



**EKONOMI
HÖGSKOLAN**
Lunds universitet

VT 2007

Kandidatuppsats i finansiering
Företagsekonomiska institutionen
FEK 582

Överavkastning vid återköp av aktier

– en eventstudie om signaleffektens påverkan på
aktiekursen

Handledare:
Maria Gårdängen

Författare:
Daniel Fransson Johnsson
Hanna Lööf
Katarina Rodell
Mikael Ryd

SAMMANFATTNING

- Titel:** Överavkastning vid återköp av aktier – en eventstudie om signaleffektens påverkan på aktiekursen.
- Författare:** Daniel Fransson Johnsson, Hanna Lööf, Katarina Rodell samt Mikael Ryd.
- Handledare:** Maria Gårdängen
- Kurs:** FEK 582 Kandidatuppsats, 10 poäng
- Fem nyckelord:** Signaleffekt, överavkastning, marknadsmodellen, aktieåterköp, eventstudie.
- Syfte:** Syftet med uppsatsen är att undersöka om signaleffekten vid aktieåterköp påverkar aktiekursen i form av en överavkastning i Sverige, på samma sätt som forskningsartikeln av Hackethal och Zdantchouk (2006) visar har skett i Tyskland.
- Metod:** En kvantitativ metod i form av en eventstudie har genomförts för att utreda om det finns en överavkastning i samband med återköp av aktier i Sverige. Vi utgick från alla företag som gjort återköp mellan åren 2000 och 2006, vilka var 102 stycken när vår undersökning inleddes. Av dessa återstod endast 33 stycken, då datamängden gällande de övriga företagen var otillräcklig. Marknadsmodellen användes för att få fram den förväntade avkastningen där parametrarna skattades genom regressioner. Vidare användes resultaten av detta för att få fram en kumulativ avvikande avkastning (CAR), dels runt tidpunkten för kallelsen till bolagsstämma och dels runt tidpunkten för kungörelsen om att aktieåterköp skall påbörjas. Ett tvåsidigt t-test om att det inte fanns någon kumulativ avvikande avkastning gjordes på CAR-värdena för olika perioder.
- Slutsatser:** Uppsatsen kunde inte visa på att signalhypotesen ledde till någon överavkastning vid ett tillkännagivande av återköp, då resultaten inte var signifikanta. Istället har alternativa teorier och motiv till återköp diskuterats, till exempel underreaktionshypotesen.

ABSTRACT

- Title:** Abnormal return as a result of stock repurchase - an event study of the signalling power on stock prices.
- Authors:** Daniel Fransson Johnsson, Hanna Lööf, Katarina Rodell and Mikael Ryd.
- Advisor:** Maria Gårdängen
- Course:** FEK582, Bachelor thesis in Business Administration, 10 swedish credits (15 ECTS)
- Keywords:** Signal hypothesis, abnormal return, market model, repurchase of stock, event study.
- Purpose:** The purpose of this thesis is to examine whether the signalling power affect the stock price through abnormal returns at stock repurchases in Sweden, in the same way as the research paper by Hackethal and Zdantchouk (2006) shows has been the case in Germany.
- Methodology:** A quantitative method in the form of an event study has been used to observe if there exists any cumulative abnormal return for stock repurchases in Sweden. Our initial sample consisted of 102 Swedish companies that had been repurchasing stock between the years of 2000 and 2006. From these, only 33 companies remained in our final sample. The market model was used to obtain the expected return whereas the parameters were estimated through a regression. Furthermore, these results were used to attain a cumulative abnormal return (CAR), both at the date of the invitation to the AGM and at the date of the repurchase announcement. A t-test (two-sided) was used to estimate the statistical significance of any cumulative abnormal return for the CAR-values over different periods of time.
- Conclusions:** The thesis did not show any abnormal returns at the time when the announcement considering the repurchase of stock, was released. This was due to the fact that the achieved results were not statistically significant. Instead we have focused our conclusions on discussing alternative motives and theories. One explanation regards the under reaction hypothesis.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. INLEDNING	4
1.1 Bakgrund/problemdiskussion	4
1.2 Syfte	5
1.3 Avgränsning.....	5
1.4 Målgrupp.....	5
1.5 Disposition	5
2. METOD	6
2.1 Vetenskapligt angreppssätt	6
2.2 Datainsamling	7
2.3 Statistisk metod.....	7
2.4 Metodkritik	10
2.5 Reliabilitet och validitet	10
2.6 Bortfall.....	11
3. TEORETISK REFERENSRAM	12
3.1 Motiv till återköp.....	12
3.2 Signalthypotesen	14
3.3 Underreaktionshypotesen	14
3.4 Lagstiftning kring återköp	15
3.4.1 Det svenska regelverket kring återköp.....	15
3.4.2 Det tyska regelverket kring återköp.....	16
3.4.3 Det amerikanska regelverket kring återköp	16
3.5 Tidigare forskning kring effekter av aktieåterköp	18
4. EMPIRI	20
4.1 Inledande regression	20
4.2 Beräkning av residualer	21
4.3 Avvikande avkastning	23
4.3.1 Avvikande avkastning för kallelsen	23
4.3.2 Avvikande avkastning för tillkännagivandet	24
4.4 Sammanlagda CAR-värden.....	25
4.5 Affärsvärldens Generalindex för kallelsen.....	25
5. ANALYS	27
5.1 Underreaktionshypotesen.....	27
5.2 Motiv till återköp.....	27
5.3 Lagstiftningens påverkan.....	29
5.4 Betydelsen av olika sorters återköp.....	30
6. SLUTDISKUSSION	32
6.1 Slutsats.....	32
6.2 Förslag till vidare forskning	33
7. KÄLLFÖRTECKNING	34
8. BILAGOR	38

1. INLEDNING

I det inledande avsnittet skall bakgrund till ämnesvalet ges och diskussion om problemformulering föras. Detta resulterar i en konkret forskningsfråga och ett syfte för uppsatsen.

1.1 Bakgrund/problemdiskussion

Det har länge varit populärt att göra aktieåterköp i USA, främst som ett alternativ till utdelning på grund av de skatte fördelar som uppstår vid återköp. På senare tid har det blivit ett allt vanligare fenomen även i Sverige. Det dröjde dock till år 2000 innan det blev tillåtet att förvärva egna aktier i Sverige. Under de senaste 20 åren har ett stort antal undersökningar gjorts i USA kring påverkan på aktiekursens vid ett företags kungörelse om förvärv av egna aktier. Få liknande utredningar har dock gjorts i Sverige, varför vi valt att studera detta närmare.

I undersökningar som gjorts i USA har man kommit fram till att den genomsnittliga överavkastningen uppgår till runt 3 % (Vermaelen, 1981, Grullon och Michaely, 2002, Stephens och Weisbach, 1998, Ikenberry, 1995). År 2006 skrev Andreas Hackethal och Alexandre Zdantchouk en forskningsartikel där de jämförde signaleringseffekten av aktieåterköp vid tidpunkten för tillkännagivandet i USA och Tyskland. I studien kom de fram till att den avvikande avkastningen var fyra gånger högre i Tyskland än i USA (12 %). Enligt författarna kunde skillnaden bero på olikheter i ländernas lagstiftning kring återköp av egna aktier. Tyskland har mer omfattande regler än vad USA har. Detta leder till en större trovärdighet för tillkännagivanden om aktieåterköp gjorda av tyska företag.

Vid en jämförelse av Tysklands och Sveriges lagstiftning kring aktieåterköp, tycks det finnas stora likheter i form av strängare reglering än i USA. Vi tror därför att marknaden i Sverige kommer uppvisa liknande överavkastningar som marknaden i Tyskland. Om överavkastning föreligger kan det dock inte med säkerhet fastställas att det inträffade beror på lagstiftningen, då någon vidare undersökning av orsakerna inte kommer att genomföras.

Föregående diskussion mynnar därför ut i följande forskningsfråga: *Leder återköp av egna aktier till en överavkastning på aktiekursen i Sverige?*

1.2 Syfte

Syftet med uppsatsen är att undersöka om signaleffekten vid aktieåterköp påverkar aktiekursen i form av en överavkastning i Sverige, på samma sätt som forskningsartikeln av Hackethal och Zdantchouk (2006) visar har skett i Tyskland.

1.3 Avgränsning

Problemformuleringen avgränsas till en ansats som hävdar att signaleffekten ger förändring i form av en överavkastning på aktiekursen. En statistisk undersökning kommer därför inte att genomföras gällande motiv till aktieåterköp utan det kommer endast att föras en diskussion kring dem.

1.4 Målgrupp

Denna uppsats riktar sig främst till personer med grundläggande ekonomiska kunskaper samt vissa förkunskaper inom ekonometri vilket behövs för att förstå resonemang kring de statistiska modellerna som används.

1.5 Disposition

I *kapitel 2* kommer uppsatsens metod att redovisas. Vidare kommer även uppsatsens validitet, reliabilitet samt kritik mot metoden att diskuteras.

I *kapitel 3* kommer teorier, lagstiftning och aktuella forskningsrapporter att tas upp.

I *kapitel 4* redovisas de empiriska resultaten.

I *kapitel 5* analyseras resultaten från studien utifrån de relevanta teorierna.

I *kapitel 6* sammanfattas uppsatsens resultat och kritik kring uppsatsen diskuteras.

2. METOD

I detta kapitel presenteras tillvägagångssättet för uppsatsens utförande. Vidare diskuteras reliabilitet, validitet och metodkritik.

2.1 Vetenskapligt angreppssätt

Uppsatsen strävar efter att använda samma metod som i artikeln av Hackethal och Zdantchouk (2006). Syftet med att använda forskningsartikelns metod är att kunna jämföra resultaten från vår undersökning med resultaten i artikeln, för att se om det blir liknande överavkastningar i Sverige som i Tyskland.

För att se om det blir någon avvikande avkastning vid aktieåterköp kommer en kvantitativ undersökning i form av en eventstudie att genomföras. Eventstudier ligger i linje med vad Hackethal och Zdantchouk (2006) har gjort i sin undersökning och anses idag vara den mest använda metoden för att mäta aktiekursens utveckling kring en viss händelse (Cambell, Lo och MacKinlay, 1997). Metoden utvecklades redan år 1933 av Dolley och säger att om marknaden är effektiv borde händelsen på en gång avspeglade sig i aktiens pris. Detta gör att metoden är bra för att mäta förändringar i kursutvecklingen under en relativt kort period.

