaktion. Det problematiske ved denne hypotese, er hvis kursen justeres til den "rigtige" lige efter annoncering, for så er aktierne ikke undervurderet mere, hvormed virksomheden er "*unable to profit from timing the market*"⁵, og det vil derfor ikke give mening for ledelsen af virksomheden at lave aktietilbagekøb.

Begge hypoteser viser at virksomheden kan bruge aktietilbagekøb og udlodninger som et positivt signal til markedet til at vise den værdi af virksomheden som markedet ikke har taget højde for. Undervurderingshypotesen viser at aktietilbagekøb her kan bruges som et redskab fra ledelsens side til at vise markedet at virksomheden er mere værd, end det som markedet har sat den til. Ud fra disse hypoteser er der teoretiske forklaringer til de observerede kursstigninger ved udlodninger.

⁵ Fairchild (2008) p 35

3.4 Tilpasning af kapitalstrukturen

Virksomheden kan ved at opkøbe egne aktier ændre kapitalstrukturen. Kapitalstrukturen kan via selskabsskatter gøre at forholdet mellem egenkapitalen og gældsfinansieringen, får en effekt på virksomhedens cash flow og virksomhedens værdi. Selskabsskatten og det derfor mulige skatteskjold vil øge virksomhedens cash flow. Men når gælden øges, bliver konkursomkostningerne også øget, hvilket betyder, at en 100 % gældsfinansiering meget sjældent er den optimale kapitalstruktur. For at kunne bestemme den optimale kapitalstruktur for en virksomhed er der en del faktorer som spiller ind som f.eks. investorernes skatteforhold, virksomhedens risikoprofil, virksomhedens stadie, om virksomheden generer et overskud efter alle fradragene osv. Derfor findes der ikke en branchespecifik eller virksomhedsspecifik optimal kapitalstruktur, da den optimale kapitalstruktur, som tidligere skrevet er dynamisk.

Kapitalstrukturen kan som tidligere skrevet have en positiv indvirkning på virksomheden. Ved at øge gælden i virksomheden ved brug af et aktietilbagekøb, kan virksomhedens gæld øges, hvilket vil medføre et forøget skatteskjold. I praksis har Grullon & Ikenberry (2000) fundet frem til at aktietilbagekøb som motiv til at ændre kapitalstrukturen, kun har en betydning, når der skal ske en stor ændring i kapitalstrukturen. Men det er ikke altid positivt for en virksomhed at øge dens gearing vha. aktietilbagekøb, da den øgede gearing også øger virksomhedens finansielle risiko. Denne risiko kan være sund for virksomheden, som tidligere beskrevet, men hvis risikoen går hen og bliver for høj, kan virksomheden hurtigt komme i finansielle vanskeligheder og ende med at gå konkurs.

3.5 Likviditet

Virksomheden kan ved brug af aktietilbagekøb øge aktiens likviditet. I tilbagekøbsperioden kan virksomhedens tilstedeværelse i markedet for dens egne aktier, øge disse aktiers likviditet ved løbende at tilbyde købskurser på aktierne. Effekten på aktiernes likviditet, kan dog ende med at være midlertidig. Dette gør sig gældende for ikke-likvide aktier, hvis virksomheden efterfølgende annullerer de tilbagekøbte aktier. Når aktierne bliver annulleret, er der en lavere mængde af cirkulerende aktier i markedet, og dette kan nedsætte likviditeten på aktierne, og gøre aktierne endnu mere uinteressante fra en investors synspunkt. Problemerne ved denne brug af aktietilbagekøb er ifølge Møller & Parum (2001) at det er omkostningsfuldt for virksomheden konstant at stille markedslikviditet til rådighed og de virksomheden giver bidrag til de sælgende

aktionærer på bekostning af de ikke sælgende aktionærer. På kort sigt vil virksomhedens købe af egne aktier kunne øge likviditeten af aktierne, men det kan også have den modsatte effekt, da aktionærerne har viden om at der er en køber af aktier i markedet med insiderviden. Barclay & Smith (1988) og Spulber (1999) kommer også ind på at når der er en aktør med insiderviden i markedet vil professionelle handlere øge deres spread for at kompensere for denne aktør, hvilket kan medføre at likviditeten på aktierne bliver negativ.

3.6 Fleksibilitet

En virksomhed som har offentliggjort et tilbagekøbsprogram er ikke juridisk forpligtet til at gennemføre det. Den positive markedsreaktion som kommer ved annonceringen af et tilbagekøbsprogram bliver ifølge Ikenberry & Vermaelen (1996) udløst af at tilbagekøbet kan ses som en slags option. Fleksibiliteten kommer ved at virksomheden kan tilbagekøbe, når den har lyst. Altså kan virksomheden vælge at tilbagekøbe aktier, når den synes at dens aktier er undervurderet i markedet. På denne måde kan virksomheden skabe en værdi til de ikke sælgende aktionærer på bekostning af de sælgende aktionærer. Den positive markedsreaktion kommer allerede ud fra muligheden om denne fleksibilitet, hvilket medfører at de sælgende aktionærer også er bedre stillet, da de alligevel havde tænkt sig at sælge, og med denne markedsreaktion er kursværdien steget i forhold til hvad de alligevel før havde tænkt sig at sælge deres aktier for.

Denne model forudsætter at:

1. Virksomheden er på et tidspunkt bedre informeret end markedet, hvilket medfører at den kan udnytte en for lavt fast aktiekurs.
2. Markedet er ikke efficient i den stærke form.⁶
3. En vis mængde af aktier skal kunne købes uden at aktiekursen bliver påvirket positivt.
4. Eksistensen af at der eksisterer en mulighed i fremtiden for at markedet undervurderer aktiens pris.⁷
5. Virksomheden skal have den nødvendige kapital til at lave aktietilbagekøb af, således at eventuelle fremtidige projekter med positiv nutidsværdi ikke bliver belastet.

Denne model tager udgangspunkt i en potentiel insiderviden som virksomheden handler på, og dette er i konflikt med forbuddet om insiderhandel. Virksomheden kan dog under Safe Harbour forordningen lave aktietilbagekøb uden at blive mistænkt for insiderviden, men for at bruge Safe

⁶ Fama (1970) fremstiller efficiens i den stærke form, hvor der gælder at priserne udover historisk og offentlig information også afspejler insider viden.

⁷ Det er altså ikke på annonceringstidspunktet, at virksomheden skal være bedre informeret end markedet.

Harbour forordningen skal virksomheden opfylde en række betingelser, som bliver beskrevet i et senere afsnit.

3.7 Omkostninger

Generelt ved udlodninger kan der være en del omkostninger. Disse omkostninger kan være meget forskellige alt afhængigt af hvilken udlodningsmetode virksomheden vælger og hvor mange aktionærer den har. Virksomheden kan slippe for en del omkostninger af disse omkostninger ved at lave aktietilbagekøb. Men fra aktionærerne synspunkt på omkostninger kan de have en anden mening.

3.7.1 Virksomhedens perspektiv

Generelt ved udlodninger kan der være en del transaktionsomkostninger. Disse omkostninger kan være meget forskellige alt afhængigt af hvilken udlodningsmetode virksomheden vælger og hvor mange aktionærer den har. Aktietilbagekøb kan anvendes til at ændre aktionærstrukturen, hvis denne ser ud til at være uhensigtsmæssig. Et eksempel på dette er Topdanmark.

*”Topdanmark fandt det eksempelvis uhensigtsmæssigt at have over 220.000 aktionærer, der ejede mellem 1 og 10 aktier hver. Det er ret omkostningstungt at udbetale til småaktionærer. Topdanmark kunne se en fordel i at tilbagekøbe aktier fra småaktionærer og øge andelen af institutionelle investorer. Ved at nedbringe aktionærantallet til 65.000 har Topdanmark beregnet en årlig besparelse på 6 mio. kr. i administrationsomkostninger.”*⁸

Ændringen af aktionærstrukturen kan dog kræve individuelle tilbud de aktionærer som virksomheden ønsker at købe aktier fra. Men selvom om dette kan være besværligt, kan en fremtidig årlig besparelse i administrationsomkostninger opveje for dette, som set i Topdanmarks tilfælde.

3.7.2 Aktionærernes perspektiv

Ved en udbetaling via udlodning kan der være en del omkostninger forbundet, alt efter hvilken slags udlodning, der er tale om og hvor store/små aktionærernes beholdninger af virksomhedens aktier er. Mindre aktionærer med et ønske om en jævn pengestrøm fra deres investeringer, vil foretrække udbytte udbetalinger i forhold til aktietilbagekøb. Allan & Michaely (1995) begrundet dette, ved at der ved aktietilbagekøb kan være høje transaktionsomkostninger i forbindelse med at sælge aktier som er tilsvarende den udbetaling som kan komme ved en udbytte udbetaling.

⁸ BG Bank (1999) p. 18

Transaktionsomkostningerne ved at sælge aktierne kan bestå af gebyrer og tab på en ufordelagtig høj kurs spread ved handlen. Desuden gjaldt det før 2006, at salget af aktierne kunne have u hensigtsmæssige skatteomkostninger, hvis de var ejet i under 3 år.

3.8 Optionsaflønning

En del virksomheder har brugt optionslønning til deres ledende medarbejder i virksomheden. Fra Black & Scholes (1973) kom med denne formel for prisfastsættelse af optioner:

$$c = S \cdot e^{-qt} \cdot N(d_1) - K \cdot e^{-rt} \cdot N(d_2), \text{ hvor}$$
$$d_1 = \frac{\log\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r - q + \frac{\sigma^2}{2}\right) \cdot t}{\sigma \cdot \sqrt{t}}, d_2 = d_1 - \sigma \cdot \sqrt{t}$$

Ud fra formelen kan man ved lidt udregning komme frem til, at en udbytte udbetaling medfører, at værdien af optionen falder. Hvis ledelsen af virksomheden er optionsaflønnet, vil de med ovenstående som udgangspunkt ikke benytte sig af udbytte udbetaling, da det vil forringe værdien af deres optioner. Hvis ledelsen i stedet for benytter sig af aktietilbagekøb bliver deres optionsprogram ikke påvirket på samme måde som ved udbetaling. Udlo dningen via aktietilbagekøb vil ikke mindske værdien af optionerne pga. at de ikke indregnes i prisfastsættelsen af optioner. Udover dette vil et aktietilbagekøb kunne påvirke optionens værdi positivt, da aktietilbagekøb kan påvirke volatiliteten på aktien. Ud fra denne teori burde virksomheder med optionslønnet ledelse have større tilbøjelighed til at benytte sig af aktietilbagekøb.

Når medarbejderoptionerne skal excersices har virksomheden to muligheder:

1. Bruge aktier fra dens egen beholdning
2. Udstede nye aktier

Hvis virksomheden vælger at udstede nye aktier bliver de eksisterende aktier udvandet. Virksomheden kan undgå dette ved at købe aktier tilbage, som kan dække medarbejderoptionerne. Khale (2002) fandt ud af at der var en stærk korrelation mellem optionsaflønning og aktietilbagekøb.

3.9 Earnings Per Share (EPS)

EPS er indtjeningen pr. aktie og er en indikation på en virksomheds rentabilitet og indtjeningsevne. Ved at reducere antallet af aktier for højes EPS uden at virksomheden behøver at øge sin indtjening. Netter & Mitchell (1989) ser ikke dette som en positiv begrundelse for

tilbagekøb af egne aktier, da virksomhedens aktiver bruges til at købe aktierne tilbage i stedet for at de bruges til yderlige investeringer, og indtjeningen vil derfor falde og EPS forbliver derfor konstant. Denne tese er korrekt så længe, der findes projekter med positiv NPV. Fairchild (2008) fortæller at der ikke kan skabes værdi ved at ændre kapitalstrukturen ved at sprede indtjening og markedsværdi ud på færre aktier, og at der kun kan skabes værdi via forbedringer i EPS ved at forbedre virksomhedens operationelle drift eller ved investering i projekter med positiv NPV⁹. Hvis der kun anvendes overskydende kapital vil EPS stige uden omkostninger, og nøgletalsanalytikere burde kunne gennemskue en sådan manøvre. Derfor virker der ikke til at være tilstrækkeligt belæg for at en korrektion af EPS er motiv nok til et aktietilbagekøb.

3.10 Fjendtlig overtagelse

Et aktietilbagekøb kan bruges som er værn mod en fjendtlig overtagelse. Ved at tilbagekøbe egne aktier kan virksomheden gøre det dyrere for at lave et fjendtligt opkøb. For at virksomheden kan hæve prisen på dens aktier, skal den tilbagekøbe aktier fra de aktionærer som har de laveste reservationspriser¹⁰. At tilbagekøbe fra disse aktionærer medfører en forøgelse af den mindst mulige overtagelsespris. Hvilket medfører at incitamentet til overtagelsen reduceres.

Beskyttelsesstrategien kan dog give bagslag, da aktietilbagekøb ikke er forbundet med vækst i virksomheden. Vækst og høj rentabilitet er det bedste værn mod en fjendtlig overtagelse.

3.11 Akkvisitioner

Formålet med en akkvisition er, at virksomheden bruger sine egne aktier til at betale med, hvis den vil opkøbe et andet selskab. I stedet for at virksomheden annullerer de tilbagekøbte aktier, ligger den dem til side, så de kan bruges, hvis virksomheden beslutter sig for at opkøbe et andet selskab. Dette formål er der ikke lavet nogen empiriske undersøgelser på, så det vides ikke hvilken effekt dette formål med tilbagekøbet har på markedet.

3.12 Opsummering

Der findes en del motiver for hvorfor ledelsen vælger aktietilbagekøb og nogle af dem er mere konkrete og brugbare end andre. Virksomheden kan bruge aktietilbagekøb til at ændre dets

⁹ Fairchild (2008) p 33 uddyber, at den faktiske årsag til, at aktiekursen stiger efter tilbagekøb og annulation af egne aktier ikke er selve tilbagekøbet, men at Cash flowet og aktionærernes afkastkrav er konstant.

¹⁰ Dette forudsætter at aktionærerne består af en heterogen gruppe med forskellige reservationspriser, som medfører en opadgående udbudskurve for aktien.

kapitalstruktur, hvilket i forhold til agent-omkostningerne er positivt, da virksomheden på den måde bedre kan kontrollere dens ledelse. Den kan også bruge aktietilbagekøb til at ændre dets EPS, men denne metode er højst usandsynlig og vil ikke som sådan skabe nogen værdi for virksomheden. Samt hvis ledelsen er optionslønnet vil et aktietilbagekøb være det primære udlodningsinstrument, da det ville skabe størst værdi for ledelsen. Der er mange motiver til aktietilbagekøb og dette er kun nogle få af dem, men det danner et overblik over hvorfor virksomheden vælger aktietilbagekøb og om det er en værdiskabende udlodningsmetode, og hvis det er det, så vil det jo betyde at markedet burde modtage annoncering af et aktietilbagekøb positivt.

Når virksomheden står med et stort frit cash flow, kan aktietilbagekøb, være tiltrækkende, hvis den ikke kan finde andre investeringsmuligheder med en positiv NPV. Men hvis virksomheden om nogle år står og har nogle store investeringer, som skal gennemføres, vil det ikke være særlig værdiskabende for virksomheden først at betale en mægler for at gennemføre aktietilbagekøb, for dernæst at betale for en aktieemission til finansiering af investeringerne. Dette fører til en karrusel af kapitalnedsættelser og – forhøjelser. Et aktietilbagekøb må ikke svække virksomhedens evne til finansiering af vækst.

Årsagerne til markedets positive reaktion på aktietilbagekøb, er der en del af ligesom motiverne for aktietilbagekøb. Markedet kan opfatte aktietilbagekøbene som et positivt signal fra ledelsen om, at virksomheden har gode fremtidsmuligheder, eller at den nuværende aktiekurs er en undervurdering af virksomhedens værdi.

4. De danske regler omkring aktietilbagekøb

Formålet med dette afsnit er at give et overblik over lovgivningsmæssige forhold vedrørende aktietilbagekøb, der er for de danske virksomheder. I 2003 kom der en forordning som kaldes Safe Harbour, som havde nogle ændringer til hvordan virksomhederne kunne foretage aktietilbagekøb, og den har selvfølgelig haft sin indvirkning på annonceringen af aktietilbagekøb. Desuden kom der en lovændring i 2010, som også har haft indflydelse på annonceringen af aktietilbagekøb, derfor vil dette kapitel være inddelt i reglerne før 2010, reglerne efter 2010 og

Safe Harbour forordningen, da alle disse tre ting har påvirket hvordan de danske virksomheder har valgt at annoncere deres aktietilbagekøb.

4.1 Lovgivningen før 2010

Ifølge § 157 i Aktieselskabsloven skal aktieselskaber straks meddele Erhvervs- og selskabsstyrelsen om væsentlige forhold der vedrører virksomheden og kan have en betydning for dens interessenter. Aktietilbagekøb hører inde under denne lov, og derfor skal et aktietilbagekøb meddeles. Samtidig siger § 110 i aktieselskabsloven at der skal være fuld dækning for aktiekapitalen efter at der har fundet en udlodning sted. Dette betyder at den bogførte værdi af egenkapitalen ikke må bringes under den nominelle aktiekapital i forbindelse med en udlodning. Altså betyder det at:

$$\frac{\text{Aktiekapitalen}}{\text{Egenkapitalen}} \leq 1$$

Dette skal gælde både før og efter en udlodning.

Hvis virksomheden vil foretage et aktietilbagekøb, skal den først have en bemyndigelse fra generalforsamlingen på dette. Bemyndigelsen indeholder en restriktion på at aktietilbagekøbet maksimalt kan være på 10 % af aktiekapitalen og bemyndigelsen skal fornyes inden for 18 måneder, hvis aktietilbagekøbet stadig skal være gældende derefter. Mange gange stilles der også et krav om at de opkøbte aktiers kurs ikke overstiger 10 % af aktiekursen på købstidspunktet. Udover bemyndigelsen på de 10 %, har virksomheden en række oplysningspligter.

1. Virksomheden skal indberette/oplyse fondsbørsen, hvis beholdningen af egne aktier overstiger 2 % af aktiekapitalen
2. Virksomheden skal oplyse/indberette fondsbørsen, hvis der sker ændringer i egenbeholdningen når denne er over de 2 %.
3. Virksomheden skal straks indberette/oplyse fondsbørsen om når der er besluttet at lave ændringer i aktiekapitalen.

