



LUNDS
UNIVERSITET

Företagsekonomiska institutionen

FEK 582
Kandidatuppsats
2005-01-18

Effekter av återköp

- **förändringar av spread, handelsvolym och volatilitet efter återköp av egna aktier**

Handledare

Maria Gårdängen
Göran Anderson

Författare:

Anna Hallgren 811029-4009
Hanna Sandström 800419-3325
Lisa Warnolf 790915-4168

Uppsatsens titel: Effekter av återköp – förändringar av spread, handelsvolym och volatilitet efter återköp av egna aktier.

Seminariedatum: 2005-01-18

Ämne/kurs: FEK 582 Kandidatseminarium, 10 poäng

Författare: Anna Hallgren, Hanna Sandström och Lisa Warnolf

Handledare: Maria Gårdängen och Göran Anderson

Företag: 35 företag som genomfört återköp under åren 2000 och 2001, se bilaga 1.

Fem nyckelord: Spread, handelsvolym, volatilitet, återköp, aktielikviditet

Syfte: Syftet med studien är att undersöka vilka förändringar i spread, handelsvolym och volatilitet som ett återköp medför för de företag som ingår i vår studie. Vi vill med denna undersökning bidra med ökad förståelse för de ekonomiska konsekvenser som de förändringarna kan leda till för investerarna samt för företagen.

Metod: Vi har valt en kvantitativ metod.

Slutsatser: Vår studie är en jämförelse av spread, handelsvolym och volatilitet ett år före ett återköp med ett år efter ett återköp. Vi kommer fram till att spread ökar efter återköpet medan handelsvolym och volatilitet minskar. Detta leder i sin tur till sämre aktielikviditet vilket är negativt för investerare och företag. En ökad spread ger en högre transaktionskostnad för investerarna då spread utgör en stor del av transaktionskostnaderna.

Title: The consequences of repurchase – the changes in spread, trading volume and volatility after a repurchase.

Seminar date: 2005-01-18

Course: Bachelor thesis in Business Administration, 10 swedish credits (15 ECTS)

Authors: Anna Hallgren, Hanna Sandström and Lisa Warnolf

Advisor/s: Maria Gårdängen and Göran Anderson

Key words: Bid-ask spread, repurchase, volatility, volume and liquidity

Purpose: The purpose is to investigate changes in bid-ask spread, volume and volatility that a repurchase may lead to. With this study we wish to contribute to a better understanding of the effects that these changes can lead to for investors as well as for companies.

Methodology: We have used a quantitative method.

Conclusions: Our study is a comparison of spread, trading volume and volatility during the year following a repurchase compared to the year before the repurchase. We find an increase of spread, and a decrease in both trading volume and volatility. The consequence of this is decreased liquidity, which is negative for investors and the company. An increase of spread gives a higher transaction cost as spread represents a large portion of the transaction cost.

Innehållsförteckning

1 INLEDNING	6
1.1 INTRODUKTION OCH BAKGRUND	6
1.2 PROBLEMFÖRMULERING.....	7
1.3 SYFTE.....	7
1.4 AVGRÄNSNINGAR.....	8
1.4.1 Bortfall	8
1.5 MÅLGRUPP	8
2 METODIK	9
2.1 METOD	9
2.2 ARBETSGÅNG	10
2.3 TESTER.....	11
2.3.1 Hypotesprövning	12
2.3.2 Wilcoxon's test	13
2.2.3 Logaritmer.....	14
3 TEORI	15
3.1 ÖVERGRIPANDE TEORI.....	15
3.2 TEORI SOM BEHANDLAR SPREAD	16
3.3 TEORI SOM BEHANDLAR HANDELSVOLYM.....	17
3.4 TEORI SOM BEHANDLAR VOLATILITET	17
3.5 TEORI SOM BEHANDLAR AKTIELIKVIDITET OCH TRANSAKTIONS KOSTNADER	17
3.6 KÄLLKRITIK	18
4 REFERENSRAM	19
4.1 LAGAR SOM REGLERAR ÅTERKÖP	19
4.2 REGERINGSPROPOSITIONEN 1999/2000:34.....	20
5 RESULTAT OCH ANALYS	22
5.1 FÖRÄNDRINGAR I SPREAD I SAMBAND MED ETT ÅTERKÖP	22
5.1.1 Absolut spread.....	22
5.1.2 Relativ spread.....	24
5.1.3 Parametriska tester	25
5.1.4 Tabell över förändring i relativ spread.....	25
5.2 FÖRÄNDRINGAR AV HANDELSVOLYM I SAMBAND MED ÅTERKÖP	27
5.2.1 Handelsvolym.....	27
5.2.2 Marknadsjusterad handelsvolym.....	28
5.2.3 Parametriskt test	30
5.2.4 Tabell över förändringar i marknadsjusterad handelsvolym.....	30
5.3 FÖRÄNDRINGAR I VOLATILITET I SAMBAND MED ÅTERKÖP	32
5.3.1 Mittprisvolatilitet.....	32
5.3.2 Köpkursvolatilitet.....	33
5.3.3 Säljkursvolatilitet	34
5.3.4 Marknadsjusterad mittprisvolatilitet.....	34
5.3.5 Parametriska tester	36
5.3.6 Tabell över förändringar i volatilitet	37
5.4 SAMMANFATTNING AV ANALYSEN	38

6 SLUTDISKUSSION	41
6.1 SLUTSATS.....	41
6.2 FORTSATTAS STUDIER INOM OMRÅDET	42
KÄLLFÖRTECKNING	43
BILAGA 1	45

1 Inledning

I detta första kapitel introduceras bakgrunden till ämnet, syftet med uppsatsen, vilka avgränsningar som vi gör samt vilka uppsatsen riktar sig till.

1.1 Introduktion och bakgrund

För företag finns huvudsakligen två sätt att överföra överskott av likvida medel till sina investerare; genom antingen utdelning eller återköp av egna aktier. I flera europeiska länder samt USA är återköp av egna aktier något som företag sedan länge använder sig av som ett komplement till vanliga utdelningar. I Sverige är det dock något som bara har varit tillåtet sedan den 10 mars år 2000 (Regeringspropositionen 1999/2000:34). Anledningarna till att ett företag väljer att göra återköp istället för att använda den överlikviditet som finns inom företaget till utdelningar kan vara många. Det kan vara för att företaget vill förbättra kapitalstrukturen¹ eller för att behålla och stärka kontrollen över företaget. Återköp kan också vara aktuellt då företagsledningen anser att företagets aktie är undervärderad och vill att den ska öka i värde, eftersom en följd av ett återköp kan vara att aktiekursen stiger (Miller & McConnell, 1995, Ikenberry, Lakonishok & Vermaelen 1995).

Ett flertal amerikanska studier om återköp har visat att bland annat spread², handelsvolym och volatilitet förändras i samband med ett offentliggörande om återköp (Barclay & Smith, 1988, Singh, Zaman & Krishnamurti, 1994). Resultaten av dessa studier är inte samstämmiga, en del av studierna kommer till exempel fram till att spread ökar vid ett återköp medan andra kommer fram till att den istället minskar. Detta kan delvis förklaras av att studierna har olika utgångspunkter, till exempel så skiljer sig tidsintervallen åt.

¹ Flera nyckeltal till exempel avkastning på eget kapital samt P/E förbättras vid återköp eftersom andelen eget kapital minskar.

² Vi väljer att använda den engelska termen spread eftersom den är vedertagen även i Sverige.

Konsekvensen av förändringar i spread, handelsvolym och volatilitet leder i sin tur till förändringar av företagets aktielikviditet. Dessa förändringar kan vara av såväl positiv som negativ ekonomisk karaktär för både investerare och företag. Spread är skillnaden mellan den högsta köpkursen och den lägsta säljkursen som inte ledde till avslut under handelsdagen (Miller & McConnell, 1995). Volatilitet beskriver hur mycket priset på en finansiell tillgång svänger och varierar (www.riksbanken.se). Handelsvolym är antalet aktier som köps och säljs under varje handelsdag (www.duke.edu/~charvey/Classes/wpg/glossary.htm). Handelsvolym kan även mätas i omsättning i svenska kronor under en handelsdag. Aktielikviditet uttrycks som hur hög omsättningen av aktien är, det vill säga möjligheten till köp och försäljning av aktien utan några störningar som till exempel omkostnader och tidsförskjutningar. God aktielikviditet kännetecknas av att aktien går att sälja och köpa utan några större svårigheter. Motsatsen till aktielikviditet är aktieillikviditet (Tinic, 1972).

Förändringen av spread i samband med ett återköp är nära kopplad till de förändringar i handelsvolym och volatilitet som sker till följd av återköp. Amerikanska studier har kommit fram till att det finns samband mellan en akties spread, handelsvolym och volatilitet (Barclay & Smith 1988). En ökning av en akties volatilitet leder till att aktiens spread ökar. Det motsatta förhållandet gäller för handelsvolymen; när handelsvolymen minskar så ökar aktiens spread (Miller & McConnell, 1995).

1.2 Problemformulering

Vad leder ett återköp till för förändringar av spread, handelsvolym, volatilitet och därmed även aktielikviditet? Vilka ekonomiska följder ger det för investerarna och företaget?

1.3 Syfte

Syftet med studien är att undersöka vilka förändringar i spread, handelsvolym och volatilitet som ett återköp av aktier medför för de företag som ingår i vår studie. Vi vill med denna undersökning bidra med ökad förståelse för de ekonomiska

konsekvenser som dessa förändringar kan leda till för investerarna samt för företagen.

1.4 Avgränsningar

Att återköp är en så pass ny företeelse i Sverige gör det omöjligt att göra en undersökning över långsiktiga ekonomiska förändringar vid återköp på den svenska marknaden. Vi väljer därför att göra en undersökning under en kortare tidsperiod och att endast studera de svenska företag som gjorde återköp åren 2000 och 2001. Vi koncentrerar oss på den svenska marknaden eftersom det inte finns några tidigare svenska studier på detta område. Tidsmässigt avgränsar vi oss till att studera perioden ett år före och ett år efter det att återköpet genomfördes. Det finns många variabler som kan påverkas av ett återköp men vi väljer i vår studie att avgränsa oss till att studera och analysera förändringar i spread, handelsvolym samt volatilitet.