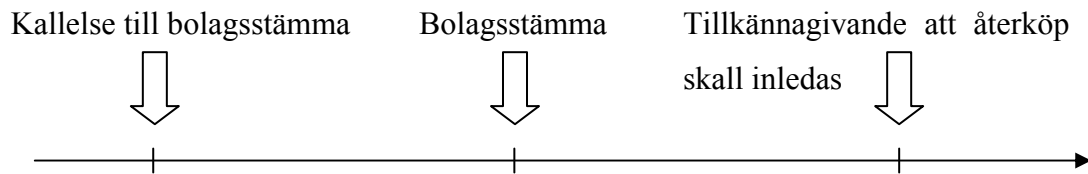
Artikeln av Hackethal och Zdantchouk (2006) jämför USA med Tyskland från år 1998 till och med år 2003 och utgår därmed från det år då det blev tillåtet att förvärva egna aktier i Tyskland. Vid en jämförelse med Sverige är det därför att föredra att man använder motsvarande tidsperiod, det vill säga precis efter att lagen trätt i kraft. Perioden som är aktuell för att undersökas är därför mellan åren 2000 och 2005. För att få tillräckligt många observationer, så att ett antagande om normalfördelning kan göras, läggs även de återköp till som gjorts under år 2006. Den aktuella tidsperioden blir därför mellan åren 2000 och 2006. Vi anser att det tillagda året inte kommer att påverka uppsatsens reliabilitet negativt eftersom vi endast studerar specifika tidsfönster inom den aktuella perioden. Dessa tidsfönster motsvarar de som används i Hackethals och Zdantchouks studie (2006).

2.2 Datainsamling

Det första steget blir att samla in data, dels om vilka företag som gjort aktieåterköp från år 2000 till och med år 2006, dels om kursutvecklingen för respektive företags aktie. I enlighet med Hackethals och Zdantchouks artikel från år 2006 finns det två tidpunkter som är relevanta att undersöka. Den första är då informationen om att ledningen skall begära tillstånd att göra återköp från bolagsstämman kommer ut till allmänheten. Detta sker genom en kallelse till bolagsstämman. Det andra datumet infaller då styrelsen tillkännager att förvärv av aktier skall inledas inom en snar framtid. För att ta reda på vilka företag som har genomfört återköp av aktier under de aktuella åren, hämtades information från OMX hemsida där alla återköp måste registreras. Det visade sig att 102 stycken företag i Sverige har genomfört återköp under de aktuella åren. Vidare har sidor på Internet som insamlar pressmeddelanden, såsom hemsidan Waymaker och företagets hemsidor, använts för att fastställa när de olika datumen förelegat. Aktie- och indexkurser samlades därefter in genom det finansiella informationssystemet Datastream.

2.3 Statistisk metod

Efter datainsamlingen logaritmeras skillnaden mellan dag t och dag $t-1$ med hjälp av den naturliga logaritmen så att den procentuella avkastningen erhålls. Undersökningen består vidare av tre moment; en beräkning av den förväntade avkastningen, en sammanställning av den faktiska avkastningen och slutligen en jämförelse mellan de båda. Siffrorna från dessa uträkningar används sedan i ett t -test där nollhypotesen om att det inte finns någon överavkastning testas. Beräkningarna görs på varje enskild aktie kring de båda datumen, förutom för den förväntade avkastningen. Denna tas endast fram kring det första datumet, för att även användas vid det andra datumet. Om man istället skulle beräkna den förväntade avkastningen kring det andra datumet, kan dessa data komma att påverkas av de eventuella överavkastningseffekter som uppstår efter det första datumet.



Figur 1 – Tidslinje över förloppet innan återköp av aktier

Källa: Egen bild gjord i Word.

Den förväntade avkastningen tas fram genom marknadsmodellen. För att skatta parametrarna alfa och beta används en enkel linjär regressionsmodell (minsta kvadratmetoden) se ekvation (1). Genom denna modell erhålls den förväntade dagliga avkastningen under tidsperioden 270 dagar till 60 dagar innan kallelsen till bolagsstämman. Tidsperioden får anses som tillräckligt lång för att inte tillfälliga upp- eller nedgångar skall ha för stor inverkan. Enligt centrala gränsvärdessatsen är antalet observationer tillräckligt många för att stickprovet skall anses normalfördelat (Westerlund s 59). Som marknadsavkastning används Affärsvärldens Generalindex. Indexet är Sveriges äldsta och vida använt av marknaden (<http://bors.affarsvarlden.se/aboutafgx.aspx>, 23/5-07). En ytterligare fördel med affärsvärldens index är dess lättillgänglighet vilket leder till att uppsatsen får en högre reliabilitet.

$$(1) \text{ Enkel linjär regression: } R_{it} = \alpha_i + \beta R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

$$t = -270, -269, \dots, -60$$

R = avkastning

α = intercept; icke-aktiemarknadsrelaterad avkastning

β = riktningskoefficient; aktiens volatilitet gentemot index

m = marknad

t = dag

i = företag

ε = slumpterm

Efter att man fått fram de skattade värdena av alfa, beta samt den dagliga marknadsavkastningen sätts dessa in i formel (2), men används i tidsfönstret -30

dagar till +30 dagar kring datumet för kallelsen och ger den förväntade dagliga avkastningen, R^*_{it} .

$$(2) R^*_{it} = a_i + b_i R_{mt}$$

$$t = -30, -29, \dots, +29, +30$$

För att få den faktiska avkastningen, R_{it} , tas varje akties dagliga kurs fram inom det senast nämnda tidsfönstret. Vidare subtraheras den förväntade dagliga avkastningen från den faktiska avkastningen för att få fram den avvikande avkastningen för varje dag och aktie.

$$(3) \text{Avvikande avkastning: } AR_{it} = R_{it} - R^*_{it}$$

$$t = -30, -29, \dots, +29, +30$$

Genomsnittet av den avvikande avkastningen för alla företag dag för dag blir den avvikande avkastningen. För att få fram den kumulativa avvikande avkastningen (CAR) summeras den avvikande avkastningen för olika perioder runt dag noll. Nästa process blir att använda den kumulativa avvikande avkastningen, för de olika perioderna, för att testa nollhypotesen om att det inte finns någon överavkastning kring annonseringen av ett aktieåterköp. Beräkningen görs i detta fall genom ett tvåsidigt t-test. Detta för att resultatet kan ge både positiva och negativa utfall.

Nollhypotesen är $H_0: CAR_i^{t+n} = 0$

Mothypotesen är $H_1: CAR_i^{t+n} \neq 0$

$$(4) T = \frac{CAR_i^{t+n}}{(\sqrt{n} \cdot \sigma(AR_i))}$$

$\sigma(AR_i)$ = Standardfel av estimeringen från ekvation (1)

\sqrt{n} = Kvadratroten ur antalet dagar

CAR_i^{t+n} = Kumulativ avvikande avkastning för i antal företag under period $t+n$ dagar.

2.4 Metodkritik

För att beräkna överavkastningen har vi använt oss av marknadsmodellen. Anledningen till detta val av modell är, förutom att den används i den jämförande artikeln, att den används frekvent vid liknande undersökningar (Dyckman et al 1984). Det finns dock en del tveksamheter kring lämpligheten att använda sig av denna modell då det finns undersökningar som visar på att den ger felaktiga värden. Enligt en artikel av Ahern (2006) framhålls att marknadsmodellen inte är den optimala modellen för dessa uträkningar då den kan ge inkorrekta svar. Trots att vi visste detta har vi ändå valt att använda modellen för att kunna göra en jämförelse av våra resultat med de tyska resultaten framtagna av Hackethal och Zdantchouk (2006). Skulle vi använt oss av en annan modell hade värdet av att jämföra resultaten minskat.

2.5 Reliabilitet och validitet

Reliabilitet handlar om huruvida en kvantitativ utredning enkelt kan göras om och ge samma resultat (Bryman och Bell, 2003). Reliabiliteten för denna uppsats anses vara hög då vårt syfte är att efterlikna en annan forskningsrapports metod. Vidare borde stabiliteten öka då datamängden, som skall användas i uppsatsen, enkelt kan samlas in vid en annan undersökning. Eftersom vi använder oss av objektiv data från välkända källor, såsom Affärsvärldens Generalindex och den svenska aktiemarknaden (OMX), minskar därmed risken för mätfel. Risken att få med tillfälliga eller slumpmässiga data i analysen är liten då vi tar bort de företag vars båda datum inte kan säkerställas. Uppsatsens interna reliabilitet är hög genom att indexet som används i metoden är pålitligt och konsekvent. Affärsvärldens Generalindex, vilket är det som används i vår uppsats, är ett av de äldsta och mest respekterade indexen i Sverige (<http://bors.affarsvarlden.se/aboutafgx.aspx>, 23/5-07).

Vad gäller validiteten är det av stor vikt att den insamlade datamängden mäter värdena på rätt sätt, det vill säga att undersökningen verkligen återger det man har utrett och att resultatet därför inte blir missvisande på något sätt. Ett problem som kan uppstå är att det kan uppkomma fel i uträkningen av resultatet på grund av brister i de primärdata som har samlats in (Bryman och Bell, 2003). I vårt fall är

riskerna för att det skulle finnas brister i våra primärdata är liten, eftersom vi använder oss av ansedda källor som tidigare nämnts. Vår uppsats strävar efter att påvisa att signaleffekten vid aktieåterköp ger en signifikant påverkan på aktiekursen. Det är av stor vikt att det inte dras felaktiga eller förhastade slutsatser gällande orsakerna till denna påverkan. Signaleffekten kan överdriva påverkan på aktiekursen utan att själva återköpet ger någon större skillnad.

Ytvaliditeten handlar om att de uppmätta värdena klargör vad man avser att mäta (Bryman och Bell, 2003). Det är, i vårt fall, väsentligt att resultaten av regressionsanalyserna belyser vad som avses att få fram. Ett sätt att öka chanserna för detta är till exempel att vi endast beräknar den förväntade avkastningen från det första datumet, det vill säga då ledningen ansöker om ett godkännande av aktieåterköp. Genom att enbart använda den förväntade avkastningen från denna tidpunkt elimineras därmed risken att andra händelser skulle påverka aktiekursen.