Dette kan gøre at en virksomhed kan opkøbe aktier i markedet uden markedet ved det, og så pludselig annoncere en beslutning om at nedsætte aktiekapitalen. Disse virksomheder vil ikke opleve samme annonceringseffekt som de selskaber som er mere meddelsomme.

Når virksomheden vælger at annullere aktierne, er der en 3 måneders proklamafrist, som igangsættes umiddelbart efter generalforsamlingens beslutning om at annullere aktierne. I denne periode bliver kreditorerne beskyttet, idet de kan indgive krav mod virksomheden, således at virksomhedens værdier ikke bliver udhulet. Kreditorerne kan på denne måde forhindre

annulleringen og på den måde også forhindre en annullering, hvis de finder det skadeligt for virksomhedens kreditværdighed. Hvis kreditorerne ikke kommer med indsigelser, bliver annulleringen effektueret og fondsbørsen kommer med en officiel meddelelse om nedsættelsen af virksomhedens aktiekapital.

Denne lovgivning gør, at det kan være svært at identificere hvornår en dansk virksomhed reelt annoncere et aktietilbagekøb og hvor stort virksomheden regner med at aktietilbagekøbet skal være, da virksomheden ikke har oplysningspligt til dette. Virksomheden skal indberette til fondsbørsen når dets aktier overstiger 2 % af aktiekapitalen, og derfor kan annonceringseffekten for de danske virksomheder i denne periode være svær at bedømme

4.2 Lovgivningen efter 2010

Selskabslovens regulering af egne aktier fremgår af lovens kapitel 12. De nye regler viderefører i det væsentligste de hidtidige bestemmelser i aktieselskabsloven. De væsentligste ændringer i den nye lovgivning vedrører omfanget og betingelserne for aktietilbagekøbene og bemyndigelsen til aktietilbagekøbet. Aktietilbagekøb kan ske ifølge, hvis virksomheden råder over midler, som i henhold til SL § 182 stk. 3 kan udbetales som ekstraordinært udbytte. Dette giver kreditorerne en vis sikkerhed, da der her er tale om frie reserver mm. Størrelsen af de frie reserver på erhvervelsestidspunktet, er det afgørende for, hvor mange aktier virksomheden må erhverve.

Hvis de frie reserver falder, skal virksomheden ikke annullere de tilbagekøbte aktier. Der gælder nemlig ifølge SL § 4 stk. 2, at virksomhedens selskabskapital med fradrag af egne aktier mindst skal udgøre 500.000 kroner.

Der gælder at erhvervelse af egne aktier altid skal ske i virksomhedens interesse – ikke blot i hovedaktionærens/majoritetens interesse – og på forsvarlige vilkår. I SL § 198 fremgår det at erhvervelsen af egne aktier kun må ske efter en bemyndigelse fra generalforsamlingen og at denne bemyndigelse kan gives for en tidsbegrænset periode på 5 år. Bemyndigelsen skal angive den største værdi af aktierne som virksomheden må købe, samt den mindste og højeste pris som virksomheden må betale for aktierne. For de børsnoterede virksomheder kan det typisk ikke lade sig gøre at bestemme en fast kurs, så kravene opfyldes ved at angive den tilstedeværende kurs plus/minus et vist kursspillerum.

Oplysningspligten i forbindelse med et aktietilbagekøb er for de danske virksomheder større end før 2010, og det vil derfor være nemmere for markedet at opfange annonceringen af et aktietilbagekøb.

4.3 Safe Harbour

Reglerne for køb af aktier er de samme som ved privat personer, der må ikke købes aktier i en virksomhed, som gør at der bliver ulige handelsvilkår på markedet. Virksomheden eller privat personen må foretage kursmanipulation i forbindelse med deres interne viden. De fleste virksomheder overholder selvfølgelig disse insiderregler, men når virksomheden befinder sig i en gråzone, vil dennes sag blive vurderet. Reglerne virker til at være ret ligetil, men når der bliver foretaget aktietilbagekøb, vil der altid være en potentiel insiderrisiko fra ledelsens side. Dette har som tidligere nævnt i undervurderingshypotesen en påvirkning, da ledelsen i virksomheden her lige præcis, vil prøve at få deres aktiekurs rettet op så den afspejler den ”sande” værdi af virksomheden. Det kan derfor diskuteres om aktietilbagekøb er til gavn for ledelsen som sidder inde med insiderviden. Derfor har EU kommissionen kommet med en udvej til virksomhederne mht. til dette problem. I 2003, oprettede EU forordning 2273/2003 (Safe Harbour), som giver virksomheden mulighed for at foretage aktietilbagekøb uden at blive mistænkt for misbrug af insiderviden. For at virksomhederne kan gøre brug af forordningen, skal de opfylde en række betingelser.

1. Formålet med aktietilbagekøbet skal være oplyst.
2. Overholdelse af forordningens oplysningspligter.

Hver syvende handelsdag, skal virksomheden offentliggøre en detaljeret oversigt over fuldførte handler, specificeret med mængde, kurs og handelsdato.

3. Overholdelse af forordningens handelsbestemmelser.

Handlerne skal foregå til markedets gældende kurs og den opkøbte mængde skal reguleres så virksomheden ikke køber mere end 25 % af den gennemsnitlige omsatte daglige mængde af aktier.

4. Inden opkøbets start skal perioden hvori opkøbene finder sted angives.
5. Opkøbenes maksimale mængde og værdi skal oplyses.
6. Undervejs skal der oplyses hvis der sker ændringer i aktietilbagekøbsprogrammet.

Safe Harbour er et tilbud til virksomhederne og dermed er det ikke en pligt at virksomhederne skal bruge forordningen, når de vil lave aktietilbagekøb.

Safe Harbour forordningen giver de danske virksomheder muligheden for at undgå insiderproblematik og giver markedet større information om hvad der foregår omkring aktietilbagekøbet.

4.4 Delkonklusion

Før Safe Harbour forordningen i 2003 og den nye selskabslov i 2010, har de danske virksomheder ikke haft den lovgivningsmæssige forpligtelse, at meddele om at virksomheden har tænkt sig at lave aktietilbagekøb af en vis størrelse i fremtiden. Dette har gjort at de danske virksomheder frem til Safe Harbour forordningen, ikke på samme måde virker til at have udnyttet den annonceringseffekt som kan være ved annonceringen af et aktietilbagekøbsprogram. Efter Safe Harbour forordningen og den nye selskabslov, er det blevet nemmere for markedet at identificere når en dansk virksomhed går i gang med et aktietilbagekøbsprogram, da det lovgivningsmæssigt skal oplyses, samt størrelsen af programmet skal oplyses, og dette gør det nemmere for de danske virksomheder at udnytte annonceringseffekten, samt for markedet at reagere på annonceringen af et aktietilbagekøbsprogram.

5. Databasen

En database over de danske virksomheders aktietilbagekøb er ikke eksisterende, og derfor skulle der samles en del data ind til opgaven. Databasen er inddelt i før Safe Harbour og den nye Selskabslov og efter disse to, da der er væsentlig forskel på hvordan annonceringen af aktietilbagekøbsprogrammerne er blevet oplyst.

5.1 Databasen før Safe Harbour og den nye selskabslovgivning

Før Safe Harbour forordningen og den nye selskabslov havde en del af de danske virksomheder en bemyndigelse fra generalforsamlingen til at opkøbe 10 % af egne aktier. Denne bemyndigelse giver ikke anledning til en korrekt database, da det ikke er alle virksomheder med denne bemyndigelse som bruger aktietilbagekøb. Derfor er det for selskaberne før Safe Harbour og den nye selskabslovgivning sådan at enten er der en annulleringsdato blevet identificeret først eller en tilkendegivelse af aktietilbagekøb er forekommet, og virksomheden oplyser dette i en meddelelse om en forøget aktie beholdning. Ud fra de førnævnte lovgivningsmæssige regler har disse meddelelser og datoer været nemme at finde, da de danske virksomheder har oplysningspligt til at meddele Københavns fondsbørs om præcist hvornår aktiekapitalen nedsættes, og hvor meget den nedsættes med, samt hvis virksomhedens beholdning af egne aktier er over de 2 %. Når annulleringsdatoen og/eller selskabsmeddelelsen om forøget egenbeholdning af egne aktier er

blevet identificeret, skal annonceringsdatoen findes. Dette gøres bedst at gennemgå alle selskabsmeddelelser fra Nasdaq OMX Nordic database.

Det svære ved denne dataindsamling er at finde den korrekte dag for annonceringen af aktietilbagekøbet, da en stor mængde af selskabsmeddelelser skulle læses igennem, samt at annonceringen kan komme en del år tidligere end oplysningen om annulleringen af aktierne. Mange af de danske virksomheders dårlige information omkring aktietilbagekøb, har også gjort det svært at identificere annonceringsdatoen og størrelsen på aktietilbagekøbsprogrammet. Det gør sig også gældende, at denne del af databasen lider af, at virksomhederne sjældent har oplyst beløbet som er blevet udloddet til deres aktionærer eller hvor stort deres aktietilbagekøbsprogram reelt er på. Derfor har det været nødvendigt med et skøn på hvor stor udlodningen har været til aktionærerne. Skønnet er lavet ud fra det præcise antal af annullerede aktier, og den gennemsnitlige aktiekurs der har været i perioden fra aktietilbagekøbet annonceres til aktierne bliver annulleret, samt hvor mange oplyste antal af aktier der er blevet købt i perioden. Herved bliver det kun et skøn, da kursudsvingninger undervejs i forløbet har påvirket udlodningsbeløbet. Den manuelle del af denne del af databasens indsamling, kan medfører menneskelige fejlskøn i valget af den eksakte annonceringsdato. Disse fejlskøn kan forekomme som følge af virksomhedernes manglende konkrete annonceringer af deres aktietilbagekøbsprogrammer.

5.2 Databasen efter Safe Harbour og den nye selskabslovgivning

Efter Safe Harbour forordningen og den nye selskabslov har en del af de danske virksomheder brugt Safe Harbour forordningen ved deres aktietilbagekøb. Dette har gjort dataindsamlingen nemmere. Annonceringsdatoen er oplyst og også størrelsen af aktietilbagekøbsprogrammet er oplyst i en selskabsmeddelelse. Derfor blev alle selskabsmeddelelser fra Nasdaq OMX Nordic database over lige præcis selskabsmeddelelser, gennemgået for oplysninger om et aktietilbagekøbsprogram.

Det har derfor været nemt at finde informationer om hvor stor udlodningen har været til aktionærerne. Samtidig har annonceringsdatoen ikke været svær at finde og fejlskøn er derfor blevet minimeret med forordningen og den nye Selskabslov, og dataene efter disse to ændringer er derfor mere korrekte og nemmere at identificere.

5.3 Opdeling af dataindsamlingen

Ud fra ovenstående er det nødvendigt at opdele virksomhederne i dem som ikke bruger Safe Harbour forordningen og samtidig er før den nye Selskabslov, da annonceringseffekten og estimatet af annonceringsvinduet her er mere usikker. Derfor vil det være interessant at se om der er en forskel på når informationerne omkring aktietilbagekøbsprogrammet er mere detaljeret end når det er uklart eller mangelfuldt. En del af annonceringerne omkring aktietilbagekøbene finder sted i forbindelse med årsregnskabsmeddelelsen, mens de resterende bliver annonceret i forbindelse med en kvartalsårsrapport eller helt for sig selv. Fordelen ved at inddele dataene i disse grupper er, at der hvor annonceringerne er i forbindelse med en årsregnskabsmeddelelse skal der korrigeres for både indtjenings- og dividendeinformation. Dem som ikke er i forbindelse med en årsregnskabsmeddelelse skal ikke korrigeres for indtjenings- eller dividendeinformation, hvis der ikke er oplyst noget om dette, men hvis der er skal der selvfølgelig korrigeres for det.

Den næste gruppering af dataene er om det er første gang en virksomhed annoncere et aktietilbagekøb eller ej. Da objektivt set må en førstegangsansønering overraske markedet, da markedet ikke kan have forventninger til annonceringen i forvejen. Mens de resterende annonceringer skal bedømmes for om det er annonceringer markedet har forventninger til eller ej. Derfor opstilles følgende kriterier for om annonceringen er forventet:

1. Virksomheden har ved en tidligere lejlighed erklæret deres udlodningspolitik til at være aktietilbagekøb.
2. Virksomheden har anvendt aktietilbagekøb kontinuerligt i de foregående år.
3. Annonceringen er en forhøjelse af et igangværende aktietilbagekøbsprogram.

Disse bliver yderligere opdelt i 3 grupper:

1. Annonceringen af aktietilbagekøbets størrelse er uændret i forhold til den forrige annoncering.
2. Annonceringen af aktietilbagekøbets størrelse er en forhøjelse i forhold til den forrige annoncering.
3. Annonceringen af aktietilbagekøbets størrelse er en formindskelse i forhold til den forrige annoncering.

Hvis den foregående annoncering ligger mere end 2 år tilbage, ses den næste annoncering som uforventet. Grunden til dette er at markedet ikke kan opretholde positive forventninger til et

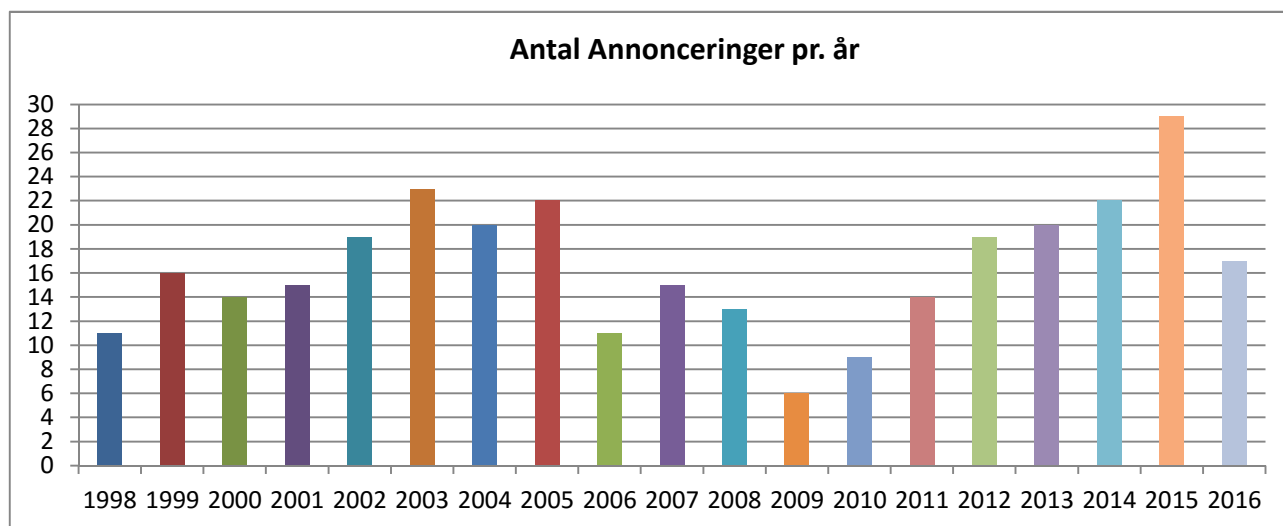
aktietilbagekøb igennem flere år. Grunden til de 2 år er at Østergaard (2007) finder den gennemsnitlige længde mellem annonceringsdatoen og annulleringsdatoen til at være 334 dage.

5.4 Resultater af dataindsamlingen

Databasen startede med at indeholde 314 aktietilbagekøb fordelt på 94 virksomheder. Hvor følgende udvikling af antal selskaber gennem årene kan ses i Tabel 1:

I figur 1, kan det ses, at der er en stigende udvikling af antallet af annonceringer op til 2005, hvorefter, at antallet dykker helt ned til 6 aktietilbagekøbsannonceringer i 2009, for derfor at stige igen til 29 annonceringer i 2015. Antallet af annonceringer i 2016 er ikke fyldestgørende, da året ikke er slut endnu, og der derfor stadig kan komme flere annonceringer.

Udviklingen af antallet af annonceringer kan skyldes, at der i 2007-2009 var finanskrisen. Finanskrisen kan have haft en stor virksomhed på antallet af annonceringer, da finanskrisen medførte at flere virksomheder havde dårlige regnskaber og derfor ikke havde noget frit cash flow at bruge til aktietilbagekøb. Efter finanskrisens ophør, ses der en stigende udvikling i antallet af annonceringer. Grunden til dette kan være, at virksomhederne har fået et frit cash flow igen, og de bruger dette cash flow på aktietilbagekøb. I 2015 når antallet af annonceringer op på 29, hvilket har været det hidtil højeste igennem hele perioden.