1.4.1 Bortfall

Under åren 2000 och 2001 var det 58 stycken företag som gjorde återköp. Av dessa är vi tvungna att sortera bort 23 företag av olika anledningar. Dels på grund av att de ej varit noterade på Stockholmsbörsen ett helt år före eller efter det att de gjorde återköpet, dels att de har sin hemvist i ett annat land och därmed varit berättigade att göra återköp även innan den 10 mars 2000 eller att det inte har gått att få fram alla nödvändiga uppgifter. Efter detta bortfall har vi 35 stycken företag kvar, se bilaga 1.

1.5 Målgrupp

Vår undersökning riktar sig till övriga studenter på kandidatkursen samt till andra som har ekonomiska förkunskaper och som är intresserade av hur spread, handelsvolym och volatilitet kan påverkas av ett återköp.

2 Metodik

Detta kapitel behandlar den metod vi använder. Under rubriken Arbetsgång förklarar vi hur vi går till väga rent praktiskt i vår uppsats samt beskriver de tester vi gör på vår population.

2.1 Metod

I uppsatsen gör vi en fallstudie av 35 företag på den svenska aktiemarknaden som har genomfört återköp av egna aktier under 2000 och 2001. En fallstudie är en studie av effekterna av en viss händelse (Backman, 1998). Fallstudier används för att förklara, förstå eller beskriva komplexa företeelser (ibid.). För att studera effekterna i spread, handelsvolym och volatilitet efter ett återköp väljer vi att använda oss av statistisk data för att utifrån den dra slutsatser om förändringar på dessa tre variabler. Vi tittar på data över spread, handelsvolym och volatilitet för 35 företag före och efter det att de gjorde återköp. Utifrån dessa data drar vi sedan slutsatser om hur ett företags spread, handelsvolym och volatilitet påverkas vid ett återköp.

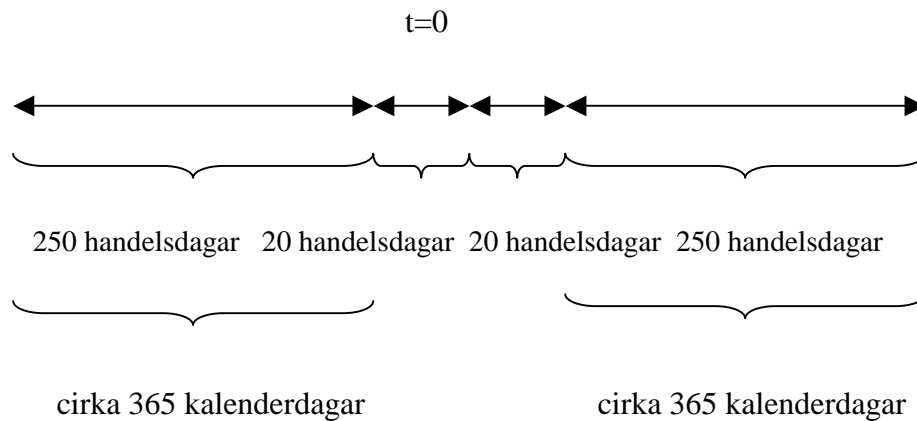
Vi väljer kvantitativ metod eftersom den är lämplig när det är en stor mängd data som ska undersökas (ibid.). Vår undersökning utgörs av data över 500 handelsdagar för 35 stycken företag. Eftersom det vi undersöker endast går att mäta kvantitativt väljer vi bort den kvalitativa ansatsen.

Det finns olika sätt att förhålla sig till teorier och data. Vid en induktiv ansats är utgångspunkten befintlig data som sedan diskuteras utifrån olika teorier, begrepp och modeller (Rienecker & Jørgensen, 2004). Dess motsats är den deduktiva ansatsen som tar sin utgångspunkt i olika teorier som sedan testas på viss data (ibid.). Det finns en tredje ansats att använda som är en kombination av den induktiva och deduktiva ansatsen. Denna kombination kallas för abduktiv ansats och det är den som vi använder i vår uppsats. Precis som den induktiva ansatsen utgår den abduktiva från empirisk fakta, men utan att avvisa de teorier som redan finns (Alvesson & Skoldberg, 1994). I vår uppsats växlar vi mellan empiri och redan befintliga teorier samtidigt som vi försöker skapa nya teorier.

2.2 Arbetsgång

Till grund för vår undersökning ligger de företag som genomförde återköp under åren 2000 och 2001. Den tidpunkt då företag genomför återköp sätter vi som tidpunkt noll, $t=0$. För alla företag utom två består tidpunkt noll av en dag medan de återstående två har gjort återköp under flera på varandra följande dagar och därmed fått en tidsperiod som $t=0$. I ett par fall räknar vi alltså med en period istället för ett enskilt datum. En del av de företag vi använder i vår undersökning har endast gjort ett återköp under den tidsperiod vi undersöker medan andra har haft så kallade återköpsprogram under hela efterföljande år. Eftersom det blev tillåtet med återköp först år 2000 kan vi därmed vara säkra på att de företag vi har valt inte har gjort återköp tidigare. Ett återköp som skett under undersökningsperioden före $t=0$ hade gjort det omöjligt för oss att studera om återköp verkligen ger förändringar i spread, handelsvolym och volatilitet. Eventuella fortsatta återköp under perioden efter det första återköpet borde däremot inte medföra att vi drar några felaktiga slutsatser. Rimligen borde inte ytterligare återköp ge några andra konsekvenser än det första genomförda återköpet gav. Vi har därför antagit att om ett företag fortsätter att göra återköp så förstärker detta endast de effekter som det första återköpet medförde.

Marknaden kan vara missvisande den första månaden före och efter ett återköp. Det kan antingen bero på att marknaden månaden före är beredd på ett återköp alternativt att den efteråt överreagerar kraftigt. För att minimera riskerna för att få missvisande resultat och därmed dra felaktiga slutsatser tar vi därför bort 20 handelsdagar (cirka en månad) före och 20 handelsdagar efter återköpet. Den tid vi är intresserade av att undersöka är de 250 handelsdagar (cirka ett år) precis före och efter dessa 20 handelsdagar som vi plockar bort vid återköpstillfället. Fortsättningsvis i uppsatsen när vi skriver ett år före eller efter återköpets genomförande är det dessa 250 handelsdagar som vi menar, det vill säga handelsdag -270 till -21 och handelsdag 21 till 270 . Se figur 2.2.



Figur 2.2

t=0 är dagen/perioden för återköpet

Vi använder oss av statistisk sekundärdata från Finansinspektionen och SIX Trust. Från Finansinspektionen har vi fått uppgifter om vilka datum de olika företagen har gjort återköp samt antalet aktier respektive företag återköpte. Från SIX Trust databas har vi hämtat de köp- och säljkurser som vi använder för att räkna ut spread och mittpris. Mittpriset och handelsvolymen mätt i antal aktier justerar vi sedan mot affärsvärldens generalindex som vi även det har laddat ner från SIX Trust. Vi laddar även ner data som visar omsättningen av aktier i svenska kronor.

Insamlad data använder vi i fallstudien och sammanställer sedan de resultat vi kommer fram till som primärdata i form av egna tabeller. För att kunna fastställa om återköp har någon effekt på spread, handelsvolym och volatilitet gör vi ett antal parametriska och icke-parametriska tester.

2.3 Tester

Vi börjar med att kontrollera om vårt urval är normalfördelat för att få reda på om vi ska använda icke-parametriska eller parametriska tester. Icke-parametriska tester har lägre effektivitet och styrka än parametriska tester (Körner & Wahlgren 2000). Resultaten från normalfördelningen visar att vårt urval inte är normalfördelat och därför använder vi oss främst av icke-parametriska tester. De

parametriska testerna använder vi som kontroll. Det icke-parametriska testet vi använder är Wilcoxon's test och det parametriska kallas vanligen t-test.

Körner och Wahlgren (2000) skriver att en förutsättning för att det ska vara korrekt att använda sig av t-test är att stickprovet är oberoende samt att urvalet är tillräckligt stort, vanligen minst 30 variabler. Vårt urval är både oberoende och tillräckligt stort. Om både t-testen och Wilcoxon's test visar att förändringen är signifikant styrker det resultatet.

Vi räknar ut medelvärde och median både före och efter återköpet för våra tre variabler spread, handelsvolym och volatilitet. Eftersom medelvärdet kan dras upp eller dras ned av eventuella extremvärden, medan medianen inte förändras av detta, fyller dessa båda värden lite olika funktion. Medianen beräknas genom att värdena sorteras från det lägsta till det högsta och därifrån tas mittvärdet fram. Det är alltså inte frågan om mediandatum utan medianvärde på spread, handelsvolym och volatilitet.

2.3.1 Hypotesprövning

Vid statistisk hypotesprövning bedöms trovärdigheten av hypoteser med hjälp av slumpmässiga urval (Körner & Wahlgren, 2000). En nollhypotes samt en mothypotes sätts alltid upp vid hypotesprövning, nollhypotesen kommer sedan att antingen förkastas eller accepteras (ibid.). Därefter sätts en signifikansnivå upp som är den gräns då det finns en risk att nollhypotesen förkastas trots att den är sann. Denna gräns vill vi ha så liten som möjligt men det är omöjligt att eliminera den helt. Innan urvalet görs bestäms signifikansnivån. Den kan vara på 0,1 % eller 1 % men det vanligaste är att använda 5 % (ibid.). Vi använder i alla våra tester en signifikansnivå på 5 %. När signifikansnivån är bestämd gäller det att bestämma det kritiska området samt acceptansområdet, det vill säga för vilka värden nollhypotesen förkastas respektive kan accepteras (ibid.). Vid den femprocentiga signifikansnivån med en tvåsidig mothypotes innebär det att nollhypotesen förkastas för Z-värden som är större än 1,96 eller mindre än $-1,96$, området däremellan kallas för acceptansområdet (ibid.). Vid hypotesprövning finns det två typer av felaktiga beslut: att nollhypotesen förkastas när den är korrekt, eller att

nollhypotesen accepteras när den är felaktig. Sannolikheten att någon av dessa felaktigheter sker är densamma som den signifikansnivå som används vid hypotesprövningen (ibid.). I vår studie är alltså sannolikheten 5 % att vi gör någon feltolkning.