2.6 Bortfall

Under genomgången av de ursprungliga 102 företagen som genomfört återköp mellan åren 2000 och 2006 föll ett stort antal bort. Detta eftersom det inte var möjligt att fastställa antingen något av datumen, eller när informationen om återköpet blev publikt tillgänglig. Efter denna granskning återstod endast 33 stycken företag (Se bilaga 1). Bortfallet ökar risken för att det framtagna urvalet inte är representativt för populationen då antalet företag i beräkningen endast är 33 stycken. Detta är på gränsen för att antagandet om normalfördelning skall vara uppfyllt (Körner och Wahlgren s 131). I stickprovet ingår företag från olika branscher och i olika storlekar. Vi kan därför inte urskilja några specifika mönster hos de bortfallande företagen jämfört med de där vi kunde hitta båda datumen.

3. TEORETISK REFERENSRAM

I denna del behandlas den relevanta teorin och den senaste forskningen inom ämnet.

3.1 Motiv till återköp

Det har under åren framkommit ett antal anledningar till varför företag genomför förvärv av egna aktier. Ett av de främsta motiven till aktieåterköp, som ligger i linje med aktieägarnas intressen, är att ledningen vill signalera till investerare att företagets faktiska värde överstiger dess marknadsvärde, det vill säga företaget i fråga är undervärderat på marknaden (Vermaelen, 1981, Dann, 1981, Asquith och Mullins, 1986, Ofer och Thakor, 1987). Oded (2005) anser att företagens återköpsprogram är ett sätt för ledningen att visa marknaden att företaget har positiva framtidsutsikter samt en kompetent ledning.

Ett annat skäl till återköp är att företaget vill dela ut överskottet av sin kassa till aktieägarna. Kassaöverskott ger bland annat upphov till agentkonflikter då till exempel chefer med eget intresse använder kassan till negativa nuvärden såsom extra förmåner utöver lönen. Detta skadar ägarna av företaget. Genom att företaget återköper aktier minskar således kassaöverskottet och agentkostnaderna reduceras (Jensen, 1986).

Ett tredje motiv handlar om optimeringen av kapitalstrukturen. Dittmar (2000) menar att det är vanligare att företag med en hög soliditet gör aktieåterköp än företag med låg soliditet. Detta beror på att räntekostnader är avdragsgilla vilket medför en önskan om en högre skuldsättning. I länder där skatten är högre för utdelningsinkomster än för kapitalvinster har aktieägarorienterade företag ett fjärde skäl till att återköpa sina aktier. Sådana företag borde ersätta utdelningar med aktieåterköp, för att på så sätt skapa skattelättnader för sina aktieägare. En annan fördel med aktieåterköp, till skillnad från utdelning, är att det inte behöver fullföljas utan kan avbrytas trots att tillåtelse för återköpet har givits av bolagsstämman.

Det sista motivet till aktieåterköp härrör också från skatten och tillämpas på företag som planerar att förvärva andra bolag. I många länder är utbyte av aktier mer skatteeffektivt för företagets aktieägare än ett erhållande av pengar. Det förvärvande företaget kan därmed återköpa sina egna aktier för att uppnå en skatteeffektiv valuta för M&A-transaktioner. Skattefördelar för det utsatta företaget leder då förmodligen till ett lägre förvärvspris och främjar i och med det aktieägarna i det uppköpande företaget (Hackethal och Zdantchouk, 2006).

Det finns även motiv till återköp som står i strid med aktieägarnas intressen. Ett av dessa är att ledningen i företagen försvarar sig mot hot om fientliga uppköp. Ledningen använder då aktieåterköp som ett försvarsinstrument för att reducera mängden utestående aktier som är tillgängliga för det förvärvande företaget (Hackethal och Zdantchouk, 2006). Det andra motivet är då insideraktieägare är informerade om den exakta tiden för när transaktionerna om återköp skall ske. De kan då använda sig av denna information för att på så sätt göra sig av med sina aktier till ett högre pris än vad de normalt hade kunnat göra (Ikenberry och Vermaelen, 1996). Den tredje anledningen är att ledningen innehar en betydande andel aktier. Den kan då lansera ett återköpsprogram i ett försök att minska de andra aktieägarnas kontroll. Även om dessa aktieägare inte är villiga att sälja sina aktier till företaget kommer transaktionskostnaderna, associerade med återköpsförsöket, förmodligen att ha en negativ verkan för aktieägarna (Hackethal och Zdantchouk, 2006).

Enligt Hackethal och Zdantchouk (2006) innebär detta att om marknaden tror att företagets återköp beror på de motiv som är fördelaktiga för aktieägarna, borde man se en prisskillnad på aktien runt dagen för tillkännagivandet. Vidare innebär detta att om marknaden inte tror att motiven står i enlighet med aktieägarnas intressen, borde kursen ha en negativ utveckling. Slutligen gäller att om marknaden inte har någon bakomliggande kunskap om ledningens motiv till återköp, borde man inte se någon förändring i aktiekursen vid tillkännagivandet.

3.2 Signalhypotesen

Signalhypotesen säger att det finns en asymmetri gällande informationen som marknaden har och den som företagets ledning har. Om ledningen tycker att aktien är undervärderad kan den signalera detta genom att köpa tillbaka bolagets aktier. Vidare kan asymmetrin även leda till att värde flyttas från de små aktieägarna som är oinformerade, till de större aktieägarna som har bättre information (Brendan och Thakor, 1990). Eftersom det är dyrt att samla in information kan endast stora aktieägare tjäna på att bli underrättade medan små aktieägare tenderar att sälja när priset är för lågt och vara kvar när priset är för högt.

Ett publikt uttalande där företaget anser att aktierna är undervärderade saknar i regel trovärdighet. Outsiderinvestorer kan inte särskilja en sann kungörelse från en medvetet vilseledande kungörelse. Marknaden kommer således att betrakta alla tillkännagivanden som ”tomt snack”, såvida inte kostnaden av att producera falska tillkännagivanden är tillräckligt hög. Kostnaden för att annonsera om ett stundande aktieåterköp kan innebära två typer av utgifter. Den första handlar om att företaget tycker att dess aktie är övervärderad gentemot marknaden. Företaget måste därmed ha en idé om att värdet på aktien kommer att sjunka efter en tid vilket ger en förlust. Den andra kostnaden uppstår i och med de negativa rykten som kan uppstå då ett företag inte fullföljer ett aktieåterköp. Givet dessa kostnader kan uttalanden om aktieåterköp fungera som ett trovärdigt redskap för att på så sätt öka pålitligheten av en signalering om undervärdering. Sådana tillförlitliga uttalanden borde därmed leda till en värdestegring av aktiepriset (Hackethal och Zdantchouk, 2006).

3.3 Underreaktionshypotesen

Om marknaden svarar effektivt borde aktiepriserna justeras omedelbart för att spegla aktiens rätta värde gällande den nya informationen efter ett tillkännagivande om återköp. Därmed borde det inte vara någon mening med att köpa aktierna utan enbart tillkännagivandet borde få aktiekursen att gå upp. Detta är inte alltid fallet varför Ikenberry (1995) talar om att marknaden behandlar tillkännagivanden om återköp med skepsis vilket leder till att priserna istället

ändras sakta med tiden. Författaren kallar detta underreaktionshypotesen. Bevis för denna har även Lakonishok och Vermaelen (1990) hittat och de visar att priserna oftast är för låga under åtminstone två år.

3.4 Lagstiftning kring återköp

3.4.1 Det svenska regelverket kring återköp

Det var länge förbjudet för svenska företag att förvärva sina egna aktier. Detta ändrades dock våren år 2000 då det blev möjligt för publika aktiebolag vars aktier var noterade vid en börs eller annan auktoriserad marknadsplats att återköpa aktier. Bolag som inte uppfyller dessa krav får fortfarande inte förvärva sina egna aktier (se 19:13-14 Aktiebolagslagen 2005:551, härafter förkortad ABL).

Företagen kan gå tillväga på två olika sätt för att förvärva aktierna. Antingen kan de köpa aktierna på aktiemarknaden eller kan de ge ett riktat erbjudande till aktieägarna. Det är inte tillåtet att endast erbjuda en ägare att sälja sina aktier (19:14 ABL). För att få förvärva sina aktier uppställs vissa krav. Enligt 19:13 ABL skall det efter förvärvet finnas förmögenhet kvar som täcker det bundna kapitalet, det vill säga täckningsprincipen måste uppfyllas.

Företaget får efter förvärvet inte inneha mer än 10 % av samtliga aktier i bolaget (19:15 ABL). Ett förslag om återköp av aktier måste vara tillgängligt för aktieägarna hos bolaget innan beslut tas på bolagsstämman. Aktieägarna måste dock efterfråga förslaget för att få tillgång till det. Vidare måste förslaget vara skrivet i kallelsen till bolagsstämman. Beslutet att förvärva egna aktier skall tas av bolagsstämman eller styrelsen efter att den fått ett bemyndigande av bolagsstämman (19:17 och 19:28 ABL). Det krävs att 2/3 av de avgivna rösterna och de vid stämman företrädde aktierna röstar för förslaget, för att det skall kunna träda ikraft. Styrelsen, eller den som har kommit med förslaget, måste upprätta ett förslag till beslut. I förslaget skall det tas upp på vilket sätt aktierna skall förvärfas.

3.4.2 Det tyska regelverket kring återköp

Återköp av egna aktier regleras i Tyskland av Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich från 1998. Den tillåter tyska företag att förvärva egna aktier, men precis som i Sverige måste förvärvet bli godkänt på bolagsstämman. Bolagsstämman skall också bestämma maximalt antal aktier som får köpas, dock finns det en regel som säger att företagets innehav högst får uppgå till 10 % av det totala antalet utestående aktierna.

Aktierna kan antingen köpas tillbaka på den öppna marknaden eller genom uppköpserbjudande där företaget erbjuder sig att köpa tillbaka aktier till ett specifikt pris under en viss period. Det finns även, till skillnad från Sverige, en möjlighet för företaget att förhandla direkt med en specifik aktieägare om att köpa dennes aktier, så kallat ”dutch auction tender offer”.