Figur 1. Årlig oversigt over alle 314 aktietilbagekøb¹¹

5.4.1 Frasortering af data

I forbindelse med dataindsamlingen blev det klart, at nogle af annonceringerne blev nødt til at blive frasorteret, følgende grunde er brugt til frasorteringen:

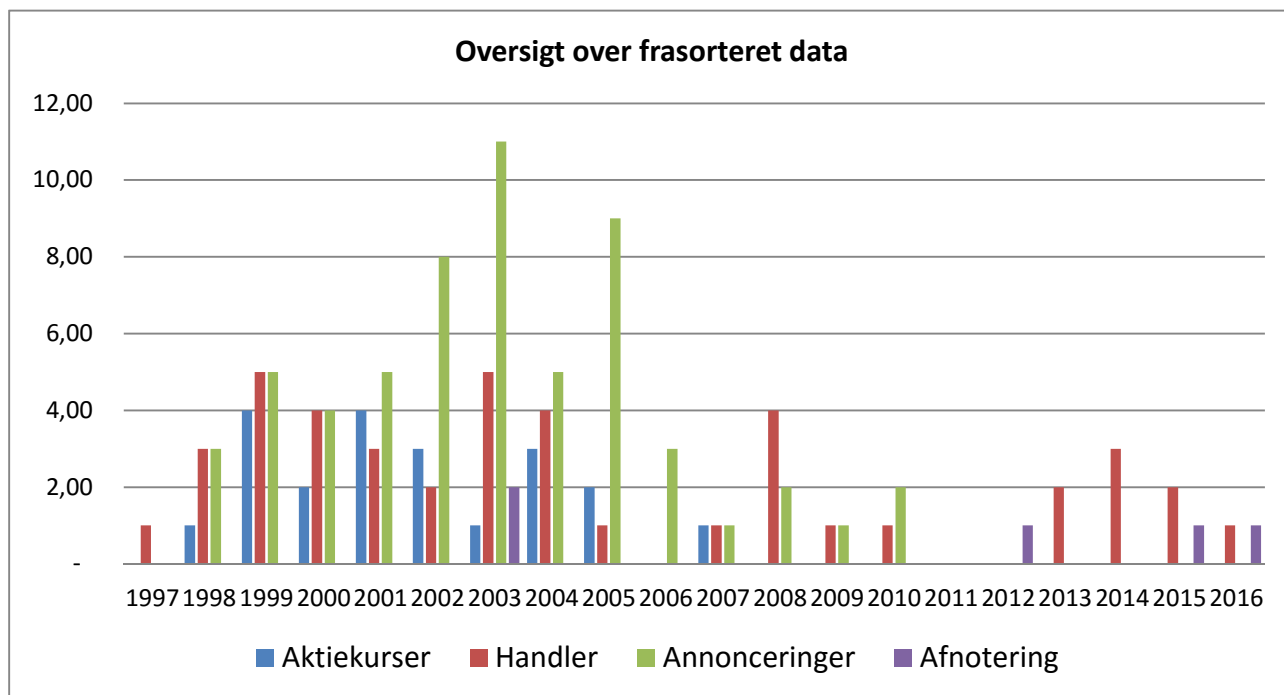
1. Ved annoncering af aktietilbagekøb, skal en virksomheds aktiers afkast kunne måles på datoen for annonceringen og nogle dage omkring annonceringen. Hvis virksomhedens aktier ikke er blevet handlet omkring annonceringen af aktietilbagekøb er virksomheden blevet frasorteret. Grunden til dette er at markedets kursreaktion på annonceringen ikke kan måles, når aktierne ikke er handlet. Virksomheder som kun er delvist handlet omkring annonceringen er også frasorteret, da ovenstående også gør sig gældende for dem.
2. Virksomheder, som har annonceret aktietilbagekøb i forbindelse med at aktierne skal bruges til en afnotering af virksomheden, også blevet frasorteret.
3. Virksomheder hvor der kan sås tvivl om datoen for en annoncering af aktietilbagekøb er også blevet fra sorteret, mange af virksomhederne er blevet givet en bemyndigelse til at opkøbe aktier for 10 % af aktiekapitalen, men annoncerer ikke i hvilken tidsperiode eller hvor stor en mængde de vil købe, og da der ikke er nogen reel annoncering af aktietilbagekøbet, er de også blevet frasorteret.
4. Virksomheder hvor det har været umuligt at finde deres aktiekurser.

Som det ses i figur 2, er der en del selskaber som er blevet frasorteret, pga. de ovenstående krav.

Der er 47 frasorterede virksomheder i alt¹². Det er interessant, at se at der er så mange virksomheder, som bliver frasorteret.

¹¹ Alle tabeller og figurer i denne opgave er konstrueret ud fra egen tilvirkning af det indsamlede data.

¹² Se bilag 1 for en specifikation af hvilke virksomheder, der er blevet frasorteret.



Figur 2¹³ Oversigt over de frasorterede data, inddelt i år og frasorteringskriterie.

Det ses fra figur 2, at størstedelen af det frasorterede data, kommer fra manglende annonceringsdatoer i årene før 2010. Grunden til dette kan være, som skrevet tidligere i opgaven, at de danske virksomheder ikke har været forpligtede til at oplyse, når de iværksatte et aktietilbagekøbsprogram. Når virksomhederne ikke har oplyst dette, har det heller ikke været muligt at finde en korrekt annonceringsdato for tilbagekøbsprogrammet, og derfor er de blevet frasorteret.

5.4.2 Inddeling af dataene som ikke blev frasorteret

De samlede data er nu nede på 47 virksomheder, som har relevans mht. annonceringseffekten ved aktietilbagekøb. Disse har hver i alt oplyst 186 annonceringer af tilbagekøbsprogrammer. Dette betyder at der mindst findes 47 antal første gangs tilbagekøb. Gennemgangen af dataene kommer frem til følgende inddeling af annonceringerne:

	Første gangs /Overraskende	Forhøjelse	Reducering	Konstant	I alt
Antal af annonceringer før	22 stk.	16 stk.	4 stk.	9 stk.	51 stk.

¹³ Manglende Aktiekurser står som Aktiekurser i tabellen, manglende handler står som Handler i tabellen, manglende annonceringsdato står som annonceringer i tabellen og afnotering står som afnotering i tabellen.

Safe Harbour og Selskabslovgingen					
Antal af annonceringer efter Safe Harbour og Selskabslovgingen	37 stk.	24 stk.	14 stk.	60 stk.	135
I alt	59 stk.	40 stk.	18 stk.	69 stk.	186 stk.

Tabel 1: Oversigt og inddeling af populationen af data som bruges i resten af opgaven.¹⁴

Det ses, at der er flest annonceringer som følge Safe Harbour og/eller er efter selskabsloven 2010. Dette er ikke overraskende, da det allerede i frasorteringen af data blev vist, at en del af de data som blev frasorteret ikke havde en decideret annoncering af et aktietilbagekøbsprogram. Dette skal have, hvis virksomheden vil købe aktier tilbage under Safe Harbour forordningen, og skal også oplyses efter den nye selskabslov.

Det ses, at der er ret få virksomheder, som reducerer deres aktietilbagekøbsprogram i forhold til det forrige års program, mens over en tredjedel af aktietilbagekøbsprogrammerne er på stort set den samme størrelse som året tidligere. Dette er ret interessant, da et konstant aktietilbagekøbsprogram, ikke burde opleves, som noget ekstraordinært eller overraskende af markedet.

Det ses i Tabel 2, at de data fra de annonceringer der fremadrettet bliver brugt i opgaven gennemsnitligt har annonceret aktietilbagekøb for 1,4 mia. kroner. Men samtidig er medianen for virksomhedernes annoncering af aktietilbagekøb kun på 400 mio. kroner, hvilket fortæller, at der er nogle store virksomheder imellem, som der hiver det gennemsnitlige annonceringsbeløb ret højt op. Nogle af disse store virksomheder er Novo Nordisk.

År	Antal annonceringer	Sum (DKK)	Gennemsnit (DKK)	Median (DKK)
1998	3	201.438.000,00	67.146.000,00	53.938.000,00
1999	2	1.950.000.000,00	975.000.000,00	975.000.000,00
2000	4	1.675.000.000,00	418.750.000,00	512.500.000,00
2001	3	1.221.000.000,00	407.000.000,00	275.000.000,00
2002	6	5.591.135.294,00	931.855.882,33	675.000.000,00
2003	4	1.938.936.600,00	484.734.150,00	400.000.000,00
2004	8	9.380.000.000,00	1.172.500.000,00	575.000.000,00

¹⁴ Opdeling i forhøjelse, reducere og konstant forklares i metode afsnittet.

2005	10	10.831.000.000,00	1.083.100.000,00	425.000.000,00
2006	8	11.920.000.000,00	1.490.000.000,00	1.050.000.000,00
2007	12	17.890.000.000,00	1.490.833.333,33	550.000.000,00
2008	7	18.028.000.000,00	2.575.428.571,43	90.000.000,00
2009	4	20.050.000.000,00	5.012.500.000,00	750.000.000,00
2010	6	10.070.000.000,00	1.678.333.333,33	750.000.000,00
2011	14	17.564.981.225,00	1.254.641.516,07	400.000.000,00
2012	17	17.315.672.340,26	1.018.568.961,19	200.000.000,00
2013	18	24.054.700.000,00	1.336.372.222,22	350.000.000,00
2014	19	27.725.272.098,00	1.459.224.847,26	200.000.000,00
2015	26	41.767.505.000,00	1.606.442.500,00	500.000.000,00
2016	15	35.080.000.000,00	2.338.666.666,67	650.000.000,00
Samlet	186	274.254.640.557,26	1.474.487.314,82	400.000.000,00

Tabel 2: Oversigt over data fra de 186 annonceringer fordelt over tid.

6. Metode

Formålet med opgaven er at finde annonceringseffekten for de danske virksomheder som har annonceret et aktietilbagekøb. Det første der skal ses på er, hvordan denne effekt måles og hvordan den kan sammenlignes på tværs af virksomheder, da et aktietilbagekøbsprograms størrelse kan være lille for en virksomhed men stort for en anden. Mange danske virksomheder annoncerer deres aktietilbagekøbsprogrammer samtidig med årsrapporter eller lignende som kan have indflydelse på kurseffekten, og det skal der også tages hånd om i analysen. Nogle gange kan der også være forventninger til størrelsen af aktietilbagekøbsprogrammet og det skal der også tages højde for.

6.1 Måling af annonceringseffekten

Opgaven tager udgangspunkt i metoden til at måle effekten af en annoncering fra Campbell, Lo & MacKinlay (1997). Udgangspunktet for metoden er kursreaktionen omkring aktietilbagekøbsannonceringen, og der skal det overnormale afkast findes. For at finde det overnormale afkast kan man bruge to metoder

1. Markedsmodellen

Hvor en estimationsperiode¹⁵ benyttes til at estimere virksomhedens afkast som en lineær funktion af markedsafkastet. Derefter anvendes de fundne koefficienter til at finde det

¹⁵ Omkring 100 dage inden annonceringsvinduet start.

anormale afkast, der er forskellen mellem det faktiske afkast og det estimerede afkast som funktion af markedets afkast. Følgende ligning afspejler metoden:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \cdot R_{m,t})^{16}$$

2. "Den simple metode" som er at benytte forskellen mellem det faktiske afkast for virksomheden og markedsafkastet.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

Hvor

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \text{ og } R_{m,t} = \frac{P_{m,t} - P_{m,t-1}}{P_{m,t-1}}$$

Markedernes afkast er i begge modeller givet ved et indeks, da dette kan fungere som en approksimation for det samlede marked som virksomheden operer på.

I flere artikler som eksempelvis Bechmann & Raaballe (2004) er det vist, at det er uden betydning hvilken en af de metoder, der vælges. Derfor bruges den simpleste metode i resten af opgaven. Desuden viser Bechmann & Raaballe (2004) at hvilket valg af dansk indeks, der bruges til approksimation af markedsafkastet er ubetydelig, derfor bruges OMXC20 indekset som approksimation.

Det overnormale afkast $AR(t)$ bruges dernæst til at beregne $CAR(t^-, t^+)^{17}$ fra tid t^- til tid t^+ . Annonceringsvinduet vælges tilstrækkeligt lille for at sørge for at der ikke kommer til at være andre begivenheder som kommer til at påvirke annonceringseffekten. Som annonceringsvinduer bruges dagen før annonceringen til to dage efter annonceringen. Dvs. $CAR(-1,2)$. For hver virksomhed udregnes $AR(t)$, hvorefter $CAR(-1,2)$ beregnes ud fra de beregnede $AR(t)$ 'er. Ud fra en tosidet Z-test kan det findes om annonceringen af et aktietilbagekøb giver anledning til en overnormal kursreaktion, samt hvilket tidspunkt reaktionen indtræffer.

¹⁶ Hvor $AR_{i,t}$ står for det virksomhedens gennemsnitlige anormale afkast til tidspunkt t , $R_{i,t}$ er virksomhedens afkast til tidspunkt t , $R_{m,t}$ er markedets afkast til tidspunkt t . $\hat{\alpha}_i$ og $\hat{\beta}_i$ bliver estimeret i markedsmodellen, og $\hat{\alpha}_i$ skal ikke sammenlignes med den risikofrie rente, som kendes i CAPM. $\hat{\alpha}_i$ indikerer i markedsmodellen om virksomheden i den periode, hvor dataene stammer fra har klaret sig bedre eller dårligere end markedet. $\hat{\beta}_i$ udtrykker hvor meget den enkeltes virksomheds akties afkast $R_{i,t}$ stiger når markedets afkast $R_{m,t}$ stiger med 1.

¹⁷ Cumulative average abnormal return

6.2 Virksomhedernes sammenlignelighed

Dataene består af en del virksomheder. For at kunne sammenligne reaktionen fra markedet og hvor overraskende aktietilbagekøbet er, sættes ”overraskelsen” i forhold til virksomhedens markedsværdi. Grunden til dette er at en lille virksomhed vil se et aktietilbagekøb på 200 mio. kroner som en relativ stor overraskelse, mens det ville være en lille overraskelse for en virksomhed som Maersk A/S. Målet for overraskelsen bliver:

$$Aktietilbagekøb_{i,t} = \frac{Faktisk\ aktietilbagekøb_{i,t} - Forventet\ aktietilbagekøb_{i,t}}{Markedsværdi_{i,t}}$$

På denne baggrund kan der nu sammenlignes på tværs af virksomheder. Markedsværdien findes ud fra Datastream¹⁸ og vælges som den markedsværdi virksomheden havde 10 dage inden aktietilbagekøbets annoncering. For de virksomheder hvor aktietilbagekøbet er uforventet er værdien af *Forventet aktietilbagekøb_{i,t}* sat til at være 0, mens de virksomheder hvor aktietilbagekøbet er forventet, er den *Forventet aktietilbagekøb_{i,t}* sat til størrelsen af det foregående annoncerede aktietilbagekøb. Ud fra formelen er de forøgede, reducerede og uændret data for de virksomheder hvor markedet har en forventning til aktietilbagekøbet fået følgende kriterier:

Aktietilbagekøb	
Forøget aktietilbagekøb	$Aktietilbagekøb > 1,00 \%$
Uændret aktietilbagekøb	$Aktietilbagekøb \in]-1 \%; 1 \%[$
Reduceret aktietilbagekøb	$Aktietilbagekøb < -1,00 \%$

Tabel 3: Oversigt over inddelingsskriterierne

6.3 Annoncering i forbindelse med årsregnskabsmeddelelsen

De virksomheder som har annonceret aktietilbagekøb i forbindelse med en årsregnskabsmeddelelse, skal have korigeret annonceringseffekten med effekten fra virksomhedens uforventede indtjening. En stor del af virksomhederne laver analytikere forecasts på virksomhedens indtjening, disse forecast kaldes IBES¹⁹-forecast. Dataene for forecastene får fra Datastream, som har forecast fra IBES, der er en analytiker organisation, som indsamler indtjeningsestimater fra 6500 analytikere verden over. IBES forecaster EPS²⁰, som er et

¹⁸ Datastream er en database

¹⁹ International Brokerage Estimate System

²⁰ IBES forecaster EPS excluding discounted operations, extraordinary charges and other non-operating items.

gennemsnit af analytikernes forventning til den enkelte virksomheds aktier. Fra Datastream hentes også de realiserede EPS, da disse er sammenlignelige med IBES forecasts af EPS. Den uforventede indtjening beregnes således:

$$Uforventet\ Indtjening_{i,t} = \frac{Faktisk\ EPS_{i,t} - IBES\ EPS_{i,t}}{Aktiekurs_{i,t}}$$

For de virksomheder hvor der ikke findes IBES-forecasts, er der udarbejdet et simpelt indtjeningsforecast. Indtjeningsforecastet sættes lig med det foregående års indtjening. På baggrund af det beregnes den uforventede indtjening således:

$$Uforventet\ Indtjening_{i,t} = \frac{Faktisk\ Indtjening_{i,t} - Indtjeningsforecast_{i,t}}{Markedsværdi_{i,t}}$$

6.4 Annoncering ikke i forbindelse med årsregnskabsmeddelelsen

De virksomheder som har annonceret aktietilbagekøb som ikke er i forbindelse med en årsregnskabsmeddelelse, har ofte annonceret deres aktietilbagekøb i forbindelse med en kvartalsårsrapport. Kvartalsårsrapporten indeholder informationer om resultatet på tidspunktet for kvartalsårsrapporten, men markedets forventninger til en kvartalsårsrapport er ikke på samme måde analyseret som ved en årsrapport, for nogle virksomheder er markedets forventninger dog medtaget, da man kan se en reaktion på disse til ved delårsrapportens fremlæggelse. Ofte i forbindelse med kvartalsårsrapporterne kommer virksomheden med en forventning til årets resultat efter skat. Denne forventning bruges som den faktiske indtjening i ovenstående formel. Når en virksomhed angiver at de fastholder forventningerne til årets resultat antages *Uforventet Indtjening* = 0. Men ikke alle virksomheder angiver forventninger til årets resultat efter skat, i stedet angiver de forventninger til årets resultat før skat. Men da den uforventede indtjening set med en investors øjne kun er interessant efter skat, skal virksomhedens forventninger omskrives til et resultat efter skat. I denne opgave bruges det seneste årsregnskab til omskrivningen af før skat til efter skat. Dette gøres ved følgende beregning:

$$E(\text{resultat efter skat}_t) = \text{resultat efter skat}_{t-1} \cdot \frac{E(\text{resultat før skat}_t)}{\text{resultat før skat}_{t-1}}$$

Dette tal indsættes i formelen om uforventet indtjening.

6.5 Udbytteudbetaling i forbindelse med annonceringen

Da en del af aktietilbagekøbsannonceringer er i forbindelse med en årsrapport, er der nogle gange også annonceret en udbytteudbetaling. Dette skal der også tages højde for i forbindelse med beregningen af annonceringseffekten. De annonceringer i forbindelse med en årsregnskabsmeddelelse, som også annoncerer en udbyttebetaling, bliver korrigeret for denne information. Dette skyldes at oplysningen om udbetalingen til aktionærerne bliver indstillet til generalforsamlingen. De annonceringer som ikke er i forbindelse med en årsregnskabsmeddelelse, er der ofte ikke nogen information om udbytte, men der hvor der er, bliver der også korrigeret for udbyttet. Alle informationerne om udbytte får samme behandling, da de danske selskaber, der annoncerer udbytteudbetalinger uden for årsregnskabsmeddelelsen lever op til deres annoncering. Dvs. at udbytte udbetalingen ender op som det beløb som faktisk er blevet udloddet i annonceringen. Derfor er der ingen grund til at skelne mellem om det er i forbindelse med årsregnskabsmeddelelsen eller ej.