Vid analyser av skillnader i medelvärden i två populationer används nollhypotesen $H_0: \mu_1 - \mu_2 = d_0$, där μ_1 är medelvärdet i population ett, μ_2 är medelvärdet i population två och d_0 är skillnaden mellan medelvärdena i populationen (Körner & Wahlgren, 2000). Det är vanligt att nollhypotesen sätts till att det inte finns någon skillnad mellan populationens medelvärden vilket innebär att $d_0 = 0$ (ibid.). I vår hypotesprövning sätter vi just $d_0 = 0$. Mothypotesen kan vara antingen ensidig: att medelvärdet ett är större än medelvärdet två eller tvärtom, $H_1: \mu_1 - \mu_2 < d_0$, eller $H_1: \mu_1 - \mu_2 > d_0$ eller tvåsidig: att medelvärdet ett är skilt från medelvärdet två, $H_1: \mu_1 - \mu_2 \neq d_0$ (ibid.). Vi har använt en tvåsidig mothypotes, då vi vill undersöka om det finns någon skillnad mellan medelvärdet och medianen före återköpet och medelvärdet efter.

Mellan hypotesprövning och konfidensintervall finns det ett nära samband. Vid ett tvåsidigt konfidensintervall används en tvåsidig mothypotes och när signifikansnivån är 5 % är konfidensintervallet 95 % (ibid.).

2.3.2 Wilcoxon's test

Vid analys av två oberoende stickprov använder vi ett Wilcoxon's rangsummetest, även kallat Mann-Whitneys test. Nollhypotesen sätts till att det inte finns någon skillnad mellan de båda populationer som stickproven är hämtade från (Körner & Wahlgren, 2000). Vid ett rangsummetest ska observationerna vara oberoende precis som vid t-testet men observationerna behöver inte vara normalfördelade som vid t-testet utan det räcker att de går att rangordna (ibid.). Ur Wilcoxon's test kan vi utläsa vilka förändringar i spread, handelsvolym och volatilitet som sker i företagen. Variablerna vi använder i fallstudien kan öka, minska eller vara oförändrade i värde efter återköpet i jämförelse med före.

2.2.3 Logaritmer

En kvot kan aldrig bli lägre än noll men den kan bli hur stor som helst, vilket gör att ett stort positivt utslag ger en större effekt än ett stort negativt utslag. För att komma till rätta med detta problem logaritmerar vi samtliga av våra kvoter. Värden som är under ett kommer att få ett negativt värde medan värden större än ett blir positiva och de värden som är exakt ett blir noll. Det är de logaritmerade värdena som vi sedan använder när vi gör de parametriska testerna.

3 Teori

I detta kapitel diskuterar vi kring de teorier som vi använder för att kunna analysera vårt empiriska material. Detta kapitel avslutas med att vi resonerar kring trovärdigheten hos våra källor.

3.1 Övergripande teori

Barclay och Smiths (1988) artikel om återköp är en studie som många senare studier refererar till inom området. Syftet med studien är att besvara frågan varför företag väljer att överföra den överlikviditet som finns inom bolaget i form av vanlig utdelning istället för att göra återköp. I artikeln använder sig Barclay och Smith i huvudsak av två hypoteser, som delvis motsäger varandra, ”The competing market maker hypothesis” och ”The information asymmetry hypothesis”. En del av den kritik som riktats mot denna studie är att de använder sig av årlig data istället för daglig data.

Miller och McConnell (1995) har sin utgångspunkt i Barclay och Smiths studie. Undersökningen som Miller och McConnell gör är väldigt lik den som Barclay och Smith gör men det som bland annat skiljer dem åt är att Miller och McConnell undersöker en senare tidsperiod samt att de använder sig av daglig data.

Ahn, Cao och Choe (2001) hänvisar till både Barclay och Smith (1988) och Miller och McConnells (1995) studier, men Ahn et al riktar inte in studien på en jämförelse mellan återköp och utdelning. Istället undersöker de marknadens beteende i samband med ett återköpsprogram.

Kothare (1997) och Holmström och Tirole (1993) har tittat på vilka konsekvenser ett koncentrerat ägande har på spread.

3.2 Teori som behandlar spread

Barclay och Smith (1988) har bland annat kommit fram till att spread ökar signifikant efter ett offentliggörande om återköp. Den första hypotesen som de tar upp strider dock emot detta resultat eftersom enligt ”The competing market maker hypothesis” bör spread minska till följd av ett återköp. Däremot så förutsägs spread öka i linje med ”The information asymmetry hypothesis”. Denna hypotes visar att när ett bolag gör ett återköp får företagsledningen en möjlighet till att använda sig av sitt informationsövertag, vilket sker på övriga aktieägares bekostnad och leder till en ökning av spread.

Miller och McConnell (1995) kommer fram till att spread inte ökar som en följd av ett offentliggörande om återköp.

Ahn et al (2001) kommer fram till att det uppkommer en tillfällig reduktion av spread i samband med ett återköp. De skriver att denna tillfälliga reduktion av spread stämmer överens med ”The market maker hypothesis” som förutsäger att den tillfälliga ökningen av konkurrens för ”the market makers” leder till att köpkursen stiger och detta i sin tur leder till en mindre spread under återköpsperioden. Vidare kan Ahn et al inte hitta några långsiktiga skillnader i spread mellan perioden före och perioden efter återköpet.

Krinsky och Lee (1996) diskuterar vilka komponenter som spread består av. De har kommit fram till att dessa komponenter är ”order processing costs”³, ”Inventory holding costs”⁴ och ”adverse selection costs”⁵.

Enligt Kothare (1997) ökar spread om ägandet är koncentrerat. Detta kommer av att koncentrerat ägande, det vill säga en ägare som har stor andel i företagets aktier, ofta är mer välinformerad än andra investerare. Det leder till reducerad handelsaktivitet som i sin tur ökar risken för att en del investerare gör förluster eftersom de handlar med bättre informerade investerare.

³ En avgift som ”the market makers” tar ut för att de är beredda att matcha köp och säljorder.

⁴ Kompenserar investerare för att de har en portfölj som inte fullt ut är diversifierad.

⁵ Representerar en belöning till investerare för att de tar på sig risken att handla med andra mer välinformerade investerare.

Enligt Holmström och Tirole (1993) reducerar ett koncentrerat ägande intresset från spekulerare att övervaka aktien och det leder till att informationen till allmänheten om företaget och aktien minskar. Vid minskad information ökar i sin tur spread.

3.3 Teori som behandlar handelsvolym

Ahn et al (2001) kommer fram till att det sker en tillfällig ökning av handelsvolymen under själva återköpsperioden. Denna studie hänvisar till ”The market maker hypothesis” som hävdar att handelsvolymen ökar. De konstaterar dock att handelsvolymen återgår till sin normala nivå efter återköpsperiodens slut. Detta eftersom den ökade konkurrensen som fanns under återköpsperioden försvinner efteråt.

3.4 Teori som behandlar volatilitet

Ahn et al (2001) kommer fram till att volatilitet förändras dramatiskt under undersökningsperioden. Först så minskar den kraftigt under perioden då återköpet genomförs för att sedan öka igen när företaget avslutat sitt återköp.

Barclay och Smith (1988) påstår att en ökad spread borde avspeglas i en större daglig volatilitet.

3.5 Teori som behandlar aktielikviditet och transaktionskostnader

Enligt Barclay och Smith (1988) kommer en ökning av spread att försämra aktielikviditeten vilket leder till en ökning av bolagets kapitalkostnad. När bolagets kapitalkostnad ökar leder det i sin tur till att bolagets marknadsvärde sjunker.

Enligt Heaton (1998) kräver en investerare en avkastning som är minst lika stor som om denna person investerade sina pengar på annat sätt med lika stor risk. Avkastningskraven stiger om det finns kostnader i form av tid eller pengar

förknippade med försäljningen. Detta kallas för likviditetspremien. De högre avkastningskraven resulterar i lägre priser för illikvida aktier.

Transaktionskostnaden vid handel med aktier består av bland annat spread och courtage. Enligt Kothare (1997) och Demsetz (1968) representerar spread en relativt stor del av transaktionskostnaden och spread har därför använts som mätstock för aktielikviditet i ett flertal studier.

3.6 Källkritik

Vi försöker att hålla oss kritiska till alla våra källor och tänka på varför författarna skriver som de gör. Det kan finnas underliggande syften som i många fall är svåra att känna till och ta reda på men det är viktigt att ha i åtanke att de kan finnas. Många av de artiklar vi har läst har samma referenskällor vilket i sig kan vara ett problem eftersom graden av oberoende kan ifrågasättas.

Vi gör i så hög grad som det är möjligt rimlighetsbedömningar av dels de data vi använder oss av, dels i de uträkningar som vi gör. Nackdelen med sekundärdata, som är grunden till vår studie, är att det är någon annan som samlat in och sammanställt den. Eftersom våra data kommer ifrån en allmänt erkänd källa förutsätter vi att validiteten, det vill säga trovärdigheten, är hög. Vi är medvetna om att vi jobbar med en väldigt stor mängd data. För att undvika felaktigheter gör vi all datasammanställning och alla tabeller med största noggrannhet. Vi har även i efterhand gjort stickprov för att försäkra oss om att det inte finns några fel i vårt datamaterial.