När ett godkännande om återköp är taget på bolagsstämman skall det omedelbart anmälas till Bundesanstalt fuer Finanzdienstleistungsaufsicht. Trots att ett godkännande om återköp har tagits måste inte köpet genomföras. I artikeln av Hackethal och Zdantchouk från 2006 skriver författarna att mer än två tredjedelar av företagen inte gjorde något återköp trots godkännande från bolagsstämman.

När ett företag väl bestämmer sig för att göra ett återköp på den öppna marknaden måste det, enligt Wertpapierhandelsgesetz, före köpet göra ett offentligt meddelande om detta via Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität. Företaget måste inte tala om antalet aktier som det skall köpa och är fortfarande inte bundet av meddelandet. I bolagsstämman som kommer efter återköpet måste ledningen tala om varför den gjorde återköpet, hur många aktier som berördes och till vilket pris de handlades (Kim, Schremper och Varaiya, 2004).

3.4.3 Det amerikanska regelverket kring återköp

Till skillnad från Sverige och Tyskland har USA en mer accepterande syn på förvärv av egna aktier. Återköp har alltmer likställts med vinstutdelning. Företagen måste inte få ett godkännande om aktieåterköpet från bolagsstämman utan det räcker med styrelsens godkännande. Detta beror dock på i vilken delstat företaget är registrerat, då bolagsrättslig lagstiftning till huvudsak är ett område

för delstaternas lagstiftning. Om företaget är registrerat i Delaware, vilket många företag är på grund av statens liberala lagar, behövs det inget godkännande från aktieägarna i förväg. Det finns heller ingen begränsning över hur stort antal aktier som företaget får förvärva (<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD161.pdf>, 28/5-07). Detta skiljer sig från både den tyska och den svenska lagstiftningen där beslutet tas på bolagsstämman och får gälla maximalt 10 % av de utestående aktierna.

I USA kom det dock år 2004 en federal lag som gjorde det tvingande för amerikanska företag att anmäla återköp av aktier (Federalt register Vol 68, Nr 221, 17 november 2003). Reglerna om återköp regleras i SEC reglerna 10b-18. Företagen är nu tvungna att rapportera antal aktier som köpts tillbaka under en månad och det genomsnittliga priset för dessa aktier. De måste vidare tala om när återköpsprogrammet startade och när det är planerat att sluta.

I USA finns det tre sätt ett företag kan återköpa aktier på. Det första är via "open market", det andra genom "dutch auction tender offer" och slutligen genom ett "fixed price tender offer" (Dann, 1981). Förvärv av aktier sker mest frekvent inom den öppna marknaden. Vidare kan företagen ha återköpsprogram som kan genomföras under flera månader, eller till och med under flera år.

"Dutch auction tender offer" innebär att man förvärvar aktier från en aktieägare med en passande andel aktier, via direkta förhandlingar med företaget i fråga. Initiativ om förhandlingar kan tas från båda parter. Företaget sätter ett prisintervall och aktieägarna får inom detta intervall tala om vilket pris de kan acceptera. Företaget väljer sedan det högsta priset det kan acceptera och köper alla aktier till det priset och därunder (Buckley et al, 2005).

Vid ett "fixed price tender offer" specificerar företaget det antal aktier det ämnar förvärva, priset på aktierna samt anger perioden som erbjudandet gäller. Det är vanligt att företaget reserverar sig för att förlänga den fastslagna perioden respektive öka aktiepriset. Antalet aktier brukar vara det antal som företag lovar att återköpa. Om denna gräns under- eller överskrids, görs förvärven med varje

aktieägare på basis av ”pro rata”¹. Tidsperioden för ett ”tender offer” brukar vara en månad (Dann, 1981).

3.5 Tidigare forskning kring effekter av aktieåterköp

I en undersökning av Comment och Jarrell (1991) visar författarna att ”dutch-auction self tender offers” (8%) och ”open market share repurchase programs” (2%) ger svagare signaler till marknaden om att aktien är undervärderad, än om företaget gör en ”fixed-priced self tender offer” (11%). Upphovsmännen skriver att ”dutch auctions” är mindre effektiva som signaler på att aktien är undervärderad beroende på att den utsätter ledningens personliga förmögenhet för mindre risk än vid ett ”fixed price offer”. Comment och Jarrell påstår att prisökningen vid återköp är större när insiders förmögenhet står på spel och om den följer på en negativ ”net-of-market” avkastning på aktierna. De ser alla dessa händelser som ett stöd för signalhypotesen.

Stephens och Weisbach (1998) visar i sin undersökning, gjord på 450 återköp på den öppna marknaden mellan år 1981 och år 1990, att 74 till 82 % av tillkännagivanden om återköp av aktier faktiskt genomfördes. Vidare finner författarna att överavkastningar är större för företag vars aktier utvecklades sämre än marknaden, under tiden före tillkännagivandet. Denna upptäckt stärker ytterligare hypotesen att ledningen köper tillbaka aktier när de tycker att företaget är undervärderat (Dann, 1981, Vermaelen, 1981, Comment och Jarrell, 1991, Ikenberry, 1995).

De tyska studier som har gjorts angående avkastning vid aktieåterköp visar alla på en positiv avkastning. Gerke (2003) gjorde en sammanställning som inkluderade 120 tillkännagivanden om återköp från maj år 1998 till december år 2002. Han kunde då visa att den genomsnittliga överavkastningen på dagen för tillkännagivandet uppgick till 6,1 %. Vid undersökningen delade författaren upp stickproven i olika grupper för att se om han kunde visa på skillnader i avkastningen. Han fann därmed att företag inom olika index visade olika stora

¹ Enligt bestämmelser från SEC 1974, är pro rata-återköp obligatoriska vid situationer som dessa.

överavkastningar. Vidare har det gjorts en tredje studie av Schremper (2002) där 112 återköp granskades mellan maj år 1998 och december 2000. Undersökningen visade att det blev en signifikant överavkastning på 2,6 % under denna period.

Det har inte gjorts så många studier rörande avkastning vid återköp i Sverige. De Ridder (2004), har dock gjort en undersökning över ett längre perspektiv på 3 år, men data har även tagits fram rörande en månad efter återköpet. Han visar då att den genomsnittliga överavkastningen är 3,4 % en månad efter återköpet. Det har även gjorts en del uppsatser på kandidat- och magisternivå. Bergflo och Ohlsson (2001) visade i sin magisteruppsats på en positiv avvikelseavkastning på 0,64 % på dagen för bolagsstämman. Det har även genomförts en undersökning i en kandidatuppsats av Hagelin och Larsson (2000) där de visade att det förelåg en positiv avkastning på 2 % kring bolagsstämman. Till skillnad från de tidigare uppsatserna visade Bernström (2003) på en negativ avkastning på -1,9 % på dagen för bolagsstämman. Detta resultat fick även Kastengren, Flyborg och Sjögren fram i sin uppsats från år 2004.

4. EMPIRI

I detta avsnitt redogörs för de empiriska resultat som uppnåtts genom de utförda beräkningarna.

4.1 Inledande regression

Som tidigare beskrivits i kapitel 2.6 bestod vårt urval efter bortfall vid datainsamlingen av 33 stycken företag. På varje företag gjordes en enkel linjär regression (minsta kvadratmetoden) för att skatta värdena av alfa och beta. I E-views testades varje regression genom en studie av p-värdena på 5 % signifikansnivå samt om residualerna var normalfördelade, även den på 5 % signifikansnivå. Nedan följer resultatet av en regression av Föreningssparbanken:

Tabell 1 Regression av Föreningssparbanken AB

Beroende variabel: FÖRENINGSSPARBANKEN

Metod: Minsta kvadratmetoden

Datum: 2007-05-28 Tid: 11:15

Stickprov: 1 210

Inkluderade observationer: 210

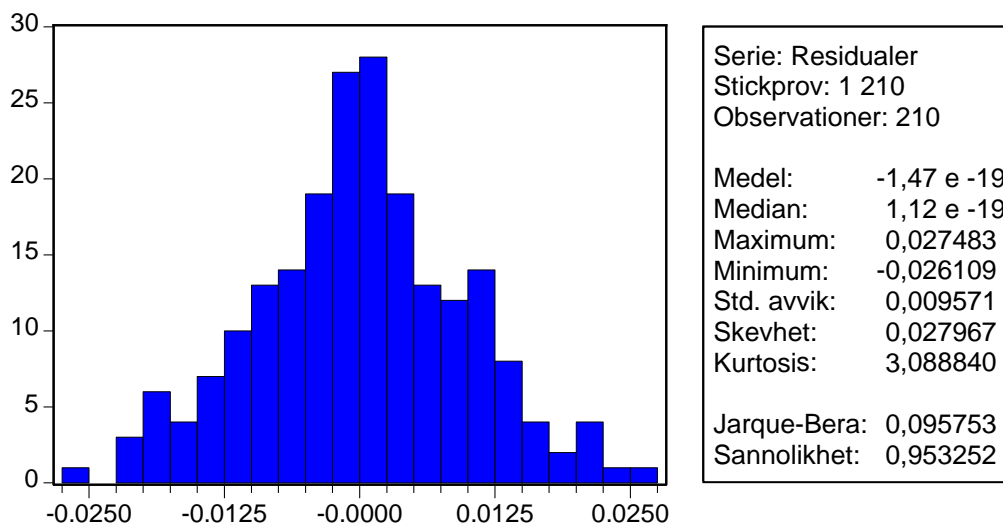
Variabel	Koefficient	Std. fel	T-statistik	Sannolikhet
FÖRENINGSSPARBANKEN__AF	0.717872	0.072664	9.879378	0.0000
C	-1.12E-06	0.000673	-0.001659	0.9987
Standardfel i regression	0.009594			

Källa: Egen tabell gjord i E-views.

Från tabellen ser vi ett betavärde på 0,72, ett alfavärde nära 0 och en signifikans av p-värdet på 1 % -nivå. Standardfelet 0,010 som används i t-testet fås också från tabellen.

