



EKONOMIHÖGSKOLAN
Lunds universitet

Magisteruppsats i finansiering
Företagsekonomiska institutionen
FEK 591
Lunds universitet

3 juni 2004

Aktieåterköp

- En gynnsam långsiktig investering?

Handledare:
Niclas André

Författare:
Camilla Andersson
Tobias Gunnarsson
Åsa Ronnermark

Sammanfattning

- Titel:** Aktieåterköp – En gynnsam långsiktig investering?
- Seminariedatum:** 3 juni 2004
- Ämne/kurs:** FEK 591, Magisterseminarium, 10 poäng
- Författare:** Camilla Andersson, Tobias Gunnarsson & Åsa Ronnermark
- Handledare:** Niclas Andrén
- Fem nyckelord:** Aktieåterköp, marknadseffektivitet, signalteori, långsiktig eventstudie, överavkastning
- Syfte:** Denna uppsats primära syfte är att undersöka den långsiktiga aktiekursutvecklingen hos företag som genomfört aktieåterköp och att jämföra denna med en riskjusterad avkastning. Vi undersöker även företagsspecifika faktorerers påverkan på resultatet.
- Metod:** I vår undersökning används en kvantitativ metod med deduktiv karaktär. Undersökningen görs på lång sikt och på 56 företag som genomfört aktieåterköp mellan åren 2000 och 2003. Avvikande avkastning mellan återköpande företag och deras respektive branschindex beräknas genom BHAR- och CAR-metoden. Vidare görs tester på om skillnad i avvikande avkastning kan påvisas mellan företag med olika karaktäristika, där storlek, book-to-market ratio, institutionellt ägande och tidigare kursutveckling utgör de företagsspecifika faktorerna. Hypotesprövning genomförs med t-tester och ANOVA-tester.
- Slutsatser:** Även om vi med CAR-metoden finner en signifikant positiv avvikande avkastning på ett års sikt efter återköpen, anser vi att detta resultat bör betraktas med försiktighet då BHAR-metoden inte ger signifikanta resultat. Vidare är vi av den åsikten att den eventuella överavkastningen inte kan tillskrivas den signalteori som har angivits som förklaring i andra studier av detta slag. Detta då resultatet från samtliga grupperingar som görs i studien talar emot denna teori. Snarare är det så att företag som kan tänkas ha andra motiv än en felprijsaktie uppvisar den bästa långsiktiga aktiekursutvecklingen efter återköp. Då vi inte undersökt betydelsen av företagets kassaflöde, vilket i tidigare studier visat sig vara en viktig faktor, kan vi inte utesluta att denna faktor har ett förklaringsvärde i denna undersökning.

Abstract

- Title:** Share repurchases – A profitable investment in the long-run?
- Authors:** Camilla Andersson, Tobias Gunnarsson & Åsa Ronnermark
- Advisor:** Niclas Andrén
- Course:** Master Thesis in Business Administration, 10 Swedish Credits (15 ECTS)
- Date:** June 3, 2004
- Key words:** Share repurchase, market efficiency, signaling hypothesis, long-run event-study, abnormal return
- Purpose:** The purpose of this thesis is to examine whether firms that buy back their own shares outperform a riskadjusted return during a one-year period following the buy-back announcement. Furthermore, we examine if share repurchases have different effects on firms with different characteristics.
- Methodology and empirical foundation:** Our study is of quantitative art. We use the CAR- as well as the BHAR-method to detect long-run abnormal stock returns. Using t-tests and ANOVA-tests (analysis of variance), we test our hypotheses.
- Theoretical perspectives:** In our thesis we cover American and European contributions to the field of share repurchases. These reports primarily deal with the importance of the signaling hypothesis and the free cash flow hypothesis. We also present the efficient market hypothesis and give a brief review of criticism of event studies employing a long-run time perspective.
- Conclusions:** Even though the CAR-method shows significant positive abnormal returns during the first year after the share repurchase, we see this result as unreliable since the BHAR-method shows a lack of statistical significans. Furthermore, we argue that the abnormal return that the CAR-method implies, cannot be attributed to the signaling hypothesis, which is the prevalent explanation in other studies of this kind. Rather, the positive abnormal returns are found in companies that are believed to have other motives than undervaluation for the share repurchase. Since we have not taken the companies' free cash flow into consideration, we cannot rule out the importance and explanatory value of this factor.