4 Referensram

I detta kapitel diskuteras de lagar och regler som gäller vid återköp av aktier samt de bakomliggande faktorerna till regeringens lagförslag som tillåter företag att göra återköp av egna aktier.

4.1 Lagar som reglerar återköp

Ett bolags egna kapital kommer från ackumulerade vinster samt från kapital som ägarna har tillfört. Det egna kapitalet delas in i fritt och bundet kapital (Årsredovisningslagen, 5 kap 14 § ÅRL). För att skydda företagets borgenärer finns det regler som säger att det måste finnas täckning för bolagets bundna kapital även efter ett återköp (Aktiebolagslagen, 7 kap 8 § st 2 ABL). Med hänsyn till bland annat bolagets likviditet får varken återköp eller utdelning ske med ett så stort belopp att det hotar företagets ekonomiska ställning eller står i strid med god affärssed (7 kap 8 § st 3 ABL).

Endast publika aktiebolag som är noterade på en auktoriserad marknadsplats eller börs får återköpa sina egna aktier (7 kap 3 § ABL).

Förvärvet får endast ske på en auktoriserad marknadsplats⁶ eller börs inom EES⁷. I undantagsfall kan Finansinspektionen ge tillstånd att köpa de egna aktierna på en börs eller reglerad marknad även utanför EES. Den auktoriserade marknadsplatsen eller börsen skall senast innan handeln öppnar dagen efter att återköpet har gjorts offentliggöra information om bland annat antal återköpta aktier och till vilket pris aktierna köptes (Finansinspektionens Författningssamling, FFFS, 2001:4).

Ett publikt aktiebolag får inte vid något tillfälle inneha mer än 10 procent av det totala antalet aktier (7 kap 9 § ABL). Egna aktier är inte röstberättigande vid omröstningar och ger inte rätt till utdelning (1 kap 7 § & 12 kap 1 § ABL).

⁶ IM Marknadsplats AB och Aktietorget AB i Sverige

⁷ Europeiska ekonomiska samarbetsområdet

De regler som reglerar hur ett företag får förvärva sina egna aktier säger att förvärv får utgöra maximalt 25 % av den totala handeln med aktien under en börsdag. Bolaget får inte heller handla med aktien under de sista 30 minuterna innan börsen stänger för dagen. Vidare tillåts inte företag göra återköp de sista 30 dagarna innan de offentliggör information om års- eller delårsbokslut, detta för att begränsa risken för otillåten kurspåverkan (Näringslivets börskommitté - Regler rörande köp och försäljning av egna aktier 2000).

Det är styrelsen som beslutar om och när återköp ska ske. För att styrelsen ska ha rätt att fatta det beslutet krävs det dock att minst två tredjedelar av aktieägarna bifaller beslutet (7 kap 16 § ABL). Bolaget skall direkt efter att de har beslutat att återköpa egna aktier, offentliggöra sitt beslut (Näringslivets börskommitté - Regler rörande köp och försäljning av egna aktier 2000).

Om det sker förändringar av ett företags egna kapital så skall dessa förändringar specificeras i företagets årsredovisning. Om det är frågan om ett återköp skall eget kapital minska med motsvarande summa som bolaget återköpte aktier för (5 kap 14 § ÅRL).

4.2 Regeringspropositionen 1999/2000:34

Regeringens förslag: ”Publika aktiebolag vars aktier är noterad vid en börs eller annan reglerad marknad, skall få förvärva egna aktier” (Regeringspropositionen 1999/2000:34 s 53).

Anledningen till regeringens förslag om återköp är bland annat att ett förvärv av egna aktier anses förbättra resursutnyttjandet inom näringslivet. Rätten att förvärva egna aktier skulle leda till att företagen kan använda bolagets kapital på ett effektivare sätt och att förutsättningarna för att föra tillbaka kapital till aktieägarna ökar. De metoder som företagen använder för att föra över överlikviditet till aktieägarna anses i propositionen inte som tillräckliga. Rätten till återköp av egna aktier skulle vara en bättre metod vid överföring av överskott till aktieägarna (ibid. s 54). En annan anledning till att göra det möjligt för företag att förvärva egna aktier är att de finansiella marknaderna har blivit mer och mer

internationella. Då det i de flesta andra länder är tillåtet med återköp av egna aktier är det viktigt att de svenska bolagen ges samma möjligheter, för att inte förlora investerare till andra länder där återköp är tillåtet (Regeringspropositionen 1999/2000:34 s 55).

5 Resultat och analys

Vi väljer att med hjälp av Wilcoxon's test analysera våra variabler; spread handelsvolym och volatilitet. Vi gör även t-test på våra logaritmerade kvotvärden av samma variabler som för Wilcoxon's test. Kring de här variablerna drar vi slutsatser som presenteras var för sig i det här kapitlet. Avslutningsvis gör vi en sammanställning av de resultat vi kommer fram till.

5.1 Förändringar i spread i samband med ett återköp

Vi använder samma nollhypotes och mothypotes vid alla Wilcoxon's test av förändringar i spread i samband med ett återköp.

Nollhypotes: Spread är den samma före återköpet som efter återköpet.

$$H_0: \mu_1 - \mu_2 = d_0$$

Mothypotes: Spread före återköpet är skild från spread efter återköpet, det vill säga att den ökar eller minskar.

$$H_1: \mu_1 - \mu_2 \neq d_0$$

5.1.1 Absolut spread

Absolut spread syftar på de värden vi har tagit fram för varje företag i absoluta termer.

Absolut spread vid återköp

		N	Medel kvot	Sum. av kvoter
Medel efter - Medel före	Negativa kvoter	9 ^a	11.89	107.00
	Positiva kvoter	26 ^b	20.12	523.00
	Oförändrade	0 ^c		
	Totalt	35		
Median efter - Median före	Negativa kvoter	2 ^d	11.00	22.00
	Positiva kvoter	17 ^e	9.88	168.00
	Oförändrade	16 ^f		
	Totalt	35		

a. Medel efter < Medel före

b. Medel efter > Medel före

c. Medel efter = Medel före

d. Median efter < Median före

e. Median efter > Median före

f. Median efter = Median före

Wilcoxon's test

	Medel efter - Medel före	Median efter - Median före
Z	-3.407 ^a	-2.951 ^a
Signifikans (2-sidig)	.001	.003

a. Baserad på negativa kvoter.

Figur 5.1

Figuren visar resultatet från Wilcoxon's test över hur medel och median av hur absolut spread förändras vid ett återköp.

I figuren går det att utläsa hur många företag som har fått en högre, lägre eller alternativt samma absoluta spread efter återköpet som före återköpet. Vi ser i den översta bilden att en majoritet av företagen har fått ett högre medelvärde för absolut spread efter återköpet, se *positiva kvoter*. Däremot är det ungefär lika många företag som har samma eller en ökad median före som efter. I den undre delen av figuren visar Z-värdet, trots denna ambivalens i median, att både medel- och medianvärdet för absolut spread ökar signifikant vid återköp. Detta ser vi eftersom Z-värdet ligger i det kritiska området och således förkastas nollhypotesen, det är statistiskt säkerhetsställt att en ökning i absolut spread har skett.

5.1.2 Relativ spread

Till skillnad från föregående avsnitt behandlar vi här spread i relativa termer, det vill säga att de absoluta värdena har räknats om till procentuella värden.

Relativ spread vid återköp

		N	Medel kvot	Sum. av kvoter
Medel efter - Medel före	Negativa kvoter	7 ^a	16.14	113.00
	Positiva kvoter	28 ^b	18.46	517.00
	Oförändrade	0 ^c		
	Totalt	35		
Median efter - Median före	Negativa kvoter	12 ^d	13.17	158.00
	Positiva kvoter	23 ^e	20.52	472.00
	Oförändrade	0 ^f		
	Totalt	35		

- a. Medel efter < Medel före
- b. Medel efter > Medel före
- c. Medel efter = Medel före
- d. Median efter < Median före
- e. Median efter > Median före
- f. Median efter = Median före

Wilcoxon's test

	Medel efter - Medel före	Median efter - Median före
Z	-3.309 ^a	-2.572 ^a
Signifikans (2-sidig)	.001	.010

- a. Baserad på negativa kvoter.

Figur 5.2

Figuren visar resultatet från Wilcoxon's test hur medel och median av hur spread förändras vid ett återköp.

Precis som för absolut spread så har även medelvärdet för relativ spread majoriteten av företagen ökat efter återköpet. För medianen är det något färre antal företag som ökat i värde efter återköpet. Trots detta ser vi att för både median och medel ligger Z-värdet i det kritiska området och således förkastats nollhypotesen. Vi kan säkerställa på 5 % signifikansnivå att ett återköp leder till en ökning i relativ spread.

5.1.3 Parametriska tester

Absolut spread						
	Test Värde = 0					
	t	df	Sig. (2-sidig)	Medel Differens	95% Konfidens- Intervall av Differensen	
					Nedre	Övre
Medel	3.472	34	.001	.206568	.085675	.327460
Median	3.170	34	.003	.225019	.080767	.369270

Figur 5.3 En-variabels test över absolut spread (logaritmerade värden).

Relativ spread						
	Test Värde = 0					
	t	df	Sig. (2-sidig)	Medel Differens	95% Konfidens- Intervall av Differensen	
					Nedre	Övre
Median	2.804	34	.008	.153917	.042348	.265486
Medel	2.797	34	.008	.145832	.039875	.251790

Figur 5.4 En-variabels test över spread (logaritmerade värden).

I figur 5.3 och 5.4 ser vi att både absolut spread och relativ spread har förändrats signifikant efter återköpet, se *sig. (2-sidig)*, som har ett lägre värde än 5 %. Dessa två figurer stärker resultatet från tidigare figurer, 5.1 samt 5.2, nämligen att på femprocentig signifikansnivå går det att statistiskt säkerställa att ett återköp leder till en ökning av relativ spread samt av absolut spread.