4.2 Beräkning av residualer

Figur 2 Residualernas normalfördelning – Föreningssparbanken AB

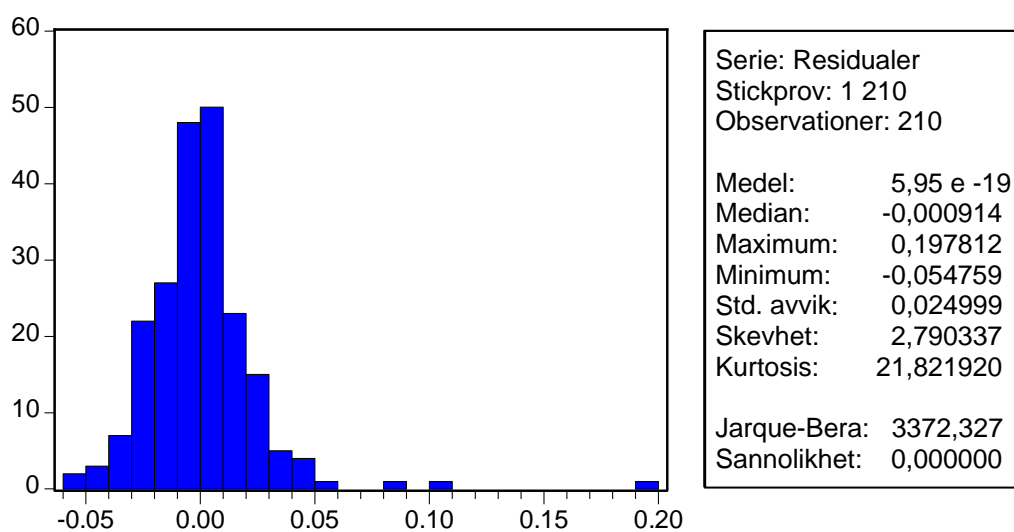


Källa: Egen graf gjord i E-Views.

Ovan är ett residualtest för normalitet från E-views. Sannolikheten för att det är normalfördelat är cirka 95 %. Så länge som p-värdet av Jarque-Bera ligger över 5 % kan inte nollhypotesen om normalfördelning förkastas om man använder sig av en 5 % signifikansnivå (Gujarati s 148). Kurtosis anger utseendet på normalfördelningskurvan. Om värdet ligger under 3 är kurvan plattare relativt normalfördelningskurvan och om värdet ligger över 3 är den toppigare relativt normalfördelningen (Gujarati s 148). Skevheten anger om kurvan är förskjuten åt något håll. En normalfördelningskurva skall ha ett värde på 0, vilket innebär att om man har ett negativt värde är kurvan förskjuten åt vänster och har man ett positivt värde är den förskjuten till höger (Gujarati s 148). I bilaga 2 finns sammanfattande tabeller av regressionsresultaten för samtliga företag.

Föreningssparbanken får sägas vara ett undantag från hur de allra flesta regressionerna såg ut. Det var mer vanligt att det såg ut som i nedanstående exempel:

Figur 3 Residualernas normalfördelning – Axfood



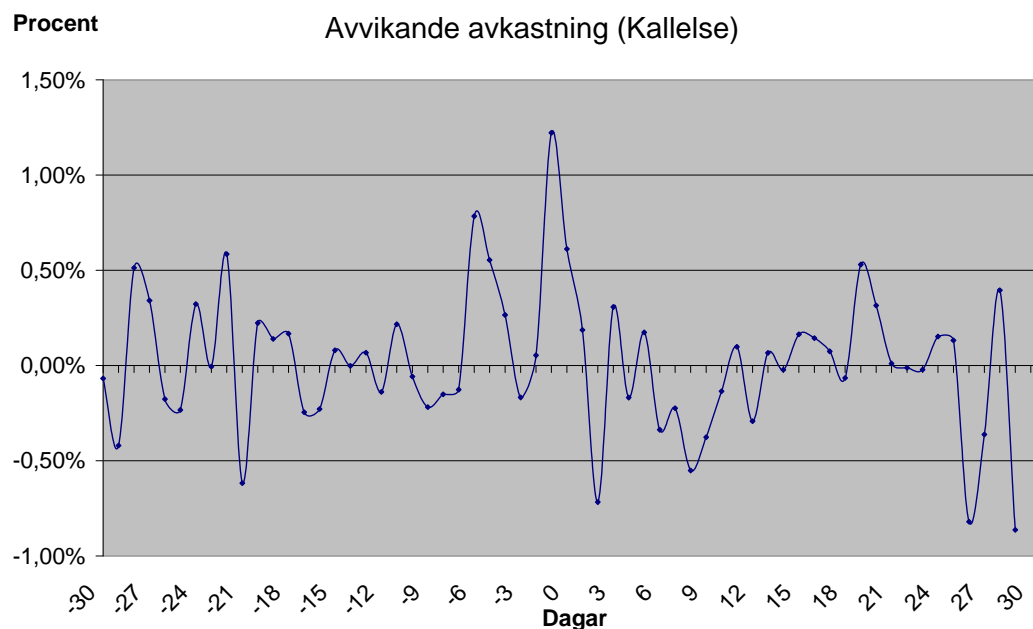
Källa: Egen graf gjord i E-Views.

Här fås en väldigt stor kurtosis det vill säga normalfördelningskurvan uppvisar en toppighet. Samtidigt ses att den även är skev åt höger. Lägg dessa faktorer samman har det en mycket negativ inverkan på Jarque-Bera värdet och nollhypotesen om att residualerna är normalfördelade måste således förkastas. En förklaring till detta kan vara att marknadsmodellen visat sig vara en empiriskt dålig modell enligt ett flertal studier som gjorts (Roll och Ross, 1994).

4.3 Avvikande avkastning

4.3.1 Avvikande avkastning för kallelsen

Figur 4



Källa: Egen graf gjord i Excel.

Figur 4 visar hur kurvan rör sig kring de förväntade medelvärdena med dag noll som datumet för kallelsen till bolagsstämman. Den högsta överavkastningen finns i tidsperioden -5 till +5 dagar, omkring dag noll. Det lägsta värdet finner vi i det längre tidsperspektivet -15 dagar till +15 dagar runt datumet för kallelsen. Inga av värdena är dock statistiskt signifikanta då t-värdena inte kommer upp till den kritiska nivån.

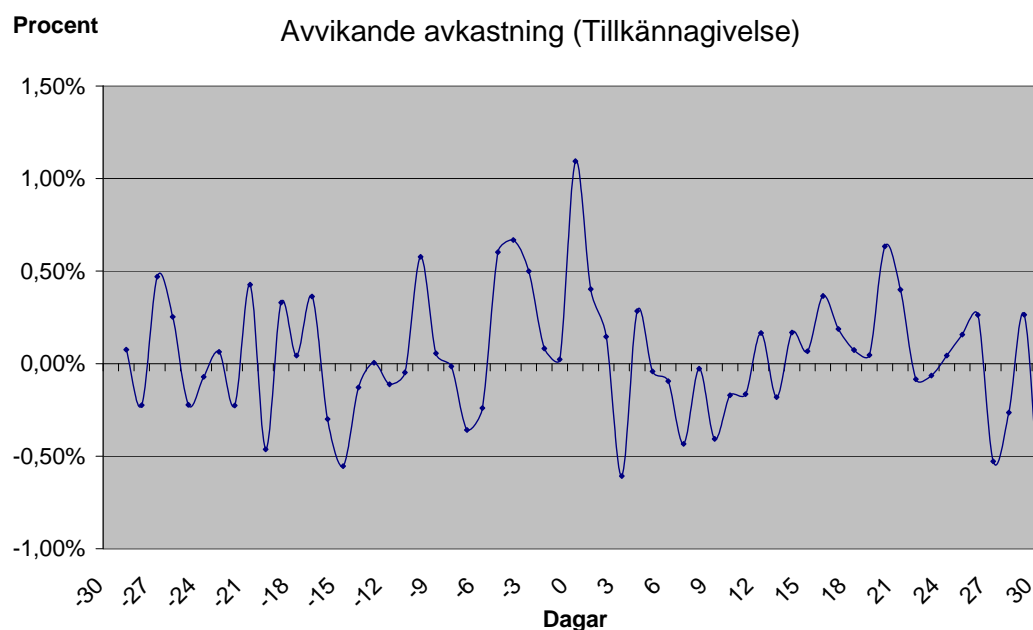
Tabell 2

Kallelse			
Tidsperiod	CAR %	T-värde	Kritiskt T-värde
Car -1:+1	1,89%	0,606	3,182
Car -1:+5	1,49%	0,314	2,365
Car -5:+5	2,93%	0,492	2,201
Car -15:+15	0,77%	0,077	2,042
Car -30:+30	1,06%	0,076	2,000

Källa: Egen tabell gjord i Excel.

4.3.2 Avvikande avkastning för tillkännagivandet

Figur 5



Källa: Egen graf gjord i Excel.

Figur 5 visar den kumulativa avvikande avkastningen, där dag noll är datumet för tillkännagivandet att företaget påbörjar förvärv av sina egna aktier. Högst värde finns i intervallet -5 dag till +5 dag med 3,15 %. Lägst värde ges för intervallet -15 dagar till +15 dagar och är 1,26 %. Kurvan i Figur 5 visar stor likhet med Figur 3, men t-värdena är inte heller här statistiskt signifikanta vilket gör att det inte går att dra några slutsatser av resultaten.

Tabell 3

Tillkännagivande			
Tidsperiod	CAR %	T-Test	Kritiskt T-värde
CAR -1+1	1,52%	0,488	3,182
CAR -1+5	1,30%	0,274	2,365
CAR -5+5	3,15%	0,529	2,201
Car -15+15	1,26%	0,126	2,042
Car -30+30	2,49%	0,178	2,000

Källa: Egen tabell gjord i Excel.

4.4 Sammanlagda CAR-värden

Tabell 4

	CAR-värden kallelse	CAR-värden tillkännagivande	CAR-värden sammanlagda
Car -1:+1	1,89%	1,52%	3,41%
Car -1:+5	1,49%	1,30%	2,80%
Car -5:+5	2,93%	3,15%	6,08%
Car -15:+15	0,77%	1,26%	2,03%
Car -30:+30	1,06%	2,49%	3,55%

Källa: Egen tabell gjord i Excel.