Eftersom at dette er et studie af annonceringseffekten ved aktietilbagekøb, er det ikke relevant med et helt præcist mål for den uforventede udbytteudbetaling. Derfor bruges følgende ligning som mål for den uforventede udbytteudbetaling:

$$Uforventet\ udbytte_{i,t} = \frac{Udbytte\ pr.\ aktie_{i,t} - Udbytte\ pr.\ aktie_{i,t-1}}{Aktiekurs_{i,t}}$$

6.6 Cross section regressioner

Et supplement til annonceringsstudiet laves en del cross sectional regressioner for at se på kursreaktionerne fra markedet. I regressionerne anvendes CAR(-1,2). Det der ses på i regressionerne er hvad markedet kan få ud af annonceringen. Følgende medtages:

1. Størrelsen på aktietilbagekøbet er en af de ting som markedet kan se fra annonceringen, derfor er *Aktietilbagekøb (ATK)* taget med i basisregressionen, da denne faktor er en af de faktorer som påvirker markedets overraskelse på annonceringen af aktietilbagekøbet.
2. *Indtjeningsannonceringen (I)* er med i basisregressionen, da en del af annonceringerne er ledsaget af en samtidig indtjeningsannoncering. Denne størrelse viser markedets reaktion

til indtjeningens størrelse. Nogle af annonceringerne indeholder ikke information om denne størrelse og sættes til 0.

3. *Uforventet udbytte* (U) er også med i basisregressionen. De er med for at $CAR(-1,2)$ bliver korigeret for det uforventede udbytte, som markedet også kan reagere på samtidig med annonceringen.
4. Størrelsen på virksomheden er også med i basisregressionen. Grunden til at størrelsen er med er at *"I mange udenlandske undersøgelser har det vist sig, at kursreaktionen er mindre for større end for små selskabers vedkommende"*²¹. For at måle størrelsen tages der udgangspunkt i markedsværdien (MV), og typisk bliver størrelsen målt som $\ln(MV)$.

På baggrund af disse fås følgende basisregression:

$$CAR_i = \alpha_i + \beta_{i,1} \cdot ATK_i + \beta_{i,2} \cdot I_i + \beta_{i,3} \cdot U_i + \beta_{i,4} \cdot \ln(MV_i) + \varepsilon_i$$

7. Annonceringsstudiet

Al teori, dataindsamling og metode er nu beskrevet, og den analytiske del af opgaven omkring aktietilbagekøb bliver beskrevet i dette afsnit. Afsnittet indeholder analysen af markedets reaktion på virksomhedernes annoncering af aktietilbagekøb. Afsnittet er inddelt således:

1. De 59 stk. som er i inddelingen første gangs/overraskende analyseres. Disse deles først op i to populationer en før og en efter Safe Harbour og den nye Selskabslovgivning, for at se om der er en forskel på annonceringseffekterne. Til sidst ses der på dem samlet.
2. De 40 stk. som er i inddelingen forhøjelse analyseres. Disse deles først op i to populationer en før og en efter Safe Harbour og den nye Selskabslovgivning, for at se om der er en forskel på annonceringseffekterne. Til sidst ses der på dem samlet.
3. De 18 stk. som er i inddelingen reducering analyseres. Disse deles først op i to populationer en før og en efter Safe Harbour og den nye Selskabslovgivning, for at se om der er en forskel på annonceringseffekterne. Til sidst ses der på dem samlet.
4. De 69 stk. som er i inddelingen konstant analyseres. Disse deles først op i to populationer en før og en efter Safe Harbour og den nye Selskabslovgivning, for at se om der er en forskel på annonceringseffekterne. Til sidst ses der på dem samlet.

²¹ Laustup & Raaballe 2006 p 150

5. Hele populationen på de 186 stk. analyseres for, at se hvad $CAR(-1,2)$ er for hele populationen.
6. Til sidst sammenlignes disse data for at se om der kan komme en generel konklusion på annonceringsstudiet.

7.1 Første gangs/overraskende annonceringer.

Denne gruppe, er den gruppe, som er mest relevant for opgaven, da denne gruppe indeholder de annonceringer af aktietilbagekøb, hvor markedet ikke har kunnet danne sig forventninger til størrelsen på det annoncerede tilbagekøbsprogram. Derfor må relationen mellem forventningen til aktietilbagekøbet (ATK) og $CAR(-1,2)$ kun være afhængig af det annoncerede beløb.

7.1.1 Første gangs/overraskende annonceringer før Safe Harbour og den nye Selskabslovgivning.

Først vises karakteristikaene ved denne population.

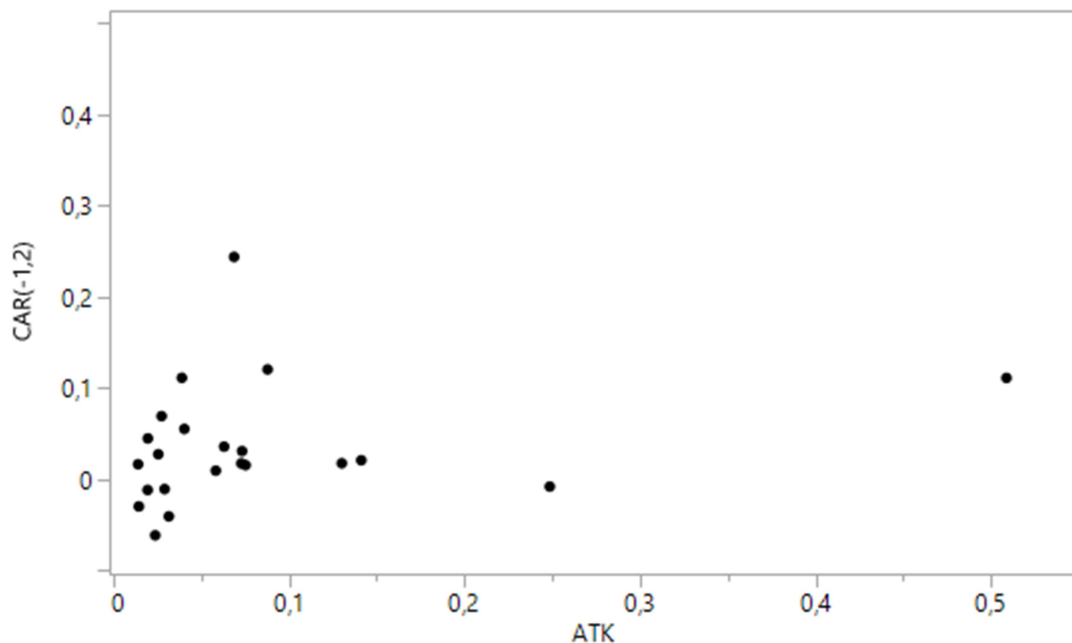
Antal obs.	CAR(-1,2)		ATK		I		U		ln(MV)	
	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median
22	3,51 %	1,86 %	8,24 %	4,93 %	0,34 %	-0,18 %	4,22 %	9,02 %	22,41	22,57

Tabel 4: Karakteristika for gruppen første gangs/overraskende annonceringer før Safe Harbour og den nye Selskabslovgivning.

Det, der kan ses ud fra denne tabel, er at den gennemsnitlige $CAR(-1,2)$ er på 3,51 %, men det er ikke alle virksomhederne, der har så stort et $CAR(-1,2)$, da medianen ”kun” er på 1,86 %. Desuden ses det, at den gennemsnitlige ATK er på 8,24 % og med en median på 4,93 %, at de overraskende/første gangs annonceringer af aktietilbagekøb, størrelsesmæssigt er ret stor i forhold til markedsværdien.

7.1.1.1 Sortering af annonceringerne

Inden der laves en reel analyse af disse observationer, laves et scatterplot mellem $CAR(-1,2)$ og ATK for at se om, der er nogen outliers.



Figur 3: Scatterplot mellem ATK og CAR(-1,2)

Det ses fra scatterplottet, at der er to observationer, som kan skabe støj i resultaterne. Den ene er fra virksomheden Monberg & Thorsen A/S. Observationen er et tender offer aktietilbagekøb, med det formål at forhindre en fjendtlig overtagelse. Denne observation, fjernes fra dataene, da den ikke hører inden under de normale kriterier for aktietilbagekøb. Den er en begivenhed helt for sig selv, og derfor vil analysen ikke kunne give et retvisende billede af annonceringseffekterne ved aktietilbagekøb, hvis den bliver inkluderet.

Den anden observation er fra NKT Holding, som annoncerer et tilbagekøb efter et salg af noget af virksomheden. NKT Holding vil derfor gerne lave aktietilbagekøb, så aktionærerne har gavn af salget. Denne observation er så ekstrem, at den vælges at ekskluderes.

Annonceringen bliver ekstrem, da annonceringen samtidig sker med afslutningen af salget af en del af virksomheden, og derfor påvirker at ATK bliver relativt stor.

Efter ekskluderingen af disse to annonceringer, er denne population nede på 20 observationer.

7.1.1.2 Analyse af annonceringseffekten.

Efter fjernelsen af de to observationer bliver den gennemsnitlige CAR(-1,2) for denne population til 3,35 %, hvilket stadig er højt. Det viser, at der ser ud til at være en positiv reaktion på markedet, ved en første gangs/overraskende annoncering af et aktietilbagekøb. Men dette vides ikke med sikkerhed endnu, før der er blevet lavet en analyse af om ATK, uforventet indtjening, virksomhedens størrelse og udbetaling af uforventet udbytte har en effekt på det observerede

overnormale afkast. Dette gøres ved hjælp af en regressionsanalyse, som blev beskrevet i et tidligere kapitel:

Følgende resultater fås fra analysen:

CAR(-1,2) regressionsanalyse parameter resultater				
	Estimate	Std error	T Ratio	Prob> t
Intercept	-0,045691	0,256318	-0,18	0,8609
ATK	-0,11918	0,397565	-0,30	0,7671
I	1,4795468	0,654132	2,26	0,0390*
U	1,1772458	0,466905	2,52	0,0235*
ln(MV)	0,0028466	0,011024	0,26	0,7997
Antal observationer		20		
R ²		0,448923		

Tabel 5: Resultaterne af basisregressionen.

Tabellen viser overraskende at størrelsen på det annoncerede aktietilbagekøbsbeløb har en negativ indflydelse på kursreaktionen, men at den ikke er signifikant. Den negative effekt, er overraskende da det burde være omvendt. Størrelsen på aktietilbagekøbsprogrammet burde indvirke positivt på en kursreaktion. En af grundene til, at den har negativ effekt på kursreaktionen i denne analyse, kan være, at observationerne er så få, at der så ikke skal så meget til før at påvirkningen bliver negativ. Parameteren er dog lille i forhold til nogle af de andre parametre.

Både en uforventet udbytteudbetaling og uforventet indtjening har en signifikant betydning for kursreaktionen.

Det kan derfor konkluderes at størrelserne på et positivt udbytte og en positiv indtjening har en stor indflydelse på kursreaktionen på annonceringen. Samtidig har størrelsen på virksomhederne stort set ikke nogen indvirkning på kursreaktionen.

7.1.2 Første gangs/overraskende annonceringer indenfor Safe Harbour og den nye Selskabslovgivning.

Først vises karakteristikaene ved denne population.

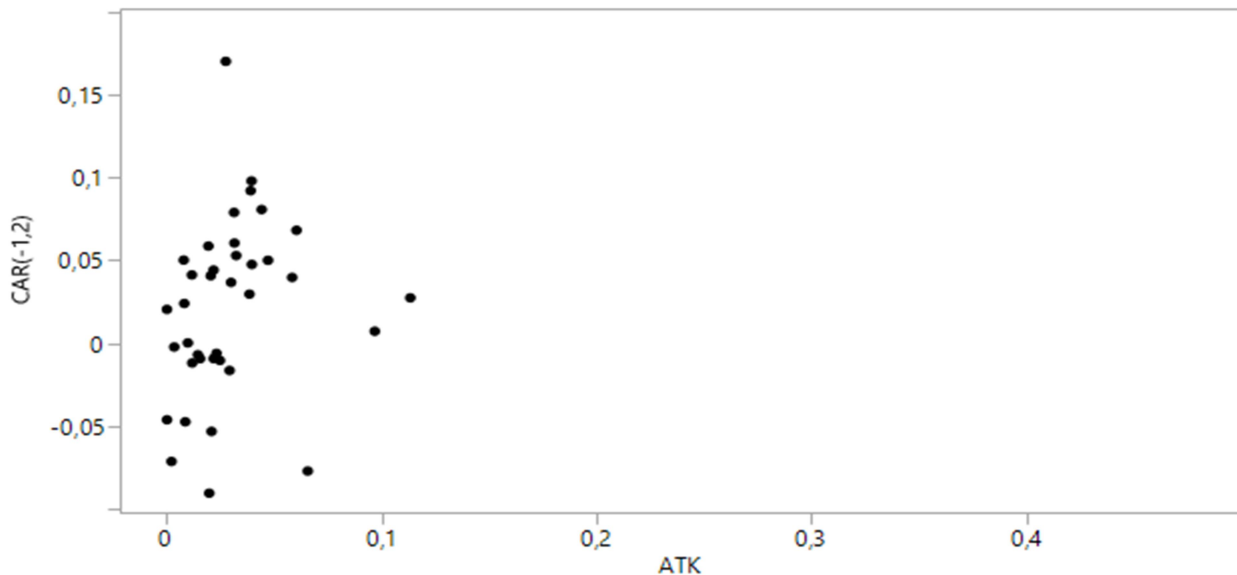
Antal obs.	CAR(-1,2)		ATK		I		U		ln(MV)	
	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median
37	2,07 %	2,75 %	2,94 %	2,31 %	-0,22 %	-0,00 %	0,02 %	0 %	22,72	22,84

Tabel 6: Karakteristika for gruppen første gangs/overraskende annonceringer efter Safe Harbour og den nye Selskabslovgivning.

Det, der kan ses ud fra denne tabel, er at størstedelen af virksomhederne har et højt CAR(-1,2) på 2,07 % eller 1,86 %, alt efter om det er gennemsnittet eller medianen der ses på. Desuden ses det, at den gennemsnitlige ATK er på 2,94 % og med en median på 2,31 %. Dette viser, at de overraskende/første gangs annonceringer af aktietilbagekøb, ikke er så store i forhold til markedsværdien.

7.1.2.1 Sortering af annonceringerne

Inden der laves en reel analyse af disse observationer, laves et scatterplot mellem CAR(-1,2) og ATK for at se om, der er nogen outliers. Det ses af figur 4, at der ikke er nogen observationer, som skiller sig nævneværdigt ud. Derfor sker der ikke nogen ændringer i observationerne, og den efterfølgende analyse, tager udgangspunkt i de 37 observationer.



Figur 4: Scatterplot mellem CAR(-1,2) og ATK

7.1.2.2 Analyse af annonceringseffekten.

Inden analysen, bemærkes det, som tidligere at den gennemsnitlige CAR(-1,2) er på 2,94 %, men dette vides ikke med sikkerhed nu, om det kun skyldes annonceringen af aktietilbagekøb, eller om der er andre faktorer der spiller ind på den observerede kursreaktion. Derfor laves en analyse af om ATK, uforventet indtjening, virksomhedens størrelse og udbetaling af uforventet udbytte har

en effekt på det observerede overnormale afkast. Dette gøres ved hjælp af en regressionsanalyse, som blev beskrevet i et tidligere kapitel, og følgende resultat fås:

CAR(-1,2) regressionsanalyse parameter resultater				
	Estimate	Std error	T Ratio	Prob> t
Intercept	-0,100698	0,145327	-0,69	0,4934
ATK	0,6636042	0,412378	1,61	0,1174
I	0,8700402	0,607315	1,43	0,1617
U	0,2120165	0,168252	1,26	0,2167
ln(MV)	0,0043934	0,00616	0,71	0,4809
Antal observationer		37		
R ²		0,15796		

Tabel 7: Resultaterne af basisregressionen.

Tabellen viser næsten forventeligt, at størrelsen på det annoncerede aktietilbagekøbsbeløb har en positiv indflydelse på kursreaktionen. Annonceringer som samtidig overrasker markedet positivt med uforventet indtjening, oplever en stigning i aktiekursen. Der er dog ingen af parametrene som er signifikante.

Det kan derfor konkluderes at størrelserne på en uforventet indtjening og den samlede størrelse på aktietilbagekøbet i forhold til virksomhedens markedsværdi, har en påvirkning på de observerede kursreaktioner.

7.1.3 Samlet population af Første gangs/overraskende annonceringer

Først vises karakteristikaene ved denne population.

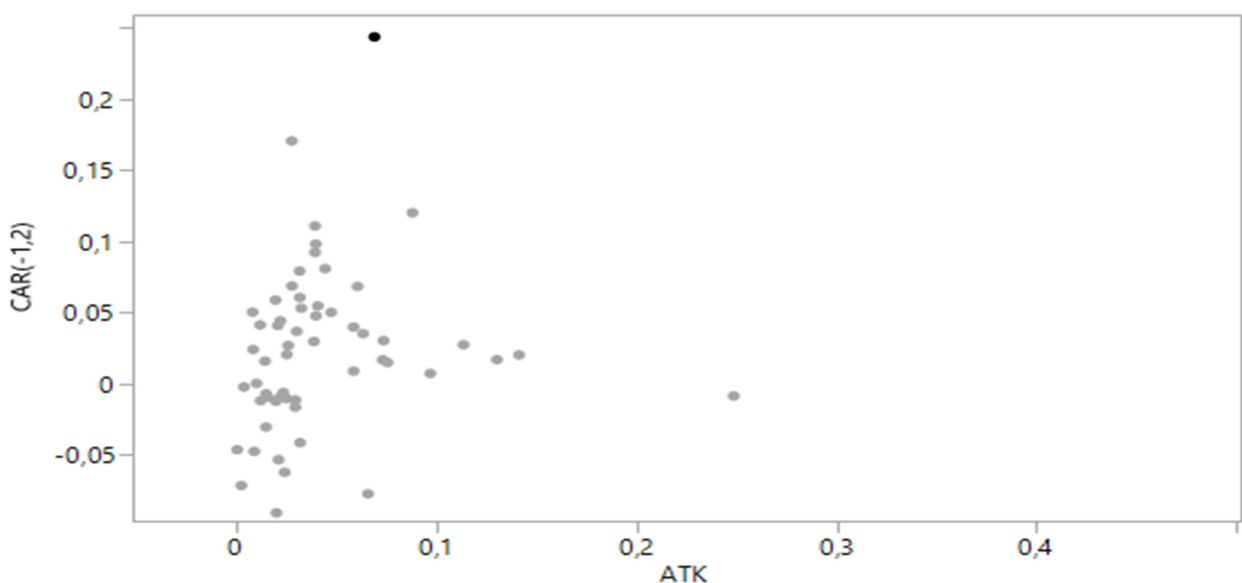
Antal obs.	CAR(-1,2)		ATK		I		U		ln(MV)	
	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median
57	2,42 %	2,05 %	4,20 %	2,91 %	-0,06 %	0 %	1,62 %	0	22,63	22,78

Tabel 8: Karakteristika for hele gruppen af første gangs/overraskende annonceringer.