Innehållsförteckning

1. INLEDNING	6
1.1 Introduktion och bakgrund	6
1.2 Problemdiskussion	7
1.3 Syfte	8
1.4 Avgränsningar	8
1.5 Målgruppsdefinition	8
1.6 Uppsatsens disposition	9
2. METOD	10
2.1 Kvantitativ metod med deduktiv karaktär	10
2.2 Från idé till implementering	10
2.2.1 Val av uppsatsämne	10
2.2.2 Undersökningsmetod	10
2.2.3 Estimeringsperiod	11
2.2.4 Teoretisk referensram	11
2.2.5 Databasinsamling	11
2.2.6 Urval och bortfall av undersökningsenheter	12
2.3 Validitet, reliabilitet och källkritik	12
3. PRAKTISKT RAMVERK	14
3.1 Svenskt regelverk kring återköp av egna aktier	14
3.2 Övriga länders regelverk	15
3.3 Sammanfattning av regelverken kring aktieåterköp	15
3.4 Statistik över återköp i Sverige mellan 2000 och 2003	16
4. TEORI	18
4.1 Teoriöversikt	18
4.2 Varför köper företag tillbaka sina aktier?	19
4.3 Inledning till teorierna kring aktieåterköp och dess marknadsmottagande	20
4.3.1 Forskning kring signalhypotesen	20
4.3.2 Forskning kring The Free Cash Flow Hypothesis	22
4.3.3 Andra omskrivna teorier	23
4.4 Långsiktiga eventstudier kring aktieåterköp i Nordamerika	24
4.4.1 Ikenberry, Lakonishok & Vermaelen (1995)	24
4.4.2 Ytterligare bevis från USA	26
4.4.3 Det kanadensiska fallet	28
4.5 Europeisk forskning	28
4.6 Den effektiva marknadshypotesen	31
4.6.1 Kritik mot reliabiliteten i eventstudier på lång sikt	32
5. EMPIRI OCH ANALYS	34
5.1 Eventstudiemetoden	34
5.1.1 Beräkning av avvikande avkastning	34
5.1.2 Olika typer av benchmark	35
5.1.3 Våra metodval och kritik mot dessa	35

5.2	Statistiska tester	36
5.3	Presentation och analys av resultat	37
5.3.1	<i>Övergripande resultat</i>	37
5.3.2	<i>Gruppering efter företagsspecifika faktorer</i>	38
5.3.2.1	Storlekshypotesen	39
5.3.2.2	Book-to-market-hypotesen	40
5.3.2.3	Hypotesen kring tidigare kursutveckling	40
5.3.2.4	Ägarstrukturhypotesen	41
5.3.3	<i>Sammanfattande helhetsanalys</i>	41
6.	SLUTSATSER	45
6.1	Förslag till vidare forskning	46
7.	KÄLLFÖRTECKNING	47

Bilaga 1: Sammanställning av undersökningsenheterna

Bilaga 2: Sammanställning av respektive företags avvikande avkastning

Bilaga 3: Resultat från regressionsanalyser

Bilaga 4: Resultat från ANOVA-tester, månad 1-12

Bilaga 5: Resultat från ANOVA-tester, månad 1-24

1. Inledning

I detta kapitel introduceras vårt ämnesval och en diskussion förs kring de frågor som fångat vårt intresse. Därefter kommer vi att presentera syftet med uppsatsen och ange de problemformuleringar samt avgränsingar som vi arbetar efter. Slutligen definierar vi uppsatsens målgrupp och presenterar dess disposition.

1.1 Introduktion och bakgrund

Den 10 mars 2000 trädde en ny lag i kraft som ger svenska börsbolag möjligheten att köpa tillbaka sina egna aktier.¹ I och med detta blev Sverige ett av de sista europeiska länder som hoppade på den återköpsvåg som tog fart på allvar 1987 i USA på grund av den då rådande börsoron. Återköp är idag mycket populära på den amerikanska marknaden, vilket inte minst bevisas av det faktum att summan av det totala antalet aktieåterköp numera är större än summan av alla utdelningar.² I en artikel i tidningen Affärsvärlden skrevs i samband med ikraftträdandet av den nya lagstiftningen att den skulle innebära att ”/.../ bolagen får ännu ett sätt att göra sig av med överflödigt kapital. Ett billigare sätt. Det kommer att sätta fart på kurserna”.³ Ett par månader senare presenterade Dagens Industri en undersökning där det visade sig att sju av de elva bolag som köpt tillbaka mer än 3% av sina aktier slagit branschindex över en femmånadersperiod. Johan Voss-Schrader, aktiestrateg på fondkommissionären H&Q, ansåg dock då att det var för tidigt att mäta effekten av de förändrade reglerna gällande aktieåterköp.⁴

Sedan början av 1980-talet har många amerikanska forskare intresserat sig för området aktieåterköp. De flesta studier har visat att marknaden är positivt inställd till återköp, men trots den ansevärd mängden forskning inom området är forskarna inte riktigt överens om *varför* ett besked om återköp mottogs positivt. Många olika förklaringar har introducerats och de två mest populära teorierna är signalteorin och *The Free Cash Flow Hypothesis*. Den förra säger att återköpet är en signal på att företaget tycker att aktien är undervärderad eller utgör en bra investering. Den senare teorin fokuserar på det faktum att ett aktieåterköp minskar agentkostnaderna hos företaget och därmed höjer dess värde.⁵