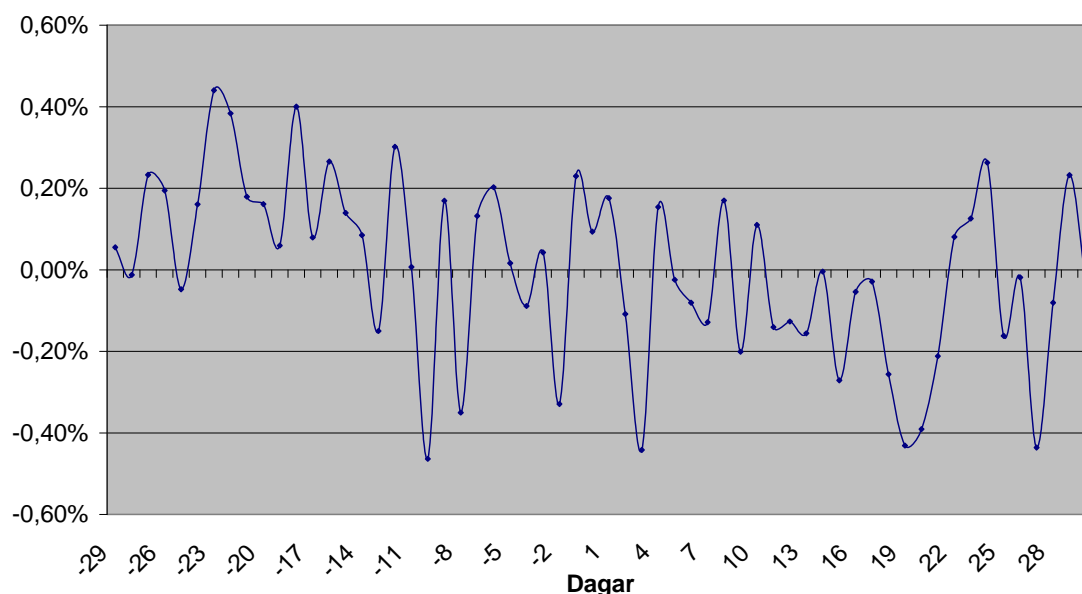
Här adderar vi CAR-värdena från de två datumen för att se den totala överavkastningen som genererats av aktieåterköpet. I artikeln av Hackethal och Zdantchouk (2006) får de sammanlagda CAR-värden på mellan 10 % och 12 % som samtliga är starkt signifikanta. Vi får mycket lägre värden, mellan 2 % och 6 % varav inga är signifikanta.

4.5 Affärsvärldens Generalindex för kallelsen

Figur 5

Procent

Affärsvärldens index (Kallelse)



Källa: Egen graf gjord i Excel.

Ovan visas ett exempel på hur Affärsvärldens index ser ut som ett genomsnitt av tidsperioden – 30 dagar till + 30 dagar omkring kallelsen till bolagsstämman. Vi

ser att avkastningen fluktuerar mindre än den kumulativa avvikande avkastningen för de återköpande företagen i figur 4.

5. ANALYS

I kapitlet skall slutsatser dras utifrån den teoretiska referensramen och det uppnådda resultatet från empirin.

Resultaten i vår undersökning har inte uppvisat de värden som vi hade förväntat oss. Vi kunde se en överavkastning men då vi testade nollhypotesen visade det sig dock inte finnas någon signifikans i resultaten. Frågan vi då ställer oss är varför dessa svar uppstod?

5.1 Underreaktionshypotesen

En förklaring till ovanstående fråga kan härröra från underreaktionshypotesen. Denna säger att marknaden behandlar tillkännagivandet med skepsis, vilket leder till att överavkastningen blir låg. Detta beror på att informationen om återköp är svårtolkad för marknaden och aktiepriserna istället justeras under en lång period (Ikenberry, 1995). Denna teori stöds även av undersökningar som gjorts av Lakonishok och Vermaelen (1990) som visade att det tar upp till två år för marknaden att reagera på ett återköp. Om denna teori stämmer skulle det innebära att vårt eventfönster är för litet och att överavkastningen därför inte blir signifikant. För att få fram relevanta siffror borde undersökningen istället ha gjorts på en längre tidsperiod på ett till två år. Vi valde dock att titta på en kortare period eftersom Hackethal och Zdantchouk (2006) undersökte detta skede och våra resultat då inte skulle bli jämförbara om vi tog en annan tidsperiod. Den metod som Hackethal och Zdantchouk använde, CAR-metoden, grundar sig på en kortare tidsperiod och därför hade denna metod inte gått att använda vid en längre tidsperiod.

5.2 Motiv till återköp

Varför gör då företagen återköp? Är det för att de tror att en överavkastning kommer att ske eller har de andra motiv? Vår utgångspunkt för uppsatsen, som även stöds av Hackethal och Zdantchouk (2006), var att företagens främsta motiv till återköp är att ledningen tycker att företaget i fråga är undervärderat och därför vill signalera detta till marknaden. Denna ståndpunkt stöds även av ett antal andra

utredningar (Vermaelen, 1981, Dann, 1981, Asquith och Mullins, 1986, Ofer och Thakor, 1987). Med utgångspunkt från våra resultat måste vi dock ifrågasätta att återköp endast skulle bero på detta och även titta på andra motiv till återköp. Vi har valt ut ett antal motiv som i litteraturen anses vara de ledande orsakerna till återköp av aktier. Ett motiv, som står i enlighet med aktieägares intressen, är att det uppstår skattefördelar vid återköp jämfört med utdelning på grund av olika skattenivåer vid utdelningsinkomst relativt kapitalvinst. Ett ytterligare skäl till varför återköp av aktier är mer fördelaktigt än utdelning, sett utifrån företagets perspektiv, är att återköpet inte behöver fullföljas efter ett godkännande från bolagsstämman.

En annan anledning är att företaget vill finjustera sin kapitalstruktur där en högre skuldsättning föredras, då räntekostnader är avdragsgilla. Vidare är det vanligare att företag med en hög andel eget kapital gör aktieåterköp utifrån detta motiv. Då vi inte har någon information om alla företagens soliditet är det svårt att avgöra om detta motiv är berättigat.

Kontinuerliga återköp är en faktor som talar emot att det främsta motivet för ledningen är att den vill signalera att aktien är undervärderad. Tycker då ledningen att aktien konstant är undervärderad eller finns det andra motiv till att genomföra återköpet? Enligt Oded (2005) är återköpsprogram ett sätt för ledningen att signalera till marknaden att företaget har positiva framtidsutsikter samt en kompetent ledning. Detta har vi svårt att förstå, då marknaden inte borde reagera positivt på att ett företag kontinuerligt talar om att de är undervärderade. Tvärtom borde detta enligt oss tyda på att företaget inte är så framgångsrikt eftersom det inte värderas rätt av aktiemarknaden.

Slutligen kan motiven till återköp förklaras av ett ”corporate governance” resonemang. Ett överskott av likvida medel i företaget ökar risken för att agentkonflikter skall uppstå. Dessa konflikter innebär att företagsledningen handlar efter sina egna intressen vilket skadar aktieägarna. Ledningen skall helst se till att deras intressen ligger i linje med aktieägarnas och att de strävar efter samma mål. Sett ur detta perspektiv kan aktieåterköp medföra både positiva och negativa effekter för aktieägarna. Genom ett aktieåterköp reduceras överskottet i

kassan och minskar därmed risken för att ledningen skall använda likvida medel till negativa nuvärden. Ledningen kan även använda återköp som ett sätt att gynna sig själv genom att minska risken för uppköp som kan ske när likviditeten är hög i företaget. Detta är inte optimalt ur aktieägarnas perspektiv då dessa oftast gynnas av ett uppköp genom budpremien.

Som beskrivits tidigare har marknadens uppfattning av företagets motiv till aktieåterköp stor betydelse för hur den kommer reagera på tillkännagivandet om förvärv av egna aktier. I vårt fall tyder tidigare forskning på att marknaden inte hade någon uppfattning om bakgrunden till motiven, vilket ledde till att den inte reagerade på kungörelsen. Vidare har det inte varit tillåtet att förvärva aktier förrän på senare år, till skillnad från USA, där det har varit tillåtet en längre tid. Detta kan vi tänka oss medför att marknaden inte har samma erfarenhet av återköp och dess motiv, vilket har lett till att den inte reagerade i någon större omfattning.

5.3 Lagstiftningens påverkan

Vår utgångspunkt för utförandet av undersökningen var att vi skulle få en liknande överavkastning som Hackethal och Zdantchouk (2006), då deras resonemang om varför de fick en så stor överavkastning grundade sig på skillnader i ländernas lagstiftningar. Tanken bakom argumentet var enligt författarna, att det genom en strängare lagstiftning skulle föreligga en trovärdigare, och därigenom starkare, signal till marknaden. De strängare reglerna i lagstiftningen gällande återköp kan leda till högre kostnader för att inte fullfölja återköpet, trots att företaget har annonserat att ett förvärv skall ske. I och med risken för högre kostnader får därmed marknaden ett större förtroende för tillkännagivandena i länder med en hårdare lagstiftning. Vanligtvis saknar ett publikt uttalande om återköp trovärdighet, vilket kan bero på att kostnaden för att inte genomföra återköpet inte är tillräckligt hög för företagen. Hackethal och Zdantchouk (2006) ansåg att kostnaderna inte är tillräckligt höga i USA och att det är därför som överavkastningen är lägre där än i Tyskland. Då Tyskland har en strängare lagstiftning leder detta till att kostnaden för att inte fullfölja återköpet är högre.

Genom att lagstiftningen i Tyskland och Sverige är relativt lika, förväntade vi oss att kostnaderna även här skulle vara höga och på så sätt inge ett större förtroende för marknaden. Dock har vi inte några vetenskapliga bevis för påståendet att Sverige skulle ha höga kostnader, utan detta är endast ett antagande från vår sida. Likheterna i lagstiftningen ligger i att både Sverige och Tyskland har en spärr på att maximalt 10 % av bolagets aktier får innehas av företaget. Denna regel finns inte i USA. Vidare finns det skillnader i antal meddelanden som företaget måste göra till allmänheten gällande förvärvet. I både Tyskland och Sverige måste beslutet om att återköp skall göras godkännas på bolagsstämman, medan det i USA räcker med att styrelsen fattar ett beslut om återköp. Eftersom det i Sverige och Tyskland skall tas beslut i frågan på bolagsstämman måste förslaget tillkännages till aktieägarna innan bolagsstämman, för att aktieägarna skall kunna ta ställning till förslaget. Detta innebär att det blir två aktuella tillkännagivanden i Tyskland och Sverige. Det sista datumet är när styrelsen informerar om att den skall börja förvärva aktierna i enlighet med bolagsstämmans beslut. I USA finns endast detta sista datum då företaget talar om att de sätter igång med återköpet. Vårt antagande om att dessa likheter skulle resultera i liknande avkastningar mellan Sverige och Tyskland visade sig dock inte kunna bevisas, vilket kan ha en mängd olika förklaringar som beskrivits ovan. Vidare kan resultaten även tyda på att lagstiftningens betydelse inte är så stark som författarna antog. Detta är dock endast spekulationer från vår sida, då det kan finnas andra förklaringar till varför våra data inte visade upp samma resultat.