5.1.4 Tabell över förändring i relativ spread

För att åskådliggöra förändringen av relativ spread för varje enskilt företag har vi på nästkommande sida gjort en tabell över dessa förändringar i tabell 5.1.

Tabellen avser relativ spread, vilket gör att företagen blir jämförbara med varandra.

Företag	Medel			Median		
	Före	Efter	Förändring	Före	Efter	Förändring
1 Axfood AB	1,25	1,32	5,9%	0,84	0,97	15,7%
2 Bergman & Beving AB	1,62	1,63	0,3%	1,39	1,29	-7,7%
3 Bilia AB	1,65	2,40	45,0%	1,34	2,17	62,0%
4 Capona AB	1,37	1,63	18,7%	1,17	1,13	-3,4%
5 Castellum AB	0,86	1,05	22,0%	0,66	0,94	43,2%
6 Eluxtrolux AB	0,46	0,54	17,9%	0,31	0,40	28,9%
7 Europolitan AB	0,95	0,63	-34,1%	0,77	0,51	-34,2%
8 Fabege AB	1,05	1,01	-3,6%	0,69	0,85	24,4%
9 Fast Partner AB	3,02	3,47	14,9%	2,53	3,03	19,7%
10 Gothon Lines AB	3,16	3,98	26,0%	2,45	3,39	38,1%
11 Gotland Rederi AB	9,54	6,10	-36,0%	7,22	5,34	-26,0%
12 Haldax AB	1,32	1,21	-8,7%	1,14	0,94	-17,8%
13 Höganäs AB	0,78	1,05	33,9%	0,60	0,74	21,9%
14 Holmen AB	0,52	0,56	8,2%	0,40	0,46	14,2%
15 Intellecta AB	2,75	5,31	93,5%	2,13	3,85	80,7%
16 JM	2,44	1,40	-42,7%	1,89	0,93	-50,7%
17 Investmentaktiebolaget Latour	1,56	2,68	71,7%	1,01	2,17	115,5%
18 Lindab AB	1,37	1,79	30,6%	1,03	1,45	41,6%
19 L E Lundbergföretaget AB	0,83	1,06	28,2%	0,85	0,84	-2,1%
20 Malmbergs Elektriska AB	3,13	4,35	39,1%	2,73	3,47	27,1%
21 Mandamus fastigheter AB	1,18	1,35	14,9%	0,99	0,88	-11,0%
22 Munters AB	1,65	2,07	25,4%	1,16	1,76	52,3%
23 NCC AB	0,91	1,03	13,6%	0,61	0,73	20,0%
24 New Wave group AB	1,72	2,00	16,8%	1,55	1,72	11,0%
25 OEM International AB	1,29	1,83	41,4%	0,98	1,59	61,9%
26 Ratos AB	1,00	0,88	-12,1%	0,80	0,64	-19,9%
27 Säki AB	3,41	5,63	64,9%	2,60	3,53	35,8%
28 Sandvik	0,46	0,35	-23,9%	0,27	0,23	-16,1%
29 Swedish Match AB	0,52	0,82	56,1%	0,36	0,65	81,2%
30 Fastighetsaktiebolaget Tornet	0,95	1,16	22,3%	0,88	0,80	-9,6%
31 Traction AB	2,44	4,36	78,8%	1,75	3,70	111,1%
32 Trelleborg AB	0,76	0,82	8,5%	0,68	0,74	8,1%
33 Lennart Wallenstam byggnads AB	1,03	1,34	30,6%	0,95	0,89	-6,0%
34 Volvo AB serie A	0,61	0,98	60,8%	0,48	0,69	44,2%
35 Volvo AB serie B	0,30	0,41	37,5%	0,23	0,31	35,1%

Tabell 5.1

Medel och median syftar på medel respektive median för varje företag före och efter återköpet. Nästa kolumn, förändring, visar förändringen i procent efter återköpet jämfört med före.

I tabellen kan vi utläsa att medelvärdet för relativ spread har ökat för de flesta företagen, endast sju stycken har minskat. Många har en procentuell förändring på runt 20-30 % ett företag kommer dock upp till 93,5 %. I median är det fler företag som har minskat i spread, tolv stycken. I de flesta fall är det samma företag som minskar respektive ökar i både medel och median. Värt att notera är att median i många fall har större procentuell förändring än medel. Det innebär att

den generella nivån har ökat för dagarna i intervallet medan ett högre medel kan tyda på att det finns fler dagar med extremvärden.

5.2 Förändringar av handelsvolym i samband med återköp

Vi använder samma nollhypotes och mothypotes för alla Wilcoxon's test vid förändringar i handelsvolym i samband med ett återköp.

Nollhypotes: Handelsvolym är den samma före återköpet som efter återköpet.

$$H_0: \mu_1 - \mu_2 = d_0$$

Mothypotes: handelsvolymen före återköpet är skild från handelsvolymen efter återköpet, det vill säga att handelsvolymen har ökat eller minskat.

$$H_1: \mu_1 - \mu_2 \neq d_0$$

5.2.1 Handelsvolym

Volym vid återköp

		N	Medel kvot	Sum. av kvoter
Medel efter - Medel före	Negativa kvoter	18 ^a	17.56	316.00
	Positiva kvoter	17 ^b	18.47	314.00
	Oförändrade	0 ^c		
	Totalt	35		
Median efter - Median före	Negativa kvoter	24 ^d	15.88	381.00
	Positiva kvoter	10 ^e	21.40	214.00
	Oförändrade	1 ^f		
	Totalt	35		

a. Medel efter < Medel före

b. Medel efter > Medel före

c. Medel efter = Medel före

d. Median efter < Median före

e. Median efter > Median före

f. Median efter = Median före

Wilcoxon's test

	Medel efter - Medel före	Median efter - Median före
Z	-.016 ^a	-1.428 ^a
Signifikans (2-sidig)	.987	.153

a. Baserad på positiva kvoter.

Figur 5.5

Figuren visar resultatet från Wilcoxon's test över hur medel och median på handelsvolymen förändras vid ett återköp.

Överst i figuren ovan kan vi utläsa hur många företag som har en högre, lägre eller alternativt samma handelsvolym efter återköpet som före. Vi ser att för medelvärdet är det cirka hälften som har lägre handelsvolym efter återköpet, se *negativa kvoter*, och hälften som har högre, se *positiva kvoter*. För medianvärdet är det betydligt fler företag som har en minskad handelsvolym efter återköpet. Trots den här minskningen kan vi i den understa delen av figuren observera att varken medel- eller medianvärdena är signifikanta på 5 % nivån. Det innebär att det inte finns någon statistisk säkerställd ökning eller minskning av handelsvolym i samband med ett återköp. De Z-värden som detta test ger, ligger inom acceptansområdet och därmed kan vi inte förkasta vår nollhypotes.

5.2.2 Marknadsjusterad handelsvolym

Analysen av förändring i handelsvolym kan dock inte avslutas här. Vi måste ha i åtanke att hela handelsvolymen på börsen har ökat under vår undersökningsperiod och således bör även handelsvolymen för de företag vi undersöker i vår studie ha ökat. Därför behöver vi göra något för att våra värden ska bli så relevanta som möjligt. Det vi gör är att marknadsjustera handelsvolymen efter affärsvärldens generalindex. De värden som vi får ut är de som är av störst vikt i vår studie rörande handelsvolym.

Marknadsjusterad volym vid återköp

		N	Medel kvot	Sum. av kvoter
Medel efter - Medel före	Negativa kvoter	32 ^a	18.75	600.00
	Positiva kvoter	3 ^b	10.00	30.00
	Oförändrade	0 ^c		
	Totalt	35		
Median efter - Median före	Negativa kvoter	34 ^d	17.79	605.00
	Positiva kvoter	1 ^e	25.00	25.00
	Oförändrade	0 ^f		
	Totalt	35		

- a. Medel efter < Medel före
- b. Medel efter > Medel före
- c. Medel efter = Medel före
- d. Median efter < Median före
- e. Median efter > Median före
- f. Median efter = Median före

Wilcoxon's Test

	Medel efter - Medel före	Median efter - Median före
Z	-4.668 ^a	-4.750 ^a
Signifikans (2-sidig)	.000	.000

- a. Baserad på positiva kvoter.

Figur 5.6

Figuren visar resultatet från Wilcoxon's test över hur medel och median av den marknadsjusterade handelsvolymen förändras vid ett återköp.

I figur 5.6 nedan ser vi att i motsats till den icke marknadsjusterade handelsvolymen visar den marknadsjusterade handelsvolymen en stark signifikant förändring. Detta talar för att nollhypotesen ska förkastas eftersom Z-värdena ligger utanför acceptansområdet. Marknadsjusterad handelsvolym uppvisar en stark signifikans och därmed är det statistiskt säkerställt att en förändring i marknadsjusterad handelsvolym har skett. Nollhypotesen förkastas till förmån för mothypotesen. Eftersom Z-värdena i det här testet är baserat på de positiva rankningarna så betyder det att den marknadsjusterade handelsvolymen har minskat. Detta kan vi även se i övre delen av figur 5.6. Figuren visar att medel och median värdet för den marknadsjusterade handelsvolymen har minskat för 32 respektive 34 av de 35 företagen efter återköpet.

5.2.3 Parametriskt test

Marknadsjusterad handelsvolym						
	Test Värde = 0					
	t	df	Sig. (2-sidig)	Medel Differens	95% Konfidens- Intervall av Differensen	
					Nedre	Övre
Medel	-8,459	34	.000	-.719017	-.89157	-.546276
Median	-10,392	34	.000	-.969933	-1.159609	-.780256

Figur 5.7 En variabls test över handelsvolym (logaritmerade värden).

Det parametriska testet visar i enlighet med de icke-parametriska att det föreligger en signifikant förändring i handelsvolym efter den har marknadsjusterats.