Det kan ses ud fra denne tabel, at størstedelen af virksomhederne har et højt CAR(-1,2) på 2,42 % eller 2,05 %, alt efter om det er gennemsnittet eller medianen der ses på. Dette er forventeligt i forhold til de to foregående analyser. De foregående to analyser giver tilsammen populationen i denne analyse. Derfor burde karakteristikaene fra de foregående to analyser blive afspejlet i denne. Det ses det, at den gennemsnitlige ATK er på 4,2 % og med en median på 2,91 %. Hvilket fortæller, at der er nogle af virksomhederne imellem observationerne, som har annonceret ret store aktietilbagekøbsprogrammer i forhold til deres markedsværdi.

7.1.3.1 Sortering af annonceringerne

Inden der laves en reel analyse af disse observationer, laves et scatterplot mellem CAR(-1,2) og ATK for at se om, der er nogen outliers. Inden resultatet fra scatterplottet analyseres, skal det nævnes, at der ikke burde observeres nogen outliers, da disse allerede er frasorteret i de foregående to analyser, men for en sikkerheds skyld laves der et scatterplot.



Figur 5: Scatterplot mellem ATK og CAR(-1,2)

Det ses fra scatterplottet, at der er som forventet ikke er nogen observationer, som burde skabe støj i en efterfølgende analyse.

7.1.3.2 Analyse af annonceringseffekten.

Den gennemsnitlige CAR(-1,2) for denne population er på 2,42 %, hvilket stadig er højt, og viser, at der ser ud til at være en positiv reaktion på markedet, ved en første gangs/overraskende annoncering af et aktietilbagekøb. Men dette vides ikke med sikkerhed endnu, før der er blevet lavet en analyse af om ATK, uforventet indtjening, virksomhedens størrelse og udbetaling af uforventet udbytte har en effekt på det observerede overnormale afkast. Dette gøres ved hjælp af en regressionsanalyse, som blev beskrevet i et tidligere kapital:

CAR(-1,2) regressionsanalyse parameter resultater				
	Estimate	Std error	T Ratio	Prob> t
Intercept	0,0655273	0,104665	0,63	0,5342
ATK	0,0338153	0,183858	0,18	0,8548
I	0,7672564	0,32893	2,33	0,0238*
U	0,4952102	0,154388	2,97	0,0045*
ln(MV)	-0,002154	0,004497	-0,48	0,6342
Antal observationer		57		
R ²		0,224766		

Tabel 9: Resultaterne af basisregressionen.

Tabellen viser overraskende, at størrelsen på det annoncerede aktietilbagekøbsbeløb stort set ingen indflydelse har på kursreaktionen, og at den er insignifikant. Det ville ellers have været forventeligt, at det annoncerede aktietilbagekøbsbeløbs størrelse, ville påvirke markedet positivt. Det er til gengæld også interessant at observere, at en for markedet overraskende større virksomhedsindtjening, har fået en signifikant indflydelse på populationen, når den samles. Og det samme gælder for en for markedet overraskende positiv udbytte udbetaling, som også har en signifikant betydning for kursreaktionen.

7.1.4 Opsummering af første gangs/overraskende annonceringer.

Det er interessant at observere, at der faktisk er en forskel i markedets reaktion til annonceringen af et aktietilbagekøbsprogram. Det der er mest interessant ved denne analyse, er at det faktisk er annonceringerne før Safe Harbour og den nye Selskabslov, som havde den største kursreaktion, ved deres annonceringer. Det overraskende ved dette er, at det forventeligt burde være omvendt, da markedet burde have en mere positiv effekt på annonceringerne med Safe Harbour og/eller den nye selskabslov, for der er oplysningspligten større. Med en større oplysningspligt i henhold til aktietilbagekøbsprogrammet, burde markedet have nemmere ved at identificere et aktietilbagekøbsprogram. Det vil også have nemmere ved at identificere om aktietilbagekøbet er til gavn for dets aktionærer.

De fremkomne resultater er dog modsatte dette, hvilket dog kan forklares af den lille population af aktietilbagekøb udenfor Safe Harbour og den nye Selskabslov. Med en lille population, skal der kun en meget stor positiv/eller negativ kursreaktion til, for at ændre resultatet signifikant.

7.2 Forhøjede annonceringer.

Denne gruppe som analyseres på i dette afsnit, er den gruppe, hvor der har været aktietilbagekøb før, og markedet derfor ikke står uforventet til annonceringen af et aktietilbagekøbsprogram. Dog tager denne gruppe udgangspunkt i de annonceringer, hvor der ved annonceringen kommes med et større aktietilbagekøbsprogram end året før. Dette burde give en positiv effekt til markedet, og markedet burde derfor reagere positivt på annonceringen.

7.2.1 Forhøjede annonceringer udenfor Safe Harbour og den nye Selskabslovgivning.

Først vises karakteristikaene ved denne population.

Antal obs.	CAR(-1,2)		ATK		I		U		ln(MV)	
	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median
16	-2,26 %	0,33 %	5,15 %	5,59 %	0,56 %	0,0 %	0,52 %	0,0 %	23,39	23,26

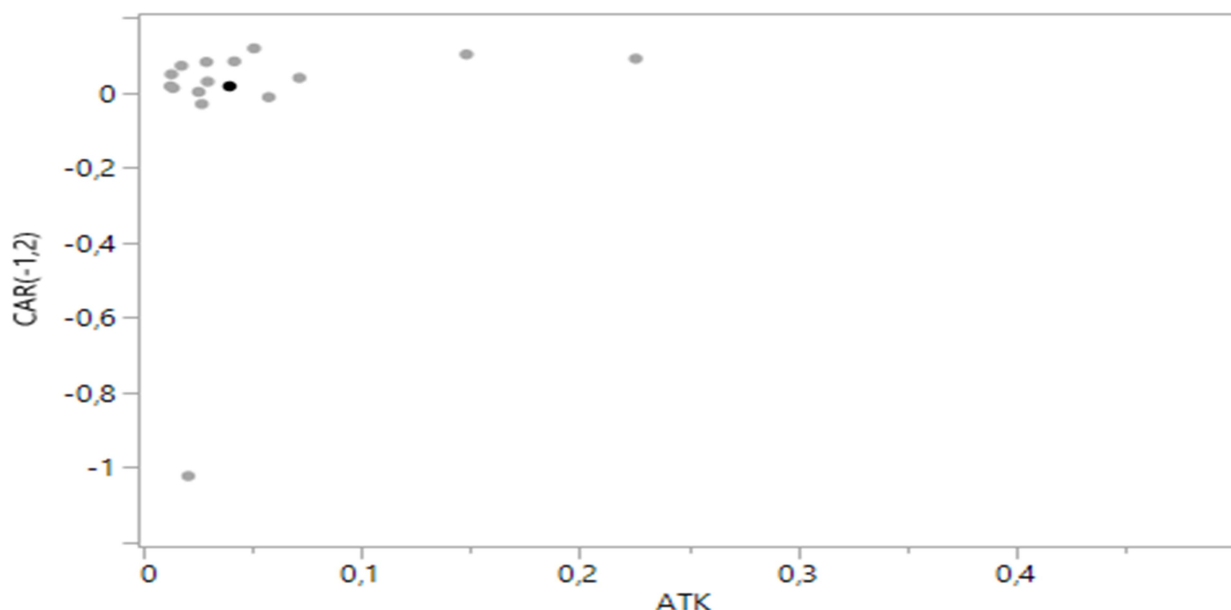
Tabel 10: Karakteristika for gruppen forhøjede annonceringer udenfor Safe Harbour og den nye Selskabslovgivning.

Det kan ses ud fra denne tabel, at den gennemsnitlige CAR(-1,2) er på -2,26 %, men det er ikke alle virksomhederne, der har et negativt CAR(-1,2), da medianen ”kun” er på 0,33 %. Samtidig ses det, at den gennemsnitlige ATK er på 5,15 % og med en median på 5,59 %, hvilket dog ikke er så overraskende, da det er forhøjelser sammenlignet med et forhenværende aktietilbagekøbsprogram. Det som man skal undre sig over, det negative CAR(-1,2) på -2,26 %,

da en forhøjelse i forhold til sidste aktietilbagekøbsprogram, burde medføre en positiv kurspåvirkning fra markedet. En sortering af observationerne og en analyse af observationerne, kan måske komme op med forklaringen på den negative CAR-værdi.

7.2.1.1 Sortering af annonceringerne

Inden der laves en reel analyse af disse observationer, laves et scatterplot mellem $CAR(-1,2)$ og ATK for at se om, der er nogen outliers.



Figur 6: Scatterplot mellem ATK og $CAR(-1,2)$

Det ses fra scatterplottet, at der er to observationer, som kan skabe støj i resultaterne, især når mængden af observationer er små.

Den ene er fra virksomheden Alm Brand A/S, som bliver sorteret fra, da den kan have/har en markant indflydelse på annonceringseffekten.

Den anden er fra Højgaard Holding A/S, som samtidig med annonceringen af aktietilbagekøbet, fortæller om salget af dets ejendomsaktiver. Dette salg gør, at virksomheden vælger at lave aktietilbagekøb. Denne begivenhed ved siden af aktietilbagekøbet er så stor, at annonceringen bliver ekskluderet fra populationen. Efter ekskluderingen af disse to annonceringer, er denne population nede på 14 observationer.

7.2.1.2 Analyse af annonceringseffekten.

Efter fjernelsen af de to observationer bliver den gennemsnitlige CAR(-1,2) for denne population til 4,08 %, hvilket er højt, i forhold til de karakteristika, der først blev observeret. Grunden til at det stiger så voldsomt, er frasorteringen af Alm. Brand, som havde en stor påvirkning på observationerne.

Ud fra den nye CAR(-1,2) på 4,08 %, er der alligevel en positiv reaktion fra markedet, ved en forhøjelse af størrelsen på aktietilbagekøbet. Dette vides ikke med sikkerhed endnu, før der er blevet lavet en analyse af om ATK, uforventet indtjening, virksomhedens størrelse og udbetaling af udbytte har en effekt på det observerede overnormale afkast. Dette gøres ved hjælp af en regressionsanalyse. Følgende resultater fås fra analysen:

CAR(-1,2) regressionsanalyse parameter resultater				
	Estimate	Std error	T Ratio	Prob> t
Intercept	0,563766	0,326192	1,73	0,1180
ATK	0,8806812	0,337311	2,61	0,0282*
I	-1,073183	0,451877	-2,37	0,0416*
U	2,830125	1,847178	1,53	0,1599*
ln(MV)	-0,024078	0,014365	-1,68	0,1280
Antal observationer		14		
R ²		0,533951		

Tabel 11: Resultaterne af basisregressionen.

Tabellen viser overraskende, at alle parametrene, på nær markedsværdien af virksomheden er signifikant. Det vil sige de alle har en indflydelse på den meget store positive CAR(-1,2).

Størrelsen på det annoncerede aktietilbagekøbsbeløb har en positiv indflydelse på kursreaktionen, hvilket ikke er overraskende.

Det kan derudover observeres, at en forhøjelse af indtjeningen i forhold til det forventede har en negativ effekt på kursreaktion. Logisk set burde dette være omvendt, men pga. det lille antal af observationer, kan en enkelt observation, have en relativ stor indflydelse på parameterestimaterne.

7.2.2 Forhøjede annonceringer efter Safe Harbour og den nye Selskabslovgivning.

Først vises karakteristikaene ved denne population.

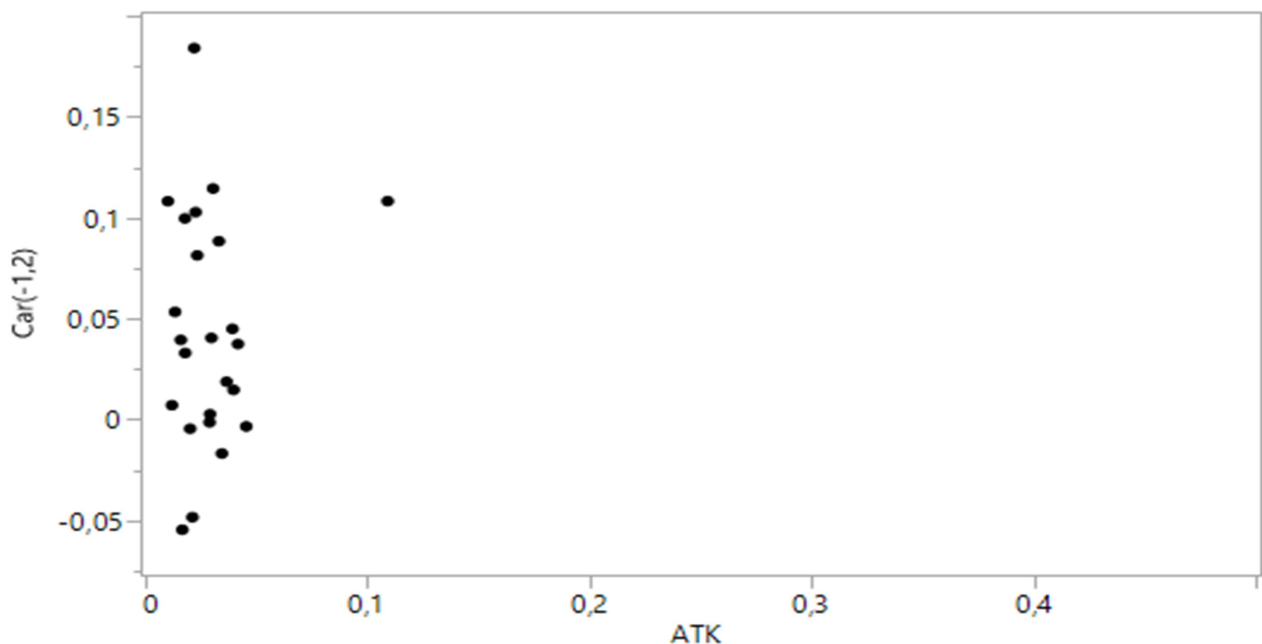
Antal obs.	CAR(-1,2)		ATK		I		U		ln(MV)	
	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median
24	4,38 %	3,85 %	2,96 %	2,61 %	-0,52 %	-0,00 %	0,74 %	0 %	22,76	23,07

Tabel 12: Karakteristika for gruppen forhøjede annonceringer efter Safe Harbour og den nye Selskabslovgivning.

Det der kan ses ud fra denne tabel, er at størstedelen af virksomhederne har et højt CAR(-1,2) på 4,38 % eller 3,85 %, alt efter om det er gennemsnittet eller medianen der ses på. Desuden ses det, at den gennemsnitlige ATK er på 2,96 % og med en median på 2,61 %. Dette viser, at de overraskende/første gangs annonceringer af aktietilbagekøb, ikke er så store i forhold til markedsværdien.

7.2.2.1 Sortering af annonceringerne

Inden der laves en reel analyse af disse observationer, laves et scatterplot mellem CAR(-1,2) og ATK for at se om, der er nogen outliers. Det ses af figur 7, at der ikke er nogen observationer, som skiller sig nævneværdigt ud. Derfor sker der ikke nogen ændringer i observationerne, og den efterfølgende analyse, tager udgangspunkt i de 24 observationer.



Figur 7: Scatterplot mellem CAR(-1,2) og ATK

7.2.2.2 Analyse af annonceringseffekten.

Inden analysen, bemærkes det, som tidligere at den gennemsnitlige CAR(-1,2) er på 4,38 %, men dette vides ikke med sikkerhed nu, om det kun skyldes annonceringen af aktietilbagekøb, eller om der er andre faktorer der spiller ind på den observerede kursreaktion. Derfor laves en analyse af om ATK, den uforventede indtjening, virksomhedens størrelse og udbetaling af uforventet udbytte har en effekt på det observerede overnormale afkast.

Dette gøres ved hjælp af en regressionsanalyse, og følgende resultater fås::

CAR(-1,2) regressionsanalyse parameter resultater				
	Estimate	Std error	T Ratio	Prob> t
Intercept	-0,093954	0,178424	-0,53	0,6046
ATK	0,2770969	0,67841	0,41	0,6875<
I	0,2601592	0,448192	0,58	0,5684
U	0,1181683	0,588005	0,2	0,8429
ln(MV)	0,0057138	0,008001	0,71	0,4838
Antal observationer		24		
R ²		0,057786		

Tabel 13: Resultaterne af basisregressionen.

Tabellen viser næsten forventeligt, at ingen af parametrene er signifikante.

Størrelsen på det annoncerede aktietilbagekøbsbeløb har en positiv indflydelse på kursreaktionen. Ligeledes har annonceringer, som samtidig overrasker markedet positivt med en forventet indtjening en positiv effekt på kursen.

Et uforventet udbytte udbetaling påvirker også kursreaktionen positivt.

7.2.3 Samlet population af forhøjede annonceringer

Først vises karakteristikaene ved denne population.