5.4 Betydelsen av olika sorters återköp

Tidigare forskning har även visat på att ”open market share repurchase” inte ger en lika hög avkastning som om det hade skett via olika sorters ”tender offers”. Comment och Jarrell (1991) visar att den genomsnittliga överavkastningen vid ”open market repurchase” ligger runt 2 % medan avkastningen vid ett ”tender offer” ligger på 8-11 %. Förklaringen till detta anser de vara att ledningen i företagen utsätts för en högre risk vid ”tender offers” vilket gör att signalen till marknaden blir starkare. Avkastningen blir därmed högre när insiders förmögenhet är utsatt för risk. Detta kan vara en anledning till våra låga resultat, då det vanligaste i Sverige är att företagen gör ett återköp på ”open market”. Detta

var även fallet vid alla våra undersökta företag. Alla företag i Hackethals och Zdantchouks (2006) undersökning gjorde dock även de återköp på den öppna marknaden, vilket gör att detta inte är någon trovärdig förklaring till att våra låga värden inte uppvisade signifikans.

Det har endast skett en vetenskaplig undersökning, vad vi vet, gällande återköp av aktier i Sverige. De Ridder (2004) visar i denna på en överavkastning på runt 3 %. Däremot har det gjorts ett antal studentuppsatser om aktieåterköp där olika resultat har fåtts fram. En undersökning har gjorts av Olsson och Bergflo (2001) vilken visade på en positiv avkastning på 0,64 %. Kastengren, Flyborg och Sjögren (2004) uppvisar dock i sin uppsats en signifikant negativ kursutveckling. Detta, skriver författarna, kan förklaras i att de använder dagen för godkännande från bolagsstämman, istället för dagen då företaget annonserar att de skall börja med att förvärva sina aktier. Vi ställer oss tvekan till att använda detta datum, vilket även andra uppsatser gjort, då det måste vara svårt att se att kursändringen denna dag endast beror på beslutet om återköp av aktier. Det kan ha tagits många andra viktiga beslut eller framkommit information som kan ha påverkat aktiekursen.

6. SLUTDISKUSSION

I detta kapitel skall uppsatsens slutsatser sammanfattas. Vidare skall kritik mot uppsatsen kommenteras.

6.1 Slutsats

I uppsatsen har vi inte kunnat visa att det sker en överavkastning vid ett tillkännagivande om förvärv av egna aktier då våra t-värden inte var signifikanta, vilket gör att vi inte kan förlita oss på resultatet. Istället har vi i analysen inriktat oss på alternativa förklaringar till signalhypotesen. Vi antog att signaleringseffekten skulle göra att en överavkastning skulle ske. Detta har visats i ett flertal amerikanska studier och även i den artikel av Hackethal och Zdantchouk (2006), vars metod vår uppsats har försökt att efterlikna. Det finns dock teorier som motsäger signaleringshypotesen. Enligt underreaktionshypotesen kan inte marknaden tolka signalen från företaget och det sker därför en underreaktion på tillkännagivandet. Det krävs upp till två år för marknaden att reagera på informationen. Då undersökningsperioden i vår studie endast var två månader kan detta vara en förklaring till att vi inte kunde se något resultat.

Frågan uppstår då om företagen har ett sådant långsiktigt perspektiv eller om de har andra motiv till att göra återköp? I uppsatsen har det diskuterats ett antal andra motiv till återköp. Alla dessa är troliga, men då vi inte har gjort en kvalificerad undersökning för att fastställa företagens motiv för vi endast ett resonemang kring möjliga motiv.

Andra förklaringar till att vi inte fick signifikans i våra data kan vara bristfälligheten i den valda modellen. Marknadsmodellen har varit utsatt för kritik då den inte alltid ger tillförlitliga siffror. Betakoefficienterna som vi fick fram för respektive företag var samtliga under ett, vilket skulle innebära att samtliga hade en risk som understiger Affärsvärldens Generalindex. Detta verkar orimligt och kan vara ännu ett tecken på marknadsmodellens svaghet.

Trots att vi var medvetna om modellens brister valde vi ändå att använda denna för att kunna jämföra våra resultat med Hackethal och Zdantchouk (2006) resultat. Om vi hade valt en annan modell tror vi att det hade varit svårt att jämföra våra resultat med deras, då reliabiliteten inte hade varit lika hög.

För att vår validitet skulle ha varit högre hade vi behövt ett större antal företag att göra våra mätningar utifrån. Detta var dock inte möjligt i vårt fall då den relevanta datamängden inte gick att ta fram. Det är viktigt att beakta att det även kan ha inträffat andra händelser, under perioden då vi beräknade den förväntade avkastning, som kan ha påverkat aktiekursen.

Slutligen kan vi inte med säkerhet dra någon slutsats kring signaleringseffektens påverkan på aktiekursen vid ett tillkännagivande om företags förvärv av egna aktier. Vi kan dock peka på att den ledande forskningen inom ämnet även har visat på andra teorier som motsäger signaleringshypotesen.

6.2 Förslag till vidare forskning

För vidare forskning om förvärv av egna aktier skulle man behöva vänta ett antal år tills fler företag har genomfört återköp. Alternativt kunde man kontakta de företag där information saknades för att på detta sätt öka möjligheterna till att få fram det relevanta materialet. Detta för att få en större population att göra undersökningen på och därmed minska risken för att datamängden är missvisande.

I uppsatsen har det diskuterats om anledningen till att vi inte fick signifikans i vårt resultat berodde på underreaktionshypotesen. För att undvika att marknadens långsamma reaktionsförmåga skall påverka resultatet rekommenderar vi att ett längre tidsfönster på upp till två år borde användas i en framtida undersökning.

7. KÄLLFÖRTECKNING

Litteratur

Bryman, A., Bell, E., 2003, *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Liber, Malmö.

Cambell, J. Y, Lo, A.W., MacKinley, C.A., 1997, *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, New Jersey.

Gujarati, N D., 2003, *Basic Econometrics*, 4 uppl., Mc Graw-Hill, New York.

Körner, S., Wahlgren, L., 2006, *Statistisk dataanalys*, 4 uppl., Studentlitteratur, Lund.

Westerlund, J., 2005, *Introduktion till ekonometri*, Studentlitteratur, Lund.

Artiklar

Ahern, K., 2006, "Sample selection and event study estimation", working paper, University of California.

Asquith, P., Mullins, D.W.J., 1986, "Equity issues and offering dilution", *Journal of Financial Economics*, nr. 15, s. 61-89.

Ball, R., Brown, P., 1968, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research*, s. 159-178.

Beaver, W. H., 1968, "The Information Content of Annual Earnings Announcements", *Empirical Research in Accounting*.

Brown, S., Warner, J., 1980, "Measuring Security Price Performance", *Journal of Financial Economics* 8, s. 205-258.

Brennan, M.J., Thakor, A.V., 1990, "Shareholder preferences and dividend policy", *Journal of Finance*, nr. 45:4, s. 993-1018.

Buckley A., Auberry, K., Erwin, M., 2005, "Dutch Auctions, Company stock, and 401(k)Plans", *Journal of Pension Benefits*, nr. 12:3, s. 44-51

Comment, R., Jarrell, G., 1991, "The relative signalling power of Dutch-auction and fixed-price self tender offers and open-market repurchase", *Journal of finance*, nr. 46, s. 1243-1271.

Dann, L., 1981, "Common stock repurchase: an analysis of return to bondholders and stockholders", *Journal of Financial Economics* nr. 9 s. 113-138.

Dolley, J., 1933, "Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups," *Harvard Bus. Rev.*, s. 316-26.

De Ridder, A., 2004, "Long-Run Abnormal Share-Price Performance and Share Repurchases: Evidence from Sweden", working paper, Centre for Banking and Finance-Department of Mathematics, The Royal Institute of Technology, Stockholm.

Dittmar, K., 2000, "Why do Firms Repurchase Stock?" *Journal of Business*, nr. 73:3, s. 331-335.

Dyckman, T., Philbrick, D., Jens, S., 1984, "A Comparison of Event Study Methodologies Using Daily Stock Returns: A Simulation Approach", *Journal of Accounting Research* 22, s. 1-30.

Gerke W., Fleischer, J., Langer, M., 2003, "Kurseffekte durch Aktienrückkäufe – eine empirische Untersuchung für den Deutschen Kapitalmarkt", i Börsig, C., Coenenberg, A.G. (eds.) *Bewertung von Unternehmen: Strategie-Markt-Risiko*, Kongress-Dokumentation, nr. 56, s. 275-304, Deutscher Betriebswirtschaftler-Tag 2002, Stuttgart

Grullon, G., Ikenberry, R., 2000, "What do we know about stock repurchases?", *Finance*, nr. 13, s. 31-51

Hackethal, A., Zdantchouk, A., 2006, "Signalling power of open market share repurchases in Germany", *Financial Markets and Portfolio Management*, nr. 2, s. 123-151.

Ikenberry, D., Lakonishok, J., Vermaelen, T., 1995, "Market under reaction to open-market share repurchase", *Journal of Financial Economics*, nr. 39, s. 181-208.

Ikenberry, D., Vermaelen, T., 1996, "The option to repurchase stock", *Financial Management*, nr. 4.

Jensen, M., 1986, "Agency costs of Free Cash Flow, Corporate, Finance and Takeover". *American Economic Review*, nr. 76, s.323-329.

Kim, J., Schremper, R., Varaiya, N., "Open Market repurchase regulations: A cross-country examination", working paper, San Diego State University, 2004

Lakonishok, J., Vermaelen, T., 1990, "Anomalous Price Behaviour Around Repurchase Tender Offers", *Journal of Finance*, nr. 2, s. 455-477.

McNally, W J., 1999, "Open market stock repurchase signalling", *Financial Management*, nr. 2.

Oded, J., 2005, "Why do firms announce open market repurchase programs?", *The review of financial studies*, nr. 18.