5.2.4 Tabell över förändringar i marknadsjusterad handelsvolym

För att åskådliggöra de marknadsjusterade handelsvolymförändringen för varje enskilt företag har vi på nästkommande sida gjort en tabell över dessa förändringar i tabell 5.2.

Tabell 5.2 visar enbart handelsvolymen efter det att den justerats mot förändringar i marknaden. Vi väljer att visa marknadsjusterad handelsvolym istället för i absoluta tal eftersom marknadsperspektivet gör det möjligt att jämföra företagen med varandra.

Företag	Medel			Median		
	Före	Efter	Förändring	Före	Efter	Förändring
1 Axfood AB	0,0006	0,0003	-50,9%	0,0003	0,0002	-38,2%
2 Bergman & Beving AB	0,0009	0,0004	-48,1%	0,0003	0,0001	-54,3%
3 Bilia AB	0,0004	0,0001	-67,2%	0,0002	0,0000	-71,9%
4 Capona AB	0,0007	0,0001	-83,5%	0,0004	0,0001	-81,5%
5 Castellum AB	0,0017	0,0009	-46,8%	0,0013	0,0005	-57,7%
6 Eluxtrolux AB	0,0170	0,0112	-34,2%	0,0158	0,0098	-37,5%
7 Europolitan AB	0,0046	0,0030	-34,7%	0,0043	0,0031	-27,7%
8 Fabege AB	0,0029	0,0014	-49,6%	0,0020	0,0010	-49,2%
9 Fast Partner AB	0,0008	0,0002	-75,7%	0,0003	0,0001	-71,6%
10 Gothon Lines AB	0,0001	0,0001	-21,3%	0,0001	0,0000	-59,2%
11 Gotland Rederi AB	0,0000	0,0000	22,1%	0,0000	0,0000	-50,1%
12 Haldax AB	0,0004	0,0002	-38,8%	0,0002	0,0001	-24,1%
13 Höganäs AB	0,0012	0,0005	-60,9%	0,0009	0,0002	-76,8%
14 Holmen AB	0,0024	0,0011	-54,1%	0,0020	0,0007	-65,6%
15 Intellecta AB	0,0000	0,0000	-28,7%	0,0000	0,0000	-33,7%
16 JM AB	0,0008	0,0004	-50,6%	0,0002	0,0002	-14,1%
17 Investmentaktiebolaget Latour	0,0001	0,0002	22,8%	0,0001	0,0000	-87,6%
18 Lindab AB	0,0004	0,0002	-50,8%	0,0002	0,0001	-61,7%
19 L E Lundbergföretaget AB	0,0009	0,0006	-38,2%	0,0005	0,0001	-75,8%
20 Malmbergs Elektriska AB	0,0000	0,0000	-68,5%	0,0000	0,0000	-71,3%
21 Mandamus fastigheter AB	0,0008	0,0004	-54,2%	0,0004	0,0002	-57,6%
22 Munters AB	0,0005	0,0003	-44,1%	0,0002	0,0001	-48,3%
23 NCC AB	0,0015	0,0009	-42,6%	0,0010	0,0005	-48,4%
24 New Wave group AB	0,0006	0,0004	-30,2%	0,0005	0,0001	-68,8%
25 OEM International AB	0,0002	0,0000	-81,8%	0,0001	0,0000	-87,9%
26 Ratos AB	0,0017	0,0007	-61,0%	0,0014	0,0005	-64,4%
27 Säki AB	0,0000	0,0000	-29,7%	0,0000	0,0000	-82,5%
28 Sandvik AB	0,0062	0,0068	9,4%	0,0057	0,0062	10,2%
29 Swedish Match AB	0,0123	0,0073	-41,1%	0,0095	0,0054	-42,7%
30 Fastighetsaktiebolaget Tornet	0,0010	0,0004	-62,8%	0,0005	0,0002	-65,1%
31 Traction AB	0,0000	0,0000	-85,8%	0,0000	0,0000	-89,2%
32 Trelleborg AB	0,0080	0,0031	-61,4%	0,0068	0,0023	-66,4%
33 Lennart Wallenstam byggnads AB	0,0005	0,0002	-63,8%	0,0002	0,0001	-55,5%
34 Volvo AB serie A	0,0016	0,0013	-17,0%	0,0010	0,0006	-39,1%
35 Volvo AB serie B	0,0255	0,0089	-65,1%	0,0213	0,0071	-66,4%

Tabell 5.2

Medel och median syftar på medel respektive median för varje företag före och efter återköpet.

Nästa kolumn, förändring, visar förändringen i procent efter återköpet jämfört med före.

Anledningen till att alla tal kan tyckas nästan obetydliga är att när handelsvolymen marknadsjusteras har varje enskilt företag en väldigt liten del av den totala handelsvolymen på marknaden. Ur tabellen under medel kan vi utläsa att enbart tre företag ökade sin marknadsjusterade handelsvolym efter återköpet och i median ökade endast ett företag sin marknadsjusterade handelsvolym.

5.3 Förändringar i volatilitet i samband med återköp

Precis som för handelsvolym och spread använder vi samma nollhypotes och mothypotes för Wilcoxon's test av förändringar i volatilitet.

Nollhypotes: volatilitet är densamma före återköpet som efter återköpet.

$$H_0: \mu_1 - \mu_2 = d_0$$

Mothypotes: volatilitet före återköpet är skild från volatilitet efter återköpet, det vill säga att den ökar eller minskar.

$$H_1: \mu_1 - \mu_2 \neq d_0$$

5.3.1 Mittprisvolatilitet

Mittpriset är köpkursen adderat med säljkursen, dividerat på två. Mittpriset ger en jämnare kurva än senast betalkursen. Då det uppstår en fiktiv volatilitet då senast betalkurs används av det faktum att ungefär hälften av avsluten sker på säljkurs och ungefär hälften sker på köpkurs. För att detta inte ska få genomslag i vår undersökning har vi använt oss av mittpris.

Mittprisvolatilitet vid återköp

	N	Medel kvot	Sum. av kvoter
Efter - Före			
Negativa kvoter	20 ^a	18.85	377.00
Positiva kvoter	15 ^b	16.87	253.00
Oförändrade	0 ^c		
Totalt	35		

a. Efter < Före

b. Efter > Före

c. Efter = Före

Wilcoxon's Test

	Efter - Före
Z	-1.016 ^a
Signifikans (2-sidig)	.310

a. Baserad på positiva kvoter

Figur 5.8

Figuren visar resultatet från Wilcoxon's test över hur mittprisvolatilitet förändras vid ett återköp.

Det går inte att utläsa något tydligt samband för hur mittprisvolatilitet förändras i samband med ett återköp. Som vi ser i figuren ovan är det nästan lika många företag som får en ökad mittprisvolatilitet som det är företag som får en minskad mittprisvolatilitet efter återköpet. Det gör även att Z-värdet hamnar inom acceptansområdet och således går det inte att förkasta nollhypotesen.

5.3.2 Köpkursvolatilitet

Genom att analysera volatilitet på köpkursen går det att komma fram till om det har funnits ett säljtryck under den analyserade perioden. För att se om det har blivit någon obalans i handeln efter återköpet så har vi även tittat på genomsnittet av köpkursen före och efter samt genomsnittet av säljkursen före respektive efter. Vi kan konstatera att det inte finns någon asymmetri i handeln. Det har inte skett någon märkbar förändring av köp- eller säljtrycket efter återköpet.

Köpkursvolatilitet vid återköp

		N	Medel kvot	Sum. av kvoter
Efter - Före	Negativa kvoter	18 ^a	18.33	330.00
	Positiva kvoter	17 ^b	17.65	300.00
	Oförändrade	0 ^c		
	Totalt	35		

a. Efter < Före

b. Efter > Före

c. Efter = Före

Wilcoxon's Test

	Efter - Före
Z	-.246 ^a
Signifikans (2-sidig)	.806

a. Baserad på positiva kvoter.

Figur 5.9

Figuren visar resultatet från Wilcoxon's test över hur köpkursvolatilitet förändras vid ett återköp.

Köpkursvolatilitet ger samma resultat som mittprisvolatilitet, det finns ingen statistisk säkerställd skillnad i köpkursvolatilitet i samband med ett återköp och inte heller här kan nollhypotesen förkastas.

5.3.3 Säljkursvolatilitet

Genom att analysera säljkursen vill vi förstå om det har funnits något köptryck under den här perioden.

Säljkursvolatilitet vid återköp

		N	Medel kvot	Sum. av kvoter
Efter - Före	Negativa kvoter	19 ^a	19.47	370.00
	Positiva kvoter	16 ^b	16.25	260.00
	Oförändrade	0 ^c		
	Totalt	35		

a. Efter < Före

b. Efter > Före

c. Efter = Före

Wilcoxon's Test

	Efter - Före
Z	-.901 ^a
Signifikans (2-sidig)	.368

a. Baserad på positiva kvoter.

Figur 5.10

Figuren visar resultatet från Wilcoxon's test över hur säljkursvolatilitet förändras vid ett återköp.

Säljkursvolatilitet ger samma resultat som de två ovanstående volatilitetstesterna och även här så hamnar Z-värdet inom acceptansområdet och nollhypotesen kan inte förkastas.

5.3.4 Marknadsjusterad mittprisvolatilitet

Precis som för handelsvolymen behöver volatilitet marknadsjusteras för att vi ska kunna dra relevanta slutsatser.

Marknadsjusterad mittprisvolatilitet vid återköp

		N	Medel kvot	Sum. av kvoter
Efter - Före	Negativa kvoter	27 ^a	19.44	525.00
	Positiva kvoter	8 ^b	13.13	105.00
	Oförändrade	0 ^c		
	Totalt	35		

a. Efter < Före

b. Efter > Före

c. Efter = Före

Wilcoxon's Test

	Efter - Före
Z	-3.440 ^a
Signifikans (2-sidig)	.001

a. Baserad på positiva kvoter.

Figur 5.11

Figuren visar resultatet från Wilcoxon's test över hur marknadsjusterad mittprisvolatilitet förändras vid ett återköp.