Antal obs.	CAR(-1,2)		ATK		I		U		ln(MV)	
	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median
38	4,27 %	3,81 %	3,39 %	2,89 %	-0,11 %	0 %	1,83 %	0	23,09	23,20

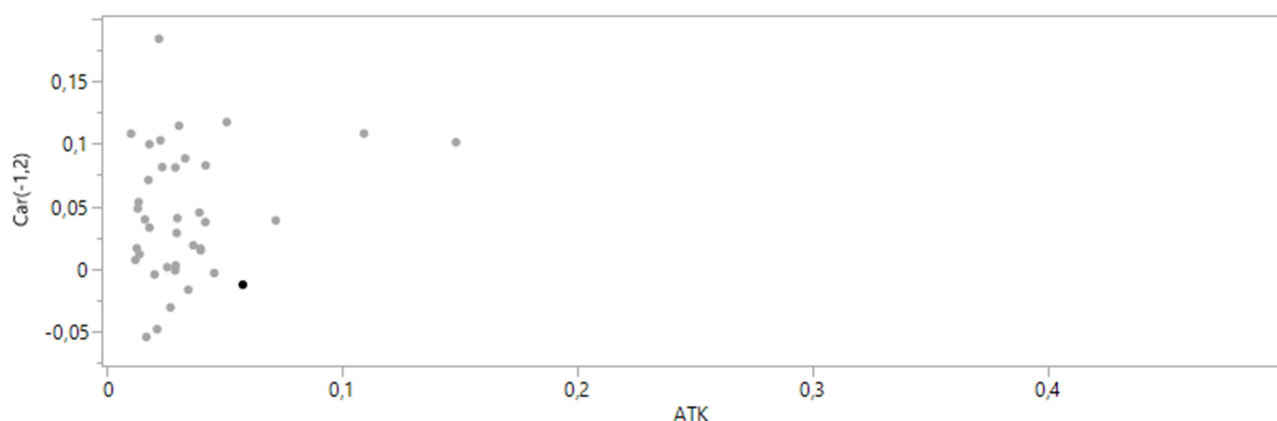
Tabel 14: Karakteristika for hele gruppen af forhøjede annonceringer

Det, som kan observeres ud fra denne tabel, er, at størstedelen af virksomhederne har et højt $CAR(-1,2)$ på 4,27 % eller 3,81 %, alt efter om det er gennemsnittet eller medianen der ses på. Dette er forventeligt i forhold til, at der i de to foregående afsnit er blevet analyseret på forskellige dele af denne population, og da delene nu er samlet til denne population.

Karakteristikaene fra de to foregående analyser burde blive afspejlet i denne. Det ses, at den gennemsnitlige ATK er på 3,39 % og med en median på 2,89 %. Hvilket fortæller, at de fleste af virksomhederne annoncerer en nogenlunde samme størrelsesorden forhøjelser.

7.2.3.1 Sortering af annonceringerne

Inden der laves en reel analyse af disse observationer, laves et scatterplot mellem $CAR(-1,2)$ og ATK for at se om, der er nogen outliers. Inden resultatet fra scatterplottet analyseres, skal det nævnes, at der ikke burde observeres nogen outliers, da disse allerede er frasorteret i de foregående to analyser, men for en sikkerheds skyld laves der et scatterplot.



Figur 8: Scatterplot mellem ATK og $CAR(-1,2)$

Det ses fra scatterplottet, at der er som forventet ikke er nogen observationer, som vil komme til at skabe støj i den efterfølgende analyse.

7.2.3.2 Analyse af annonceringseffekten.

Den gennemsnitlige $CAR(-1,2)$ for denne population er på 4,27 %, hvilket er højt. Det viser, at der virker til at være en positiv reaktion på markedet, ved en forhøjelse af et aktietilbagekøbsprogram. Men dette vides ikke med sikkerhed endnu, før der er blevet lavet en analyse af, om ATK, den uforventede indtjening, virksomhedens størrelse og udbetaling af

uforventet udbytte, har en effekt på det observerede overnormale afkast. Dette gøres ved hjælp af en regressionsanalyse og følgende resultater fås fra analysen:

CAR(-1,2) regressionsanalyse parameter resultater				
	Estimate	Std error	T Ratio	Prob> t
Intercept	-0,030838	0,132099	-0,23	0,8169
ATK	0,4181955	0,346393	1,22	0,2323
I	-0,077565	0,328125	-0,24	0,8146
U	0,1217993	0,494585	0,25	0,8070
ln(MV)	0,0025306	0,005805	0,44	0,6657
Antal observationer		38		
R ²		0,0057626		

Tabel 15: Resultaterne af basisregressionen.

Tabellen viser at ingen af parametrene er signifikante. Til gengæld viser det sig overraskende, at størrelsen på det annoncerede aktietilbagekøbsbeløb har en ret stor indflydelse på kursreaktionen. Det er også interessant at observere, at en for markedet overraskende større virksomhedsindtjening, har negativ indflydelse på populationen, når den samles. Dette kommer fra de observationer, som hører til annonceringerne udenfor Safe Harbour og den nye selskabslovgivning. En for markedet overraskende positiv udbytte udbetaling, har stadig betydning for kursreaktionen.

7.2.4 Opsummering af forhøjede annonceringer.

Det interessante som er observeret ved forhøjede annonceringer, er den meget store effekt en annoncering har på kursreaktionen. Ifølge teorien, burde kursreaktionen ikke være højere end første gangs annonceringer. Men de overnormale afkast som observeres er højere.

Derudover er der ikke observeret, nogen betydelig forskel om observationerne er indenfor eller udenfor Safe Harbour og den nye Selskabslov. Det overnormale afkast, er nemlig stort set ens, alt efter om aktietilbagekøbene er inden for eller uden for Safe Harbour og den nye Selskabslov. Markedet virker til at være ligeglad med dette, og virker til bare at reagere på, om det er en forhøjelse der sker.

7.3 Konstante annonceringer.

Denne gruppe som analyseres på i dette afsnit, er den gruppe, hvor det for virksomheden ikke er første gang, der annonceres et aktietilbagekøb, men det er x'te gang. Markedet er derfor ikke overrasket over, at der bliver annonceret et aktietilbagekøb.

Observationerne her er annonceringer af aktietilbagekøb, som er på niveau med det forrige annoncerede aktietilbagekøb. Dette samme niveau ved annoncering, burde markedet derfor ikke som sådan ikke reagere på, da det ikke har nogen større værdi end det forrige aktietilbagekøb. Der bør derfor ikke observeres nogen kursreaktioner, og $CAR(-1,2)$ burde derfor ligge tæt på 0.

7.3.1 Konstante annonceringer udenfor Safe Harbour og den nye Selskabslovgivning.

Først vises karakteristikaene ved denne population.

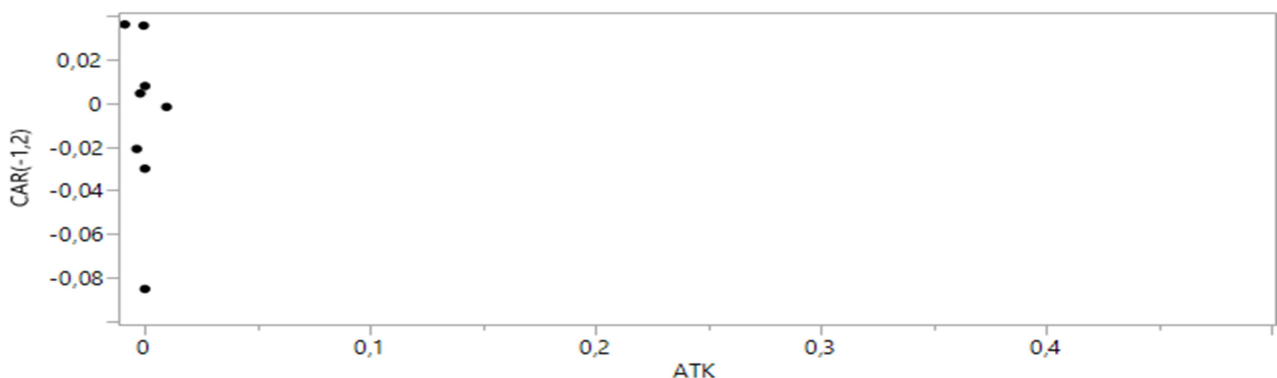
Antal obs.	CAR(-1,2)		ATK		I		U		ln(MV)	
	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median
8	-0,68 %	0,13 %	-0,07 %	-0,03 %	0,18 %	0,36 %	-0,27	0,0 %	23,58	23,63

Tabel 16: Karakteristika for gruppen konstante annonceringer udenfor Safe Harbour og den nye Selskabslovgivning.

Det observeres ud fra tabellen, at den gennemsnitlige $CAR(-1,2)$ er på -0,68 %, men det er ikke alle virksomhederne, der har et negativt $CAR(-1,2)$, da medianen ”kun” er på 0,13 %. Disse $CAR(-1,2)$ er meget tæt på 0, hvilket passer meget godt i overensstemmelse med de forventninger markedet burde have til annonceringerne. Samtidig ses det, at den gennemsnitlige ATK er på -0,03 % hvilket også er tæt på 0 % og forventeligt.

7.3.1.1 Sortering af annonceringerne

Inden der laves en reel analyse af disse observationer, laves et scatterplot mellem $CAR(-1,2)$ og ATK for at se om, der er nogen outliers.



Figur 8: Scatterplot mellem ATK og CAR(-1,2)

Det ses fra scatterplottet, at der ingen outliers er, og analysen, kan derfor finde sted uden at skulle korrigere for nogle observationer.

7.3.1.2 Analyse af annonceringseffekten.

En analyse burde komme frem til, at med konstante størrelser tilbagekøbsprogrammer, burde der ikke kunne observeres et anormalt afkast. Der laves en regressionsanalyse for at se om der er andre begivenheder som kan medføre en reaktion fra markedet. Følgende resultater fås fra analysen:

CAR(-1,2) regressionsanalyse parameter resultater				
	Estimate	Std error	T Ratio	Prob> t
Intercept	-0,27933	1,945415	-0,14	0,8949
ATK	-5,945049	17,87979	-0,33	0,7616
I	-1,246699	4,884255	-0,26	0,8150
U	0,6434709	0,943348	0,68	0,5441
ln(MV)	0,0115438	0,082298	0,14	0,8973
Antal observationer		8		
R ^{^2}		0,18205		

Tabel 17: Resultaterne af basisregressionen.

Tabellen viser, at ingen af parametrene er signifikante. Det ses, dog at størrelsen på det annoncerede aktietilbagekøbsbeløb har en signifikant negativ indflydelse på kursreaktionen. Dette er ikke så overraskende, da en uændret størrelse på aktietilbagekøbsprogrammet, kan afføde negative reaktioner fra markedet. Til gengæld er det overraskende, at den uforventede indtjening ikke medfører en positiv kursreaktion, da markedet burde se en uforventet indtjening, som om at virksomheden har gjort det ekstra godt, og det burde markedet reagere positivt på.

Det skal dog bemærkes, at der kun er 8 observationer i denne population, og når der er så få observationer, kan en enkelt observation, rykke helt rundt på de observerede resultater.

7.3.2 Konstante annonceringer efter Safe Harbour og den nye Selskabslovgivning.

Først vises karakteristikaene ved denne population.

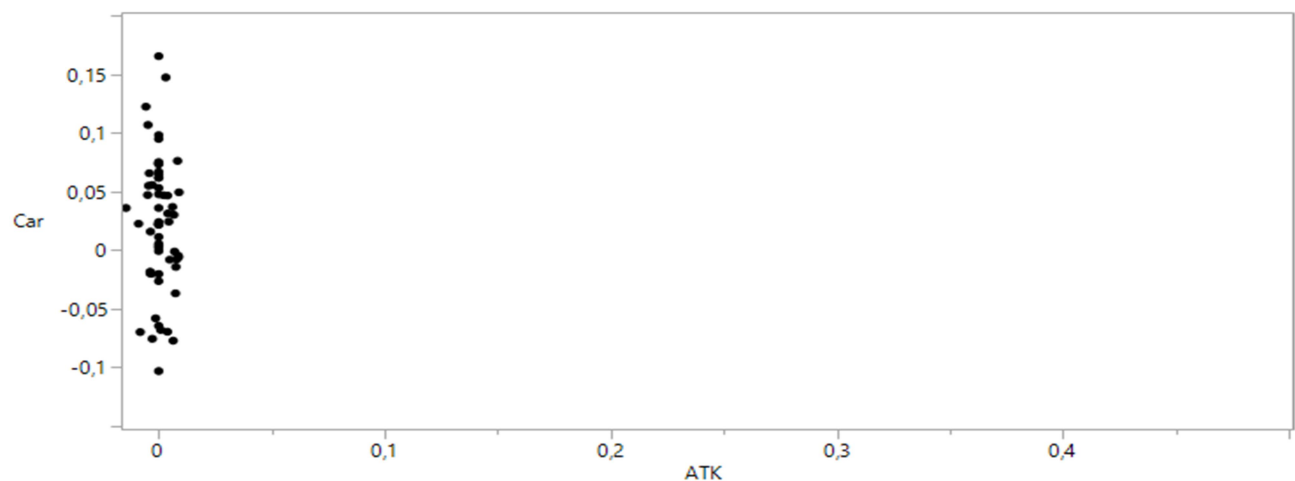
Antal obs.	CAR(-1,2)		ATK		I		U		ln(MV)	
	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median
60	2,21 %	2,31 %	0,06 %	0	-0,07 %	0	0,04 %	0 %	24,06	23,93

Tabel 18: Karakteristika for gruppen konstante annonceringer efter Safe Harbour og den nye Selskabslovgivning.

Det kan ses ud fra denne tabel, at størstedelen af virksomhederne har et CAR(-1,2) på 2,21 % eller 2,31 %, alt efter om det er gennemsnittet eller medianen der ses på. Dette er uventet, da et uændret aktietilbagekøbsprogram, ikke burde medføre en kursreaktion fra markedet.

7.3.2.1 Sortering af annonceringerne

Inden der laves en reel analyse af disse observationer, laves et scatterplot mellem CAR(-1,2) og ATK for at se om, der er nogen outliers. Det ses af figur 9, at der ikke er nogen observationer, som skiller sig nævneværdigt ud. Derfor sker der ikke nogen ændringer i observationerne, og den efterfølgende analyse, tager udgangspunkt i de 60 observationer.



Figur 9: Scatterplot mellem CAR(-1,2) og ATK

7.3.2.2 Analyse af annonceringseffekten.

Der laves nu en analyse vedrørende ATK, den uforventede indtjening, virksomhedens størrelse og udbetaling af uforventet udbytte for at se om disse parametre har en indflydelse på det observerede afkast. Dette gøres ved hjælp af en regressionsanalyse og følgende resultater fås fra analysen:

CAR(-1,2) regressionsanalyse parameter resultater				
	Estimate	Std error	T Ratio	Prob> t
Intercept	0,0778607	0,140855	0,55	0,5827
ATK	-1,008654	1,627869	-0,62	0,5381
I	-0,776853	1,355522	-0,57	0,5689
U	-0,152683	0,269033	-0,57	0,5727
ln(MV)	-0,002312	0,00582	-0,4	0,6944
Antal observationer		60		
R ²		0,022572		

Tabel 19: Resultaterne af basisregressionen.

Tabellen viser, at ingen af parametrene er signifikante. Til gengæld er alle parametrene negative, og de har ifølge analysen en negativ indvirkning på kursreaktionen. Dette er ret overraskende, da den gennemsnitlige CAR(-1,2) er på 2,21 %. Den burde som sagt være omkring de 0 %. Markedet bør slet ikke reagere på en annoncering af et aktietilbagekøb, som er på samme niveau som et tidligere aktietilbagekøb. Det er uforstående, at markedet alligevel reagerer så positivt på aktietilbagekøbene, og det er endnu mere uforstående, at ingen af parametrene bidrager positivt til kursreaktionen.

Det er en ret stor gruppe af observationer, så enkelte observationer har ikke den store indflydelse på resultatet.

7.3.3 Samlet population af konstante annonceringer

Først vises karakteristikaene ved denne population.

Antal obs.	CAR(-1,2)		ATK		I		U		ln(MV)	
	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median
68	1,87 %	2,21 %	-0,04 %	0	-0,04 %	0 %	0	0	24,00	23,90

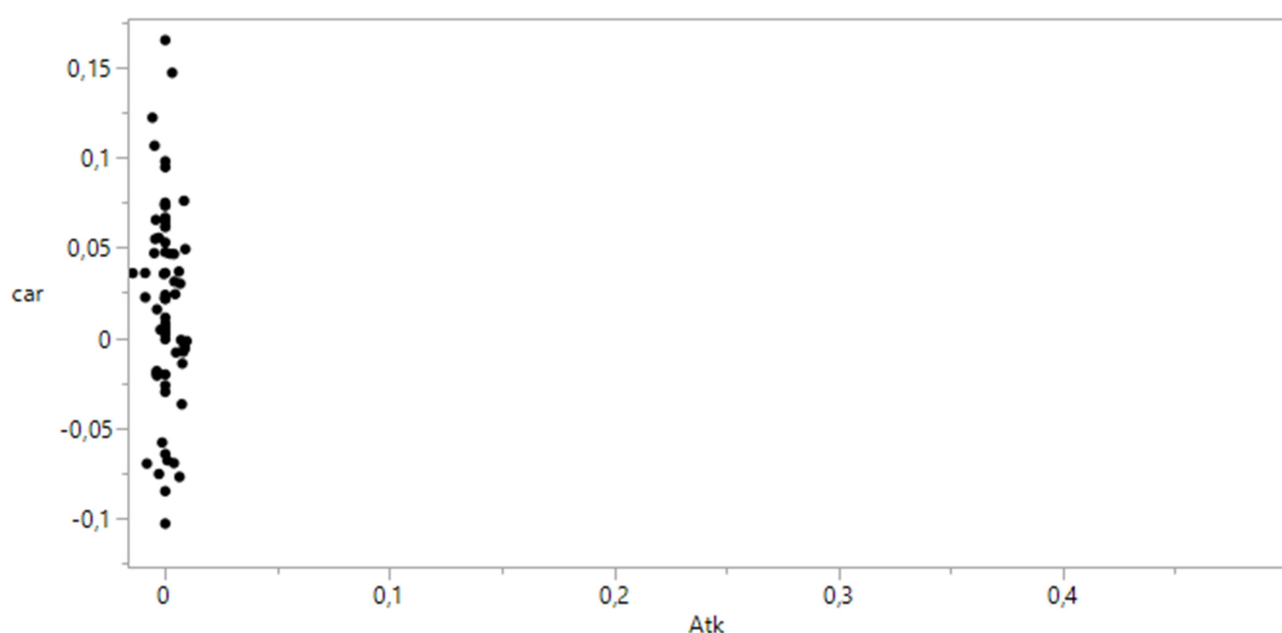
Tabel 20: Karakteristika for hele gruppen af konstante annonceringer

Det kan ses ud fra denne tabel, at størstedelen af virksomhederne har et CAR(-1,2) på 1,87 % eller 2,21 %, alt efter om det er gennemsnittet eller medianen der ses på. Dette er forventeligt i forholdt til, at der i de to foregående afsnit er blevet analyseret på forskellige dele af denne population, og

da delene nu er samlet til denne population, burde karakteristikaene fra de foregående to analyser blive afspejlet i denne.