Ofer A.R., Thakor, A.V., 1987, "A theory of stock price responses to alternative corporate cash disbursement methods, stock repurchases and dividends", *Journal of Finance*, nr. 42:2, s. 365-394.

Roll, R. Ross, Stephen A., 1994, "On the cross-sectional relation between expected returns and betas", *Journal of Finance*, nr. 49, s.101-121.

Schremper, R., 2002, "Aktienrückkauf und Kapitalmarkt: eine theoretische und empirische Analyse Deutscher Aktienrückkaufprogramme".

Seifert, U., Stehle, R., 2003, "Stock performance around share repurchase announcement in Germany".

Stephens, C., Weisbach, M., 1998, "Actual share re-acquisitions in open-market repurchase programs", *Journal of Finance*, nr. 53, s. 313-333.

Vermaelen, T., 1981, "Common stock repurchases and market signalling - An empirical study", *Journal of Financial Economics*, nr. 2, s. 139-183.

Vermaelen, T., 1984, "Repurchase Tender Offers, Signalling and managerial incentives", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, nr. 19:2, s. 163-181.

Uppsatser

Bergflo, C., Ohlsson, P., 2001, "Återköp av aktier", kandidatnivå, Stockholms universitet.

Bernström, C J., 2003, "Skapar aktieåterköp värde för fastighetsbolag?" Kungliga Tekniska Högskolan.

Hagelin, P., Larsson, P., 2000, "Återköp av aktier", kandidatnivå, Stockholms universitet.

Kastengren-Flyborg, Sjögren, 2004, "Share repurchases in Sweden: Causes and effects", magisternivå, Stockholms universitet.

Årsredovisningar

http://www.lundbergforetagen.se/Lundbergsforetagen/Svenska/Arsredovisningar/Filer/%C3%85rsredovisning_2000.pdf, 2007-05-28

Elektroniska källor

www.waymaker.se, 2007-05-28

<http://www.ljungberggruppen.se/Page26.aspx?SelectedYear=2005>, 2007-05-28

http://waymaker.se/templates/newsList.aspx?id=97&rList_sc=Malmbergs+&rList_type=PRM&rList_lang=SV&rList_from=2000-01-01&rList_to=2007-05-06, 2007-05-28

http://www.ratos.se/templates/pages/SearchPage____51.aspx?searchqueryAll=%c3%a5terk%c3%b6p, 2007-05-28

<http://di.se/Nyheter/?page=/Avdelningar/SWOversikt.aspx%3FParentSeqNo%3D317>, 2007-05-28

http://www.sapagroup.com/templates/SharePressRelease____1906.aspx?prID=31703, 2007-05-28

http://www.sardus.se/press____98.aspx?year=2002, 2007-05-28

<http://www.seb.se/pow/wcp/sebgroup.asp?website=TAB3&lang=se>, 2007-05-28

http://www.ssab.se/templates/PressRelease____810.aspx?releaseId=19951, 2007-05-28

<http://www.swedishmatch.com/Tech/Swe/Includes/Pressmeddelanden.asp>, 2007-05-28

http://waymaker.se/templates/newsList.aspx?id=97&rList_sc=volvo&rList_type=PRM&rList_lang=SV&rList_from=2000-01-01&rList_to=2000-12-31&rList_pg=2, 2007-05-28

<http://www.wallenstam.se/?id=2132&ArchiveType=Press&ArchivePage=Detail&ArchiveId=1035770>, 2007-05-28

<http://www.xano.se/templates/download.cfm?filename=Itab%5FIndustri%5Cdokument%5Carsredovisningar%5CITAB2003%5Fsve%2Epdf>, 2007-05-28

<http://xponcard.com/XponCard/sv-SE/Investerare+och+Press/Press/Pressmeddelanden/>, 2007-05-28

Report on “Stock repurchase programs” Technical Committee of the international organization of securities commissions, February 2004,
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD161.pdf>, 2007-05-28

8. BILAGOR

Bilaga 1 – Sammanställning av företag där samtliga datum har konstaterats.

	Antal återköpta aktier	Kallelse till bolagsstämma	Bolagsstämman	Beslut om återköp
AcandoFrontec	15 000	2006-03-30	2006-04-27	2006-05-08
Atlas Copco AB	18 414 200	2006-03-29	2006-04-27	2006-10-24
Axfood	2 116 150	2000-09-18	2000-10-20	2000-11-22
Bergman & Beving B	648 500	2002-02-22	2002-04-10	2002-05-16
Broström	608 000	2006-03-29	2006-05-03	2006-12-14
Bure Equity	31 332 000	2001-03-22	2001-04-26	2001-04-26
Castellum	2 000 677	2000-03-22	2000-05-25	2000-07-07
Electrolux	29 133 798	2000-03-22	2000-04-25	2000-05-24
Elekta	759 271	2004-08-23	2004-09-21	2004-12-14
Eniro	1 000 000	2004-02-25	2004-03-31	2004-11-26
Fabege	5 441 100	2005-04-07	2005-05-09	2005-09-14
FöreningsSparbanken	0	2004-04-14	2004-04-22	2004-05-03
Holmen	0	2000-06-15	2000-08-15	2000-08-15
Hufvudstaden	5 006 000	2003-02-13	2003-03-20	2003-05-27
IBS	2 303 800	2006-04-06	2006-05-09	2006-06-21
Investor	700 000	2006-02-21	2006-03-21	2006-05-23
JM	0	2001-02-20	2001-04-24	2001-04-24
Klippan	266	2001-03-26	2001-04-26	2003-04-02
LjungbergGruppen	765 977	2004-02-24	2004-03-24	2005-03-07
Malmbergs	0	2000-03-17	2000-04-27	2001-02-19
Ratos	1 929 797	2000-02-25	2000-04-13	2000-05-09
Sandvik	0	2001-04-02	2001-05-07	2001-05-07
Sapa	798 830	2001-03-07	2001-04-06	2001-11-30
Sardus	0	2002-03-12	2002-04-18	2002-10-22
SEB	6 822 835	2002-04-08	2002-04-10	2002-05-07
SSAB	0	2000-03-23	2000-04-27	2000-04-27
Swedish Match	14 353 550	2000-04-12	2000-04-27	2000-06-14
TeliaSonera	0	2005-03-09	2005-04-26	2005-04-27
Tornet	700 000	2000-03-07	2000-04-06	2000-05-08
Volvo	4 145 627	2000-03-28	2000-04-26	2000-05-18
Wallenstam	2 224 030	2000-04-19	2000-05-23	2000-08-30
Xano Industri	197 000	2002-03-27	2002-05-02	2003-04-07
XPonCard	0	2002-04-09	2002-05-14	2002-09-02

Bilaga 2 – Tabell över värden framtagna genom regression för kallelsen.

Företag	Alfa-koefficient	Beta-koefficient	Standardfel	T-statistik	P-värde	Signifikans 5%-nivå	P-värde residualer	Normalfördelat 5% res
AcandoFrontec	0,00063	-0,026235	0,007619	0,317521	0,7512	Nej	0,000044	Nej
Atlas Copco	0,002047	0,098678	0,014811	0,732306	0,4648	Nej	0,048083	Nej
Axfood	-0,00025	0,13786	0,025059	1,3183	0,1889	Nej	0	Nej
Bergman & Beving	-0,000143	0,434284	0,023174	5,071241	0	Ja	0	Nej
Broström	0,001418	-0,101574	0,020272	0,658883	0,5107	Nej	0	Nej
Bure Equity	0,000608	0,590855	0,023573	6,421788	0	Ja	0,007512	Nej
Castellum	-0,00012	0,139321	0,015997	1,237535	0,2173	Nej	0	Nej
Electrolux	-0,001732	0,526706	0,023057	3,969204	0,0001	Ja	0,767076	Ja
Elekta	0,000785	0,285175	0,019897	1,884598	0,0609	Nej	0	Nej
Eniro	-0,000636	0,568233	0,01567	4,844446	0	Ja	0	Nej
Fabege	0,002744	0,422983	0,013908	2,974802	0,0033	Ja	0,036455	Nej
Förenings-Sparbanken	-1,12E-06	0,717872	0,009594	9,879378	0	Ja	0,953252	Ja
Holmen	-0,001362	0,371064	0,021421	3,912025	0,0001	Ja	0	Nej
Hufvudstaden	-0,000558	0,141422	0,02315	1,716713	0,0875	Nej	0	Nej
IBS	0,000727	0,960537	0,011988	7,414705	0	Ja	0	Nej
Investor	0,001327	0,135659	0,011945	1,509148	0,1328	Nej	0,014586	Nej
JM	0,0013	0,077002	0,021609	0,913386	0,3621	Nej	0,000004	Nej
Klippan	-0,001174	0,288064	0,028805	2,547749	0,0116	Ja	0	Nej
LjungbergGruppen	0,001109	-0,00792	0,014811	0,088208	0,9298	Nej	0	Nej
Malmbergs	0,000117	0,39249	0,020935	2,868178	0,0046	Ja	0	Nej
Ratos	-0,000384	0,443888	0,013401	4,698115	0	Ja	0,000091	Nej
Sandvik	7,22E-05	0,004978	0,020239	0,033942	0,973	Nej	0,007698	Nej
Sapa	-0,000546	0,265775	0,019857	3,457368	0,0007	Ja	0,000213	Nej
Sardus	0,00048	0,254177	0,014584	4,678602	0	Ja	0	Nej
SEB	6,69E-05	0,991757	0,018937	13,25765	0	Ja	0	Nej
SSAB	0,001224	0,435836	0,023089	2,88773	0,0043	Ja	0,000113	Nej
Swedish Match	-1,61E-05	0,101643	0,01537	1,070236	0,2858	Nej	0	Nej
TeliaSonera	0,000403	0,983518	0,012027	10,78419	0	Ja	0	Nej
Tornet	-0,00056	0,14594	0,012482	1,759125	0,08	Nej	0,000091	Nej
Volvo	-0,000651	0,314176	0,016602	2,9482	0,0036	Ja	0	Nej
Wallenstam	-0,000463	0,112423	0,014528	1,2499	0,2127	Nej	0	Nej
Xano	0,000623	0,148175	0,021531	1,777278	0,077	Nej	0,004962	Nej
XPonCard	0,0019	0,251205	0,02287	2,769301	0,0061	Ja	0	Nej
			0,0179640					