När mittprisvolatilitet marknadsjusteras blir resultatet tvärtemot de tidigare testerna på volatilitet. För 27 av de 35 företagen så har marknadsjusterad mittprisvolatilitet minskat. Detta gör att Z-värdet hamnar i det kritiska området och därmed förkastas nollhypotesen. Då testet baseras på positiva kvoter kan vi statistiskt säkerställa en minskning av marknadsjusterad mittprisvolatilitet efter ett återköp.

5.3.5 Parametriska tester

Volatilitet

	Test Värde = 0					
	t	df	Sig. (2-sidig)	Medel Differens	95% Konfidens- Intervall av Differensen	
					Nedre	Övre
Mittpris	-1.537	34	.134	-.2386	-.5540	.0768
Köpkurs	-.259	34	.797	-.0253	-.2234	.1728
Säljkurs	-1.117	34	.272	-.1619	-.4565	.1327

Figur 5.12

Figuren visar t-test över volatilitet för mittpris, köpkurs samt säljkurs i samband med återköp (logaritmerade värden).

Figuren ovan stärker de resultat vi tidigare har kommit fram till, nämligen att det inte går att statistiskt säkerställa en skillnad i mittpris-, köpkurs- samt säljkursvolatilitet i samband med ett återköp.

Marknadsjusterad volatilitet

	Test Värde = 0					
	t	df	Sig. (2-sidig)	Medel Differens	95% Konfidens- Intervall av Differensen	
					Nedre	Övre
Senast betald	-5.502	34	.000	-.474063	-.649163	-.298963
Mittpris	-3.744	34	.001	-.574543	-.886421	-.262665

Figur 5.13

Figuren visar t-test över marknadsjusterad volatilitet för mittpris samt senast betald kurs i samband med återköp (logaritmerade värden).

Av figur 5.12 går det att utläsa att det marknadsjusterade mittpriset visar en signifikant förändring. Det innebär att vi kan förkasta nollhypotesen till fördel för mothypotesen och kan därmed statistiskt säkerställa att en förändring har skett året efter företagen gjorde sitt återköp. Den marknadsjusterade senast betalkursen visar också den en signifikant förändring efter återköpet. Nollhypotesen förkastas även här till fördel för mothypotesen.

5.3.6 Tabell över förändringar i volatilitet

För att åskådliggöra förändringen av volatilitet för varje enskilt företag har vi gjort en tabell över dessa förändringar, se tabell 5.3.

Mittpriset är beräknat som kvoten av dagens köpkurs plus säljkurs dividerat med två. Vi väljer mittpriset som ger en jämnare kurva än senast betalkursen, vilken ger en fiktiv volatilitet eftersom den varierar mellan avslut på köp- alternativt säljkurs.

Företag	Ej marknadsjusterad			Marknadsjusterad		
	Före	Efter	Förändring	Före	Efter	Förändring
1 Axfood AB	5,84	4,75	-18,7%	1,86	1,36	-27,9%
2 Bergman & Beving AB	5,66	3,48	-38,5%	2,05	0,95	-53,9%
3 Bilia AB	6,07	5,39	-11,2%	2,14	1,46	-31,6%
4 Capona AB	2,38	1,97	-17,5%	1,23	0,60	-51,6%
5 Castellum AB	2,27	1,86	-17,9%	0,94	0,58	-37,8%
6 Eluxtrolux AB	6,24	6,59	5,7%	3,19	2,02	-36,7%
7 Europolitan AB	11,99	9,99	-16,7%	3,31	2,92	-11,8%
8 Fabege AB	4,06	2,44	-40,0%	1,69	0,77	-54,6%
9 Fast Partner AB	28,03	3,27	-88,3%	8,34	1,29	-84,6%
10 Gothon Lines AB	6,71	6,17	-8,0%	1,99	2,12	6,6%
11 Gotland Rederi AB	56,23	3,66	-93,5%	20,46	0,90	-95,6%
12 Haldax AB	5,26	5,48	4,0%	1,63	1,64	0,4%
13 Höganäs AB	2,92	3,54	21,4%	1,62	1,05	-34,8%
14 Holmen AB	4,85	5,98	23,3%	1,78	1,69	-5,2%
15 Intellecta AB	5,93	13,58	129,0%	1,77	4,34	144,8%
16 JM	6,46	2,17	-66,4%	1,78	0,89	-50,1%
17 Investmentaktiebolaget Latour	3,55	4,93	39,0%	2,50	1,33	-46,7%
18 Lindab AB	3,07	5,49	78,7%	1,60	1,66	3,6%
19 L E Lundbergföretaget AB	1,42	1,19	-16,7%	0,90	0,32	-64,3%
20 Malmbergs Elektriska AB	3,61	7,28	101,7%	1,07	2,43	127,0%
21 Mandamus fastigheter AB	5,97	3,07	-48,6%	2,98	0,93	-68,6%
22 Munters AB	4,27	5,86	37,1%	2,41	1,75	-27,5%
23 NCC AB	3,02	4,33	43,3%	2,01	1,16	-42,0%
24 New Wave group AB	7,44	5,23	-29,6%	4,70	1,47	-68,8%
25 OEM International AB	4,30	2,46	-42,8%	2,21	0,75	-65,9%
26 Ratos AB	2,32	2,19	-5,7%	1,31	0,65	-50,2%
27 Säki AB	5,03	13,80	174,5%	2,62	4,17	59,1%
28 Sandvik	4,84	3,26	-32,6%	1,31	1,33	1,3%
29 Swedish Match AB	2,58	2,57	-0,3%	1,25	0,79	-37,3%
30 Fastighetsaktiebolaget Tornet	1,56	2,27	45,8%	0,83	0,67	-19,1%
31 Traction AB	15,58	6,04	-61,2%	5,63	1,63	-71,0%
32 Trelleborg AB	2,53	2,28	-9,8%	1,35	0,69	-49,2%
33 Lennart Wallenstam byggnads AB	1,39	2,60	88,0%	0,50	0,71	41,0%
34 Volvo AB serie A	3,75	3,85	2,7%	1,56	1,21	-22,2%
35 Volvo AB serie B	3,41	3,72	8,9%	1,42	1,17	-17,5%

Tabell 5.3

Ej marknadsjusterad syftar på volatilitet på den procentuella förändringen på det faktiska värdet i mittpris för varje företag. Marknadsjusterad visar företagets utveckling i förhållande till hela marknaden. Förändring visar förändringen i procent efter återköpet jämfört med före.

Redan i figur 5.8 och 5.11 såg vi att volatilitet i mittpris har minskat för många företag efter återköpstillfället. I tabellen ovan kan vi närmare granska specifikt i vilka företag en minskning eller ökningen av mittpris volatilitet respektive marknadsjusterad mittpris volatilitet skett. Kolumnen för det marknadsjusterade mittpriset visar på skillnaden som uppstår när värdena tar hänsyn till de förändringar som har skett på marknaden under den period vi studerar varje företag.

5.4 Sammanfattning av analysen

Vi har kommit fram till att absolut och relativ spread visar en signifikant ökning av både medelvärden och medianvärden efter ett återköp. Det innebär att transaktionskostnaderna för investerarna ökar, eftersom spread utgör en stor del av transaktionskostnaderna. Våra resultat visar, om vi kan anta att priset är detsamma, att de ökade transaktionskostnaderna leder till att det blir dyrare att investera i företagets aktier efter ett återköp. Vårt resonemang stämmer överens med "The information-asymmetry hypothesis" av Barclay och Smith (1988) och det är också den slutsats som de har dragit. Enligt de studier som vi har läst finns det inte ett entydigt svar för hur spread påverkas av ett återköp, utan det är snarare så att de slutsatser de olika studierna kommer fram till strider mot varandra.

Vi har även undersökt hur handelsvolym och volatilitet förändras efter ett företag genomför återköp av egna aktier. Vi lägger en stor vikt vid dessa variabler då dessa har väsentlig betydelse för förändringar i spread.

Ahn et al (2001) hänvisar till "The market maker hypothesis" för att förklara sitt resultat om att handelsvolymen tillfälligt ökar under återköpsperioden för att efter sedan då återköpet avslutats minska igen. Vi kan genom ett logiskt resonemang komma fram till samma resultat, det vill säga att handelsvolymen borde öka under återköpsperioden då ytterligare en aktör går in och handlar med aktien. När återköpen avslutats borde dock handelsvolymen falla tillbaka eftersom det finns ett färre antal aktier utestående på marknaden. Om det går att anta att investerarna inte omsätter aktien i högre grad än tidigare borde därmed ett färre antal aktier

leda till en lägre handelsvolym. Detta resonemang ligger väl i linje med vårt resultat som visar på signifikant minskning av marknadsjusterad handelsvolym.

Handelsvolymen har även en stor del i hur bra aktielikviditeten är, hur snabbt aktien kan omsättas, men de kan dock inte likställas. Av våra resultat utläser vi att den marknadsjusterade handelsvolymen har minskat signifikant efter återköpets genomförande. Eftersom marknadsjusterad handelsvolymen har minskat och både relativ och absolut spread har ökat har därmed aktielikviditeten försämrats. En försämrad aktielikviditet innebär att omsättningshastigheten på aktien blir lägre, det vill säga att det tar längre tid för köpare och säljare att mötas. För aktieägarna medför en försämring att de får svårare att hitta köpare till sina aktier och att omsättningen på aktierna går långsammare. När det finns färre aktier och om efterfrågan dessutom har minskat, kan aktieägarna få hålla sina aktier en längre tid i väntan på en köpare som vill betala det pris aktieägaren vill ha. Vi kan varken påvisa köp- eller säljtryck och antar därför att efterfrågan har minskat proportionerligt med antal utestående aktier.