7.3.3.1 Sortering af annonceringerne

Inden der laves en reel analyse af disse observationer, laves et scatterplot mellem $CAR(-1,2)$ og ATK for at se om, der er nogen outliers. Inden resultatet fra scatterplottet analyseres, skal det nævnes, at der ikke burde observeres nogen outliers, da disse allerede er frasorteret i de foregående to analyser, men for en sikkerheds skyld laves der et scatterplot.



Figur 10: Scatterplot mellem ATK og $CAR(-1,2)$

Det ses fra scatterplottet, at der er som forventet ikke er nogen observationer, som burde skabe støj i den efterfølgende analyse.

7.3.3.2 Analyse af annonceringseffekten.

Ved hjælp af en regressionsanalyse, som blev beskrevet i et tidligere kapitel fås følgende resultater:

CAR(-1,2) regressionsanalyse parameter resultater				
	Estimate	Std error	T Ratio	Prob> t
Intercept	0,0553711	0,134434	0,41	0,6818
ATK	-1,018392	1,509616	-0,67	0,5024
I	-0,655517	1,089462	-0,60	0,5495
U	-0,086571	0,250401	-0,35	0,7307
ln(MV)	-0,001519	0,005599	-0,27	0,7871
Antal observationer		68		
R ²		0,016473		

Tabel 21: Resultaterne af basisregressionen.

Tabellen viser ligesom i afsnittet tidligere, at parametrene har en negativ indvirkning på kursreaktionen til markedet. Hvilket stadigvæk er højst overraskende

7.3.4 Opsummering af forhøjede annonceringer.

Det er interessant at observere, at der er en forskel på markedets reaktion til annonceringen af en konstant af aktietilbagekøbsprogram, alt efter hvilket om det er udenfor eller indenfor Safe Harbour og den nye Selskabslov. Når det er udenfor, har markedet reageret som forventede – hvilket er en reaktion tæt på ingenting, men indenfor Safe Harbour og den nye Selskabslov, er der en positiv reaktion på aktietilbagekøbene. Denne positive reaktion er ikke til at forklare, da alle parametrene ifølge analysen påvirker kursreaktionen negativt. Så den positive kursreaktion burde komme fra at der annonceres aktietilbagekøb. Hvilket så vil betyde, at når det er et uforandret aktietilbagekøb, så har markedet alligevel en positiv reaktion til det, selv om det logisk set ikke burde fungere sådan.

7.4 Reducerede annonceringer.

Denne gruppe som analyseres på i dette afsnit, er den gruppe, hvor der har været aktietilbagekøb før, og markedet derfor ikke står uforventet til annonceringen af et aktietilbagekøbsprogram. Denne gruppe tager udgangspunkt i de annonceringer, hvor der ved annonceringen kommes med

en reduktion af aktietilbagekøbsprogrammet i forhold til det som var der året før. Dette burde ikke afsted komme en reaktion fra markedet.

Da der ikke er flere reducerede annonceringer end 18 stk., bliver dette afsnit ikke opdelt i de 3 afsnit, som de forhenværende, men til gengæld kun i et som danner et overblik over hvordan de samlede antal reducerede annonceringer bliver modtaget af markedet.

7.4.1 Samlet population af reducerede annonceringer.

Først vises karakteristikaene ved denne population.

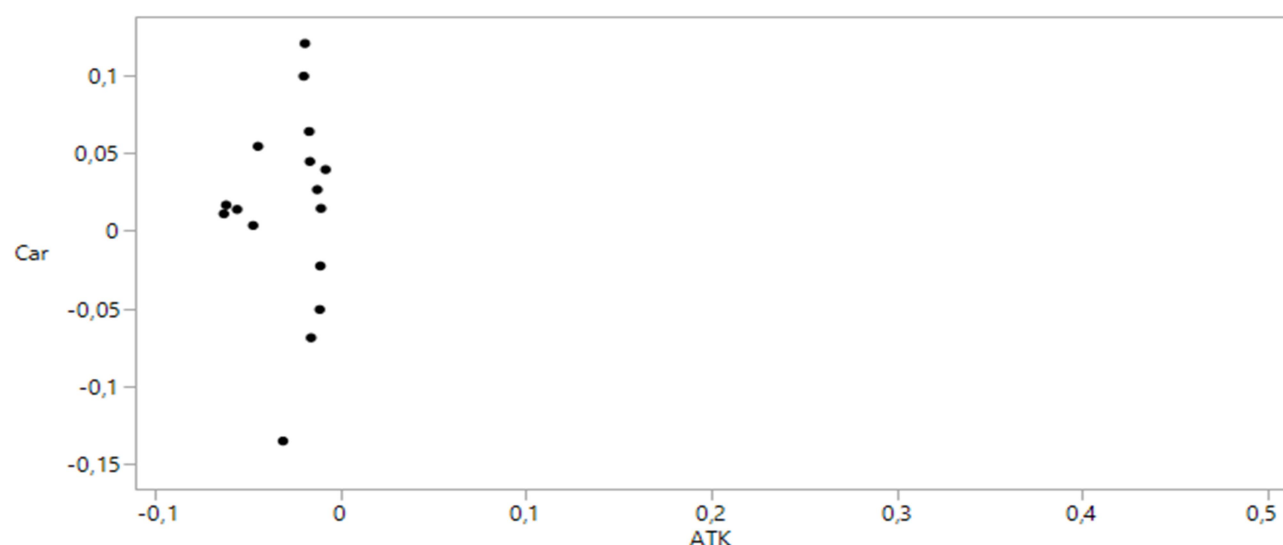
Antal obs.	CAR(-1,2)		ATK		I		U		ln(MV)	
	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median
18	1,65 %	1,56 %	--3,72 %	-1,93 %	0,41 %	0	7,48%	0	22,60	23,03

Tabel 22: Karakteristika for gruppen reducerede annonceringer.

Det, der kan ses ud fra denne tabel, er at den gennemsnitlige CAR(-1,2) er på 1,65 % eller 1,56 %, alt efter om det er den gennemsnitlige værdi eller medianen, der ses på. Det overraskende ved denne CAR(-1,2) op 1,65 %, er at den enten burde være 0 eller negativ. Grunden til dette, er at der sker en reduktion af aktietilbagekøbets størrelse i forhold til, det der blev annonceret året før. Dette burde markedet reagere negativt på, da det får mindre ud end sidste års annonceringen.

7.4.1.1 Sortering af annonceringerne

Inden der laves en reel analyse af disse observationer, laves et scatterplot mellem CAR(-1,2) og ATK for at se om, der er nogen outliers.



Figur 11: Scatterplot mellem ATK og CAR(-1,2)

Det ses fra scatterplottet, at der ingen outliers er, og analysen, kan derfor finde sted uden at skulle korrigere for nogle observationer.

7.4.1.2 Analyse af annonceringseffekten.

En analyse burde komme frem til, at reducerede tilbagekøbsprogrammer, burde medføre at markedet reagerer negativt, og derfor burde det afføde et negativt CAR. Der laves en regressionsanalyse for at se, om der er andre begivenheder, som kan medføre en reaktion fra markedet. Følgende resultater fås fra analysen:

CAR(-1,2) regressionsanalyse parameter resultater				
	Estimate	Std error	T Ratio	Prob> t
Intercept	0,271537	0,2026	1,34	0,2031
ATK	-0,233959	0,631229	-0,37	0,7169
I	1,1946074	1,116606	1,07	0,3041
U	-0,028712	0,061586	-0,47	0,6488
ln(MV)	-0,011792	0,09184	-1,28	0,2216
Antal observationer	18			
R ²	0,280698			

Tabel 23: Resultaterne af basisregressionen.

Tabellen viser, at ingen af parametrene har en signifikant betydning. Det interessante ved de observerede parametre, er de negative størrelser, men de kan være negative pga. at der er få observationer. Den uforventede indtjening påvirker kursreaktionen positivt, hvilket den forventeligt også skulle, så noget af den positive CAR(-1,2) på 1,65 %, kan forklares ud fra denne parameter.

7.5 Alle annonceringer.

Denne gruppe som analyseres på i dette afsnit, er hele populationen. Først dannes, et overblik over alle de annonceringer som er udenfor Safe Harbour, og dernæst dannes et overblik over annonceringer indenfor Safe Harbour og/eller den nye Selskabslov. Afsnittet slutes af med en samlet analyse af populationen.

7.5.1 Alle annonceringer udenfor Safe Harbour og den nye Selskabslovgivning.

Først vises karakteristikaene ved denne population.

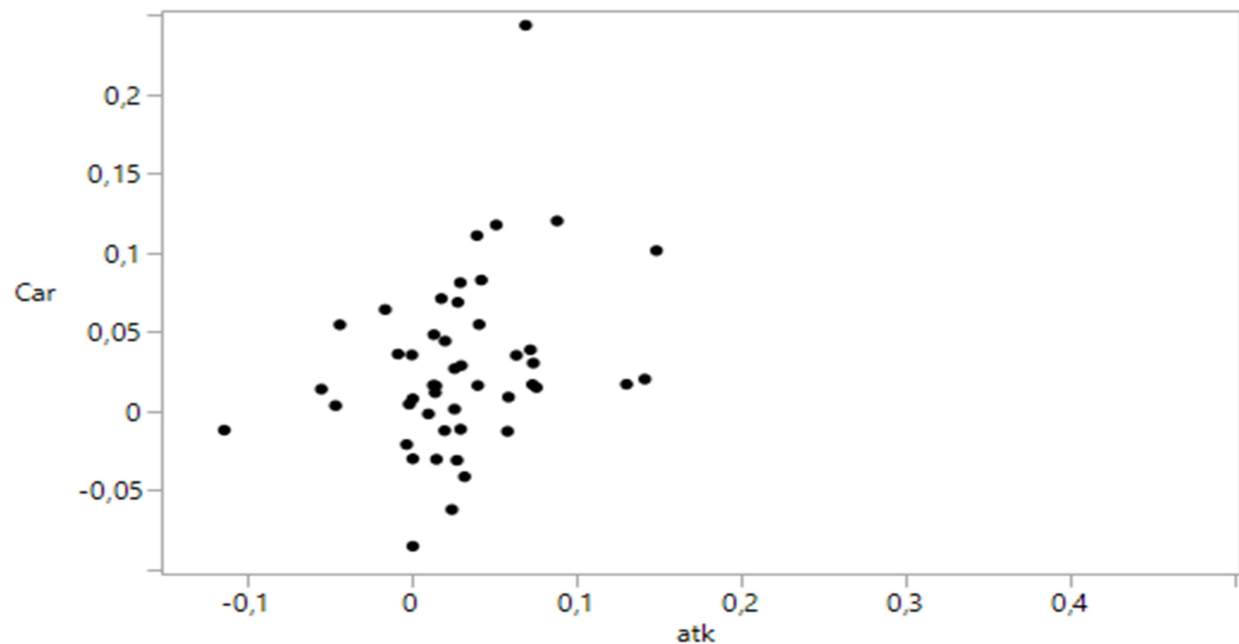
Antal obs.	CAR(-1,2)		ATK		I		U		ln(MV)	
	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median
47	2,79 %	1,68 %	2,87 %	2,55 %	0,46 %	0 %	3,47 %	0,0 %	23,07	23,15

Tabel 24: Karakteristika for gruppen konstante annonceringer udenfor Safe Harbour og den nye Selskabslovgivning.

Det der kan ses i ud fra denne tabel, er at den gennemsnitlige CAR(-1,2) er på 2,79 %, men det er ikke alle virksomhederne, der har så høj en kursreaktion. Det ses ved, at medianen er på 1,68 %. Denne $CAR(-1,2) = 2,79 \%$, giver et overblik over, at reaktionerne ved et aktietilbagekøb udenfor Safe Harbour og den nye Selskabslov giver en positiv kursreaktion fra markedet. Det observeres også, at de annoncerede størrelser på aktietilbagekøbene i forhold til virksomhedens markedsværdi er ligge på at være omkring 2,87 % af markedsværdien.

7.5.1.1 Sortering af annonceringerne

Inden der laves en analyse af disse observationer, laves et scatterplot mellem CAR(-1,2) og ATK for at se om, der er nogen outliers. Der burde ikke observeres nogen outliers, da disse allerede er frasorteret i de foregående analyser, men for en sikkerheds skyld laves der et scatterplot.



Figur 12: Scatterplot mellem ATK og CAR(-1,2)

Det ses fra scatterplottet, at der ingen outliers er, og analysen, kan derfor finde sted uden at skulle korrigere for nogle observationer.

7.5.1.2 Analyse af annonceringseffekten.

Der laves en regressionsanalyse for at se om der er andre begivenheder som kan medføre en reaktion fra markedet. Følgende resultater fås fra analysen:

CAR(-1,2) regressionsanalyse parameter resultater				
	Estimate	Std error	T Ratio	Prob> t
Intercept	0,1774836	0,134906	1,32	0,1954
ATK	0,3383335	0,186692	1,81	0,0771
I	0,3263331	0,319642	1,02	0,3131
U	0,016374	0,0494	0,36	0,7197
ln(MV)	-0,006991	0,005748	-1,22	0,2306
Antal observationer		47		
R ²		0,157039		

Tabel 25: Resultaterne af basisregressionen.

Tabellen viser, at koefficienterne er insignifikante. Det kan ses, at der er en positiv sammenhæng mellem det overnormale afkast og parameterestimaterne. Desto større aktietilbagekøbets størrelse er, vil det medføre til en positiv kurs reaktion fra markedet, det samme gælder for indtjeningen.

7.5.2 Alle annonceringer efter Safe Harbour og den nye Selskabslovgivning.

Først vises karakteristikaene ved denne population.

Antal obs.	CAR(-1,2)		ATK		I		U		ln(MV)	
	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median
134	2,47 %	2,54 %	1,09 %	0,65 %	-0,18 %	0	0,68 %	0 %	23,29	23,60

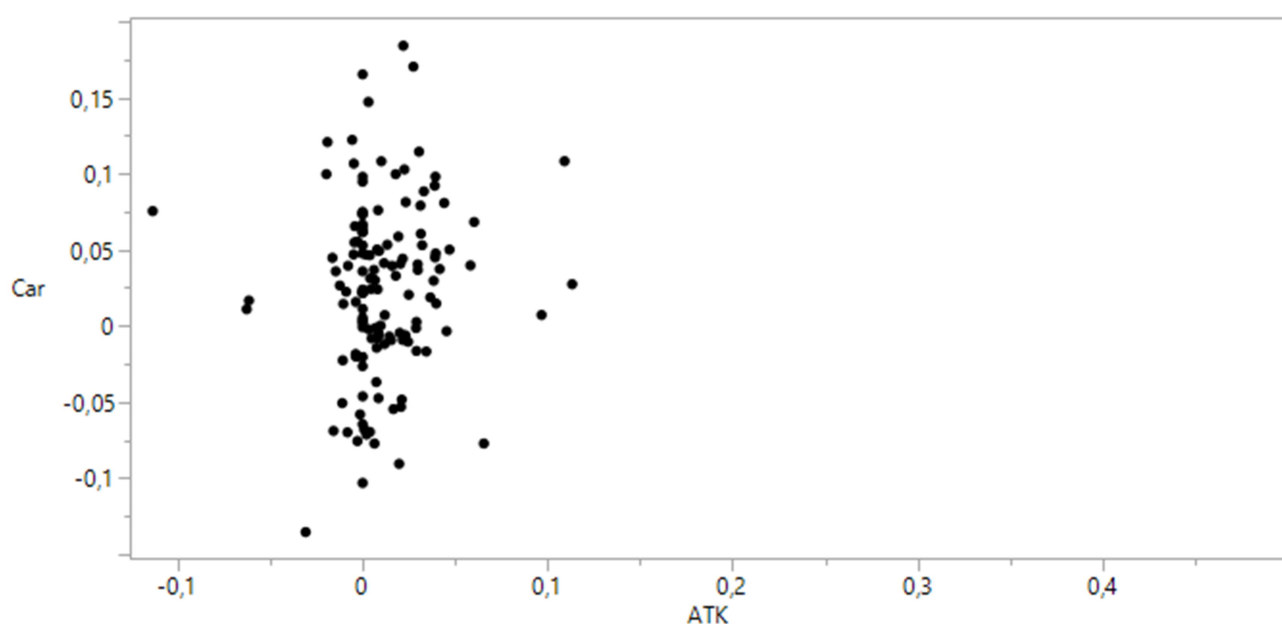
Tabel 26: Karakteristika for gruppen alle annonceringer efter Safe Harbour og den nye Selskabslovgivning.

Det, der kan ses ud fra denne tabel, er at størstedelen af virksomhederne har et CAR(-1,2) på 2,47 % eller 2,54 %, alt efter om det er gennemsnittet eller medianen der ses på. Denne CAR(-1,2) =

2,47 %, giver et overblik over, at reaktionerne ved et aktietilbagekøb indenfor Safe Harbour og den nye Selskabslov giver en positiv kursreaktion fra markedet. Det observeres også, at de annoncerede størrelser på aktietilbagekøbene i forhold til virksomhedens markedsværdi ikke er ret store i forhold til virksomhedernes værdi..

7.5.2.1 Sortering af annonceringerne

Inden der laves en analyse af disse observationer, laves et scatterplot mellem $CAR(-1,2)$ og ATK for at se om, der er nogen outliers. Der burde ikke observeres nogen outliers, da disse allerede er frasorteret i de foregående analyser, men for en sikkerheds skyld. Laves der et scatterplot.



Figur 13: Scatterplot mellem ATK og $CAR(-1,2)$

Det ses fra scatterplottet, at der ingen outliers er, og analysen, kan derfor finde sted uden at skulle korrigere for nogle observationer.

7.5.2.2 Analyse af annonceringseffekten.

I denne del laves en analyse om ATK, den uforventede indtjening, virksomhedens størrelse og udbetaling af udbytte har en effekt på det observerede afkast. Dette gøres ved hjælp af en regressionsanalyse, og følgende resultater fås:

CAR(-1,2) regressionsanalyse parameter resultater				
	Estimate	Std error	T Ratio	Prob> t
Intercept	0,0461816	0,070802	0,65	0,5154
ATK	0,2257015	0,195784	1,15	0,2511
I	0,4278843	0,327741	1,31	0,1940
U	0,111534	0,139613	0,80	0,4258
ln(MV)	-0,001026	0,003016	-0,34	0,7343
Antal observationer		134		
R ²		0,029105		

Tabel 27: Resultaterne af basisregressionen.

Tabellen viser, at koefficienterne er insignifikante. Samtidig kan det, at der er en positiv sammenhæng mellem det overnormale afkast og parameterestimaterne. Desto større aktietilbagekøbs størrelse er, vil det medføre til en positiv kurs reaktion fra markedet, det samme gælder for indtjeningen.

7.5.3 Alle annonceringerne

Først vises Først vises karakteristikaene ved denne population.

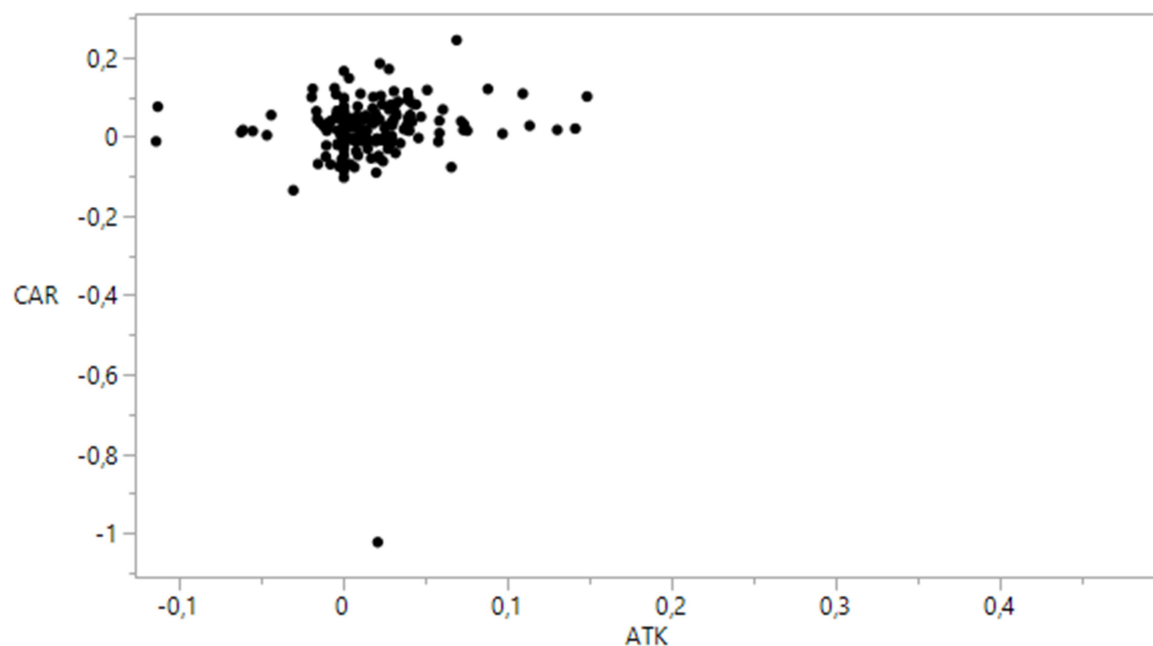
Antal obs.	CAR(-1,2)		ATK		I		U		ln(MV)	
	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median	Gns.	Median
181	1,97 %	2,24 %	1,53 %	0,90 %	-0,02 %	0	1,41 %	0 %	23,24	23,38

Tabel 28: Karakteristika for alle annonceringer

Det, der kan ses ud fra denne tabel, er at størstedelen af virksomhederne har et CAR(-1,2) på 1,97 % %. Denne CAR(-1,2) = 1,97 %, giver et overblik over, at reaktionerne ved et aktietilbagekøb giver en positiv kursreaktion fra markedet. Det observeres også, at de annoncerede størrelser på aktietilbagekøbene i forhold til virksomhedens markedsværdi ikke er ret store i forhold til virksomhedernes værdi.

7.5.3.1 Sortering af annonceringerne

Inden der laves en analyse af disse observationer, laves et scatterplot mellem $CAR(-1,2)$ og ATK for at se om, der er nogen outliers. Der burde ikke observeres nogen outliers, da disse allerede er frasorteret i de foregående analyser, men for en sikkerheds skyld laves der et scatterplot.



Figur 14: Scatterplot mellem ATK og $CAR(-1,2)$

Det ses fra scatterplottet, at der ingen outliers er, og analysen, kan derfor finde sted uden at skulle korrigere for nogle observationer.

7.5.3.2 Analyse af annonceringseffekten.

I denne del laves en analyse om ATK, den uforventede indtjening, virksomhedens størrelse og udbetaling af udbytte har en effekt på det observerede afkast. Dette gøres ved hjælp af en regressionsanalyse, som blev beskrevet i et tidligere kapital følgende resultater fås fra analysen:

CAR(-1,2) regressionsanalyse parameter resultater				
	Estimate	Std error	T Ratio	Prob> t
Intercept	0,0534628	0,106988	0,50	0,6179
ATK	0,26571	0,22481	1,18	0,2388
I	0,237907	0,39591	0,60	0,5487

U	0,0245506	0,072228	0,34	0,7343
ln(MV)	-0,00164	0,004555	-0,36	0,7192
Antal observationer	181			
R ²	0,012017			

Tabel 29: Resultaterne af basisregressionen.

Tabellen viser, at koefficienterne er insignifikante. Samtidig kan det ses, at der er en positiv sammenhæng mellem det overnormale afkast og parameterestimerne. Desto større aktietilbagekøbs størrelse er, vil det medføre til en positiv kurs reaktion fra markedet, det samme gælder for indtjeningen.

7.5.4 Opsummering af alle annonceringer.

Det er interessant at observere, at der for alle annonceringerne gælder, at for de annonceringer som er udenfor Safe Harbour og den nye Selskabslov, stort set har den samme CAR(-2,1), som for dem som er indenfor Safe Harbour og den nye Selskabslov, så ud fra dette har oplysningspligten ved en annoncering af aktietilbagekøb ikke indvirkning på markedets reaktion af annonceringen. Dette er interessant, da man forventeligt burde tro, at desto flere oplysninger, som er tilknyttet en annoncering, desto bedre kan markedet forholde sig til den, og derved reagere tilsvarende. Men ud fra de ovenstående resultater, virker meget indifferente på, hvilke oplysninger, der er med ved en annoncering af et aktietilbagekøb.

8. Konklusion

Denne opgaves problemstilling, var at undersøge de danske virksomheders annonceringseffekter ved aktietilbagekøb, samt at se på om der var en forskel i annonceringseffekten ved annonceringer indenfor Safe Harbour og den nye Selskabslov i forhold til annonceringerne udenfor. Derudover blev der set på hvilke teorier og metoder der var tilknyttet aktietilbagekøb.

Opgaven har lagt stor vægt på netop undersøgelsen, hvordan markedet reagerer på en annoncering af aktietilbagekøb og hvilke signaler der sendes ud til markedet ved aktietilbagekøb. Her viste det sig at den annonceringseffekt, som kan observeres ved udlodninger, langt hen af vejen kan forklares af principal-agent teorien. Teorien kommer frem til, at udlodninger mindsker det frie cash flow, og derigennem mindsker agentomkostningerne. Men der fandtes også en del andre

teorier, som understøtter den observerede annonceringseffekt. En af dem er undervurderingshypotesen, hvor virksomhedens ledelse prøver at sende et signal ud til markedet vha. et aktietilbagekøb for på den måde, at få virksomhedens aktier op på det niveau, som ledelsen ved den er værd.

Det blev i opgave også vist at lovgivningsmæssigt, er der sket nogle ændringer mht. aktietilbagekøb, hvor det før i tiden var sådan at virksomheden skulle have en stående bemyndigelse på 10 % bemyndigelse fra generalforsamlingen, inden virksomheden måtte foretage aktietilbagekøb. I dag gælder der stadigvæk, at virksomheden skal have en bemyndigelse fra generalforsamlingen, men den er ikke begrænset til de 10 % mere. Derudover er der i dag, kommer en del flere lovgivningsmæssige oplysningsforpligtelser i forbindelse med igangsættelsen af et aktietilbagekøbsprogram.

Den førnævnte 10 % bemyndigelse blev næsten givet til alle virksomheder i Danmark. Bemyndigelsen var så udbredt, da den ikke var en annoncering, og virksomheden var på ingen måde forpligtet til at gøre brug af bemyndigelsen. Virksomhederne havde før i tiden heller ikke samme oplysningspligt som i dag, hvilket har gjort at mange virksomheder før i tiden slet ikke annoncerede et decideret aktietilbagekøbsprogram, men kun kom med oplysninger, om når det havde erhvervet nogen af sine egne aktier. I dag gælder der, at virksomheden er forpligtet til at oplyse om aktietilbagekøbets størrelse og formål, hvis den vælger at følge Safe Harbour forordningen. Ved at følge Safe Harbour forordningen, kan virksomheden undgå eventuelle insiderproblemer. Desuden er den nye Selskabslov også ret restriktiv med oplysningspligten ved aktietilbagekøb. Det er derfor nu blevet en del nemmere at identificere virksomheder, som igangsætter aktietilbagekøbsprogrammer.

Datamæssigt endte det på 186 aktietilbagekøbsannonceringer, som var anvendelige i annonceringsstudiet. Udover dette blev der lavet inddelinger af de 186 aktietilbagekøbsannonceringer, da det ikke var dem alle sammen som var første gangs annonceringer, eller annonceringer svarende til en den samme overraskelseseffekt, som ved første gangs annonceringer. Derfor endte det med 59 stk. annonceringer, som markedet burde have positive forventninger til.

Det primære fokus for opgaven har været at finde annonceringseffekterne ved aktietilbagekøb generelt, men også udenfor og indenfor Safe Harbour forordningen og den nye Selskabslov. Dette for at se om den større gennemsigtighed ved annonceringerne havde en effekt på markedet.

I tabel 30 kan ses resultaterne af annonceringsstudiet.

	Første gangs /Overraskende	Forhøjelse	Reducering	Konstant	Alle
CAR(-1,2) før Safe Harbour og Selskabslovgivning	3,35 %	4,08 %.	-	-0,68 %	2,79 %
CAR(-1,2) efter Safe Harbour og Selskabslovgivning	2,07 %	4,38 %	-	2,21 %	2,47 %
Samlet CAR(-1,2)	2,42 %.	4,27 %.	1,65 %	1,87 %	2,57 %

Tabel 30: Oversigt over CAR(-1,2) inddelt i de ønskede kriterier

For hele aktietilbagekøbspopulationen blev den generelle annonceringseffekt på 2,57 %, hvilket stemmer overens med forventningen om en positiv reaktion fra markedets side af på annonceringen af et aktietilbagekøbsprogram.

Det blev desuden observeret at der stor set ingen forskel var på om annonceringen var indenfor eller udenfor Safe Harbour og den nye Selskabslovgivning.

9. Perspektivering

Med ovenstående resultater i mente, kunne databehandlingen godt have været mere dybdegående, da der ved indsamlingen af dataene, hurtigt godt kunne blive misset noget information, som var vigtigt i forhold til annonceringen af aktietilbagekøbet, og den korrekte bestemmelse af annonceringsdatoen. Selvom indsamlingen af data har været grundig, kan der ikke ses bort fra menneskelige fejl, og det kan ligeledes forudsættes, at der kan mangle data, som enten understøtter eller ændre på ovenstående resultater.

Ved selve annonceringsstudiet, kunne der tages flere faktorer ind som kunne tænkes, at have haft påvirkning på det fremkomne resultat. Desuden kunne aktieindekset som blev brugt til at beregne det forventede afkast mål med, være blevet reguleret for udbytter, således at udbytternes effekt og udbetalinger på aktiemarkedet ikke havde mudret det forventede afkast til.

En anden synsvinkel på opgaven kunne være de skattemæssige fordele/ulemper både for den private investors side, men også for den institutionelle investors side, og hvilken effekt det ville have i forhold til de skattemæssige fordele/ulemper for den private investor og institutionelle investors side i forhold til udbytter.

Aktietilbagekøb, har stadig en del områder som kunne være interessante at analysere på, både fra virksomhedens side, den private investors side, den institutionelle investors side og fra det generelle markeds side. Det interessante ved aktietilbagekøb er, at det er et relativt uudforsket område i Danmark i forhold til udbytter og derfor kunne en større og dybere klarlægning og en ordentlig database over danske virksomheders aktietilbagekøb, gøre at det blev nemmere at lave analysere over aktietilbagekøbene for danske virksomheder og finde den effekt og værdi aktietilbagekøb generelt har for investorer og virksomheder.

Litteraturliste

Laustrop E. K. og Raaballe J. 2006: "Udbytteannonceringseffekten i Danmark", *Nationaløkonomisk tidsskrift* 144.

Miller M. og Modigliani F. 1961: "Dividend Policy, Growth and the Value of Shares", *Journal of Business* 34.

Jensen M. C. og Meckling W. H. 1976: "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3.

Jensen M. C. 1986: "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *Association Papers and Proceedings*, 76.

Vermaelen T. 2005: "Share repurchases", *Foundation and trends in finance volume 1, issue 3*.

Raaballe J. og Hedensted J. S. 2007: "Udbyttedeterminanter I Danmark", *Finans/Invest* ,3.

Grullon G. og Michaely R.. 2002: "Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis", *The Journal of Finance*, 4.

Campbell J. Y, Lo A. W og MacKinlay A. C 1997: "The Econometrics of Financial Markets", *Princeton University Press*..

Kristensen, T. L.2008: "Analyse af danske annonceringseffekter ved aktietilbagekøb med udlodning for øje", *Afdeling for virksomhedsledelse, Økonomisk institut Århus Universitet*.

Busk M. .2008: "Motivationen bag danske virksomheders aktietilbagekøb", *Institut for finansiering*.

Hansen K. .2008: "Danske virksomheders tilbagekøb af egne aktier med særlig fokus på nedsættelse af aktiekapital og safe harbour-bestemmelser", *Institut for virksomhedsledelse, Aarhus Universitet*

Rosenbeck M. 2005: "Danske selskabers aktietilbagekøb i perioden 1998 -2005", *Department of management Århus Universitet*.

BG Bank 1999: "Skaber aktietilbagekøb værdi?" *BG Bank*

Allan F. & Michael R. 1995: Kapitel 25 Dividend Policy. I Jarrow et. al, (ed.) "Handbooks in Operation Research & Management Science", *vol. 9. Elsevier science B.V.*

Andersen M. & Jacobsen L.R. 2007: "The payout-puzzle – En empirisk analyse af udbetalingspolitikken i Danmark". *Finans/Invest 2007, nr.1, p.19-27*

Comment R & Jarrell G. 1991: "The relative signalling power of dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open market repurchases" *Journal of finance vol. 46, nr. 4., p. 1243-1271. •*

Møller M. & Parum C. 2001: "Optimal kapitalstruktur og udlovningspolitik". *Finans/Invest 2001 nr. 4, 6-15*

Møller M. & Parum C. 2000. "Køb af egne aktier: Udbytte eller nedskrivning af kapital?". *Nordisk tidsskrift for selskabsret, 2000 vol. 2, 135-146*

Bilag

Virksomhed	Grunden til frasortering
Admiral Capital B	Afnotering
Auriga Industries A/S	Afnotering
BHJ A/S	Ingen handler
Brdr. Klee A/S	Ingen handler
Dalhoff Larsen & Hornemann A/S	Ingen handler
Danisco	Ingen aktiekurser
Deltaq	Afnotering
Egetæpper A/S	Ingen handler
F.E. Bording	Ingen handler
Fynske Bank	Ingen annonceringsdato
Julius Koch	Afnotering
Københavns Lufthavn	Ingen aktiekurser
Land & Leisure A/S	Ingen handler
Lokalbanken Nordsjælland	Ingen annonceringsdato
Lån & Spar Bank	Ingen handler
Max Bank A/S	Ingen aktiekurser
Micro Matic Holding	Ingen annonceringsdato
Morsø Bank	Ingen handler
Møns Bank	Ingen annonceringsdato
Netop Solutions A/S	Ingen handler
Nordjyske Bank	Ingen annonceringsdato
NRT Holding	Ingen aktiekurser
Parken Sport og Entertainment	Ingen annonceringsdato
Per Aarsleff	Ingen annonceringsdato
Randers Reb	Ingen aktiekurser
Renewagy	Ingen handler

Ringkjøbing Bank	Ingen annonceringsdato
Ringkjøbing Landbobank	Ingen annonceringsdato
Rias A/S	Ingen handler
Roblon A/S	Ingen annonceringsdato
Rockwool A/S	Ingen annonceringsdato
Salling Bank	Ingen annonceringsdato
Sanistål	Ingen annonceringsdato
Scandinavian Brake System	Ingen annonceringsdato
Scandinavian Private Equity	Ingen annonceringsdato
Sjælsøgruppen	Ingen annonceringsdato
SKAKO	Ingen annonceringsdato
Skjern Bank	Ingen annonceringsdato
Skælskør Bank Aktieselskab	Ingen handler
Sparekassen Faaborg	Ingen annonceringsdato
Spæncom	Ingen aktiekurser
Strategic Investments A/S	Ingen handler
Svejsefabrikken Migatronik A/S	Ingen handler
Trifork A/S	Ingen handler
Vestjysk Bank A/S	Ingen annonceringsdato
Victor International A/S	Ingen handler
Vordingborg Bank A/S	Ingen annonceringsdato