Vi mäter hur företagets volatilitet förändras med flera olika variabler, men som vi har framhållit tidigare är det mittpriset som är det mest intressanta och speciellt det marknadsjusterade mittpriset. Våra resultat visar att det inte går att statistiskt säkerställa någon förändring av volatilitet om den inte först marknadsjusteras. När mittpriset marknadsjusteras påvisar det en tydlig minskning i volatilitet. Praktiskt innebär det att mittpriset varierar mindre från dag till dag efter ett återköp än före. Det här strider mot Barclay och Smiths (1988) teori som hävdar att volatilitet borde gå upp efter ett återköp. Istället kan vi statistiskt säkerställa att volatilitet för marknadsjusterat mittpris sjunker när återköpet genomförts.

Marknadsjusterad mittprisvolatilitet har minskat och trots detta har spread ökat. Detta antar vi att det beror på att minskningen av marknadsjusterad handelsvolym har varit av betydligt större vikt än minskningen av marknadsjusterad mittprisvolatilitet och därmed åstadkommit ökningen i spread. För aktieägare och investerare innebär minskad marknadsjusterad mittprisvolatilitet ett minskat risktagande eftersom det troligtvis kommer att ske mindre förändringar från en dag till nästa dag.

En ökning av såväl absolut som relativ spread och en minskning av marknadsjusterad handelsvolym leder till att företagets aktielikviditet försämras. Denna förändring av aktielikviditeten gör att företagets kapitalkostnader ökar. Anledningen till att företagets kapitalkostnad ökar är att investerarna höjer sina avkastningskrav så att avkastningen även ska täcka ökningen av transaktionskostnader.

6 Slutdiskussion

I detta kapitel sammanfattar vi de resultat vi kommit fram till i studien och vilka slutsatser vi kan dra utifrån undersökningen. Kapitlet avslutas med förslag på fortsatta studier.

6.1 Slutsats

Vi har studerat om och i så fall hur spread det vill säga skillnaden mellan köpkurs och säljkurs påverkas av att företagen köper tillbaka sina egna aktier. Våra resultat visar, vid en jämförelse mellan ett år före dagen för återköpet och ett år efter samma tidpunkt, en signifikant ökning av både relativ och absolut spread. Det innebär att gapet mellan köpkurs och säljkurs vidgas. För investerarna blir konsekvensen av detta att transaktionskostnaderna går upp eftersom en stor del av denna utgörs av spread.

I de teorier som ligger till grund för vår studie finner vi att spread är beroende av handelsvolym och volatilitet. Vi trodde i enlighet med dessa teorier att volatilitet skulle öka och det skulle medföra ökning för spread. Vi har i vår undersökning inte funnit belägg för detta samband. Tvärtom har istället spread ökat trots en minskning av volatilitet. Tidigare forskning indikerade att vi kunde vänta oss en minskning av handelsvolym efter ett återköp och att detta skulle leda till en ökning av spread. Vi kan konstatera att den marknadsjusterade handelsvolymen minskar när ett företag gör återköp. Vårt resultat pekar på att antingen är den marknadsjusterade volymminskningen så stor att denna ger ett större utslag på spread än minskningen i volatilitet eller är sambandet mellan marknadsjusterad handelsvolym och spread starkare än sambandet mellan spread och volatilitet.

Vårt resultat tyder på att företag inte borde göra återköp eftersom det påverkar deras kapitalkostnad negativt. Det kan emellertid finnas andra anledningar eller motiv som gör det lönsamt för företaget eller personer i dess ledning att göra återköp, detta är dock inget vår studie undersöker.

6.2 Fortsatta studier inom området

Det finns många intressanta vinklingar kring återköp och spread, både var och en för sig och tillsammans, så som vi har studerat dem. En fortsatt studie i direkt anslutning till denna skulle vara att göra en regressionsanalys för att studera relationer mellan spread, handelsvolym, volatilitet, emission, split, listning på utländsk börs etcetera

Andra faktorer att studera är hur priset påverkas av återköp och vad det kan innebära för investerarna.

Studier om hur signaleffekten påverkar marknaden när företag går ut med ett meddelande om återköpsprogram är en annan vinkel som det finns många amerikanska studier på och som skulle gå att applicera på den svenska marknaden.

Det skulle även vara intressant att undersöka hur ägarkoncentrationen påverkas av ett återköp. Om det finns en önskan att göra en kvalitativ undersökning skulle en undersökning om vilka anledningar företag har till att göra återköp vara givande.

Källförteckning

Artiklar

Ahn, H-J., Cao, C., & Choe, H. (2001). Share repurchase tender offers and bid-ask spreads. *Journal of Banking and Finance*, 25, 445-478.

Barclay, M. J., & Smith, C. W. (1988). Corporate payout policy: Cash dividends versus open-market repurchases. *Journal of Financial Economics*, 22, 61-82.

Demsetz, H. (1968). The cost of transaction. *Quarterly Journal of Economics*, 82, 33-53.

Heaton, H. B. (1998), Valuing small businesses: The cost of capital. *Appraisal Journal*, 65, 11-17.

Holmström, B., & Tirole, J. (1993). Market liquidity and performance monitoring. *Journal of Political Economy*, 101, 678-709.

Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (1995). Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics*, 39, 181-208.

Kothare, M. (1997). The effects of equity issues on ownership structure and stock liquidity. *Journal of Financial Economics*, 43, 131-148.

Krinsky, I., & Lee, J. (1996). Earnings announcements and the components of the bid-ask spread. *Journal of Finance*, 51, 1523-1535.

Miller, J. M., & McConnell, J. J. (1995). Open-market share repurchase programs and bid-ask spreads on the NYSE: Implications for corporate payout policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30, 365-383.

Singh, A. K., Zaman, M. A., & Krishnamurti, C. (1994). Liquidity changes associated with open market repurchases. *Financial Management*, 23, 47-56.

Tinic, S. M. (1972). The economics of liquidity services. *Quarterly Journal of Economics*, 86, 79-93.

Böcker

Alvesson, M., & Skoldberg, K. (1994). *Tolkning och reflektion: vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*. Lund: Studentlitteratur.

Backman, J. (1998). *Rapporter och uppsatser*. Lund: Studentlitteratur.

Körner, S., & Whalgren, L. (2000). *Statistisk dataanalys* (3:e uppl.). Lund: Studentlitteratur.

Rienecker, L., & Jørgensen, P. S. (2004). *Att skriva en bra uppsats*. Lund: Wallin & Dalholm Boktryckeri AB.

Elektroniska källor

www.fi.se Accessdatum från 2004-11-10 till 2004-11-20

www.stockholmsborsen.se Accessdatum från 2004-11-01 till 2004-12-30.

www.riksbanken.se Accessdatum från 2004-11-10 till 2004-11-20

[www.nbk.ihb.se/regler/Egna aktier 2000 v2.pdf](http://www.nbk.ihb.se/regler/Egna_aktier_2000_v2.pdf) Accessdatum 2004-11-15 (cit: Näringslivets börs-kommitté - Regler rörande köp och försäljning av egna aktier 2000).

www.duke.edu/~charvey/Classes/wpg/glossary.htm Accessdatum från 2004-11-10 till 2004-12-30

Övriga

Regeringspropositionen 1999/2000:34

Aktiebolagslagen, kapitel 1 och 7

Årsredovisningslagen, kapitel 5

FFFS, 2001:4

Bilaga 1

	Kortkommando	Företag	Återköpstillfälle
1	AXFO.SE	Axfood AB	2000-11-30
2	BERG-B.SE	Bergman & Beving AB	2000-08-30
3	BILI-A.SE	Bilia AB	2000-10-24
4	CAPO.SE	Capona AB	2000-05-26
5	CAST.SE	Castellum AB	2000-07-06
6	ELUX-B.SE	Eluxtrolux AB	2000-06-05
7	EURO.SE	Europolitan AB	2001-11-30
8	FABG-B.SE	Fabege AB	2000-07-07
9	FPAR.SE	Fast Partner AB	2001-03-16
10	GORT-B.SE	Gothon Lines AB	2001-02-23
11	GOTL-B.SE	Gotland Rederi AB	2000-09-28
12	HLDX.SE	Haldax AB	2001-09-24
13	HOGA-B.SE	Höganäs AB	2000-05-15
14	HOLM-B.SE	Holmen AB	2000-08-22
15	ICTA-B.SE	Intellecta AB	2001-07-04
16	JM.SE	JM AB	2001-05-03
17	LATO-B.SE	Investmentaktiebolaget Latour	2000-03-30
18	LIND-B.SE	Lindab AB	2000-05-25
19	LUND-B.SE	L E Lundbergföretaget AB	2000-03-30 - 04-07
20	MEAB-B.SE	Malmbergs Elektriska AB	2001-02-19
21	MFAS.SE	Mandamus fastigheter AB	2000-06-13
22	MTRS.SE	Munters AB	2000-05-12
23	NCC-B.SE	NCC AB	2000-04-06
24	NEWA-B.SE	New Wave group AB	2000-04-19
25	OEM-B.SE	OEM International AB	2000-05-31
26	RATO-B.SE	Ratos AB	2000-05-12
27	SAEK.SE	Säki AB	2000-05-25
28	SAND.SE	Sandvik AB	2001-05-21
29	SWMA.SE	Swedish Match AB	2000-06-16
30	TORN.SE	Fastighetsaktiebolaget Tornet	2000-05-08 - 05-18
31	TRAC-B.SE	Traction AB	2000-09-07
32	TREL-B.SE	Trelleborg AB	2000-05-19
33	WALL-B.SE	Lennart Wallenstam byggnads AB	2000-08-30
34	VOLV-A.SE	Volvo AB serie A	2000-07-10
35	VOLV-B.SE	Volvo AB serie B	2000-07-10

Kortkommandon är de sökord som vi använder för respektive företag för att hitta rätt information om respektive aktie i databasen SIX Trust. Datumen för återköpstillfällena har vi fått från Finansinspektionen och OMX hemsida för Stockholmsbörsen. För två företag har vi satt en återköpsperiod istället för ett datum eftersom de har en längre period som återköpstidpunkt och inte bara en dag.