Ytterligare en kontrovers har tillkommit sedan forskarna i början av 1990-talet började ägna sig åt långsiktiga eventstudier. Då dessa studier rapporterar om långsiktiga avvikande avkastningar till följd av aktieåterköp, har marknads effektivitet ifrågasatts. Ikenberry, Lakonishok och Vermaelen är tre av de mest kända forskarna inom detta område och de menar att marknaden tenderar att betrakta återköpsprogram med skepsis, vilket gör att aktiepriset justeras långsamt och under en längre period än vad som täcks in av kortsiktiga eventstudier. I sina slutsatser konstaterar Ikenberry *et al* att deras studie visar att företagsledningarna i många fall lyckas tjäna sina beslut om aktieåterköp och att marknaden på kort sikt

¹ Dagens Industri, 2000-08-19

² Dagens Industri, 2000-02-16

³ Affärsvärlden, nr 16, 1999-04-21

⁴ Dagens industri, 2000-08-19

⁵ Rau & Vermaelen, (2002), sid. 245

ignorerar den informationssignal som återköpet sänder ut. Vidare säger de att studien är ännu en i raden av forskningsrapporter som pekar på marknadens ineffektivitet och ifrågasätter lämpligheten i att använda kortsiktiga eventstudier för att utvärdera den ekonomiska effekt som stora företagsbeslut för med sig.⁶

I Europa är aktieåterköp ett nyare fenomen, men precis som i USA växer dess popularitet. Investmentbanken Goldman Sachs presenterade för några år sedan en rapport i vilken de framförde sin tro på en allt mer omfattande återköpsaktivitet i Europa. Som en följd av detta räknade de med att aktiekurserna skulle stiga med i genomsnitt 10%.⁷ Allt eftersom återköp har blivit vanligare på den europeiska kontinenten har även forskare i Europa börjat ägna mer tid åt området. Man har frågat sig huruvida de mönster som framkommit i USA beror på den amerikanska marknadens karaktäristika eller om fenomenet är av en generell karaktär. De resultat som hittills framkommit är intressanta, men har egentligen inte gjort någon klokare, då de antingen motsäger varandra eller de amerikanska referensstudierna. I Storbritannien går meningar isär när det gäller den långsiktig utvecklingen efter ett aktieåterköp. Medan Lasfer menar att Storbritannien är den enda europeiska marknad där en positiv avvikande avkastning efter återköp är synlig på lite längre sikt, menar Rau & Vermaelen att några sådana tecken inte återfinns i deras studie. De båda rapporterna är dock överens om att marknadsmottagandet av återköp är betydligt återhållsammare i Storbritannien än i USA.⁸ Detta resultat är i sin tur helt motstridigt med rapporter från Tyskland, som säger att den tyska marknaden reagerar starkare och mer positivt på besked om återköp än den amerikanska.⁹ Det är inte klart varför europeiska och amerikanska resultat skiljer sig åt och det är också oklart varför det finns så markanta skillnader mellan olika europeiska länder. Såväl Lasfer som Seifert & Stehle efterlyser fler studier på den europeiska marknaden, framför allt långsiktiga sådana, för att få rätsida på eller åtminstone ytterligare kunskap om forskningsområdet.¹⁰

1.2 Problemdiskussion

Enligt våra efterforskningar är området aktieåterköp fortfarande relativt outforskat i Sverige, framför allt när det gäller det långsiktiga tidsperspektivet. Vi anser därför att tiden är inne för en undersökning som ställer sig frågan hur svenska, återköpande företag utvecklas på lång sikt. Som beskrevs ovan, har europeiska studier visat att resultaten från den amerikanska marknaden inte nödvändigtvis är applicerbara på den europeiska marknaden. Med denna uppsats hoppas vi kunna placera in det svenska fallet i den amerikanska och europeiska forskning som området hittills genererat. Då det svenska regelverket kring återköp skiljer sig framför allt från det amerikanska men även delvis från det brittiska, är en studie av den svenska marknaden av intresse. Att det redan vid initierandet av den nya lagstiftningen fanns ett intresse bland svenska företag att utnyttja den nya rättigheten att köpa tillbaka aktier, visar två studier som lagts fram vid Ekonomi-högskolan i Lund.¹¹ Då dessa båda studier fokuserar på intresset för och motiven bakom eventuella återköp, anser vi det intressant att nu, fyra år efter lagförändringen, följa upp dessa studier genom att klarlägga hur det gått för de företag som faktiskt löpt linan ut och investerat i sina egna aktier. Det är också vår förhoppning att dra vissa slutsatser kring på vilket sätt företagsspecifika faktorer påverkar denna utveckling.

⁶ Ikenberry, Lakonishok & Vermaelen (1995), s. 2373-2396

⁷ Affärsvärlden, 1999-04-21

⁸ Lasfer (2000), s. 5-20 och Rau & Vermaelen (2002) s. 276-281

⁹ Seifert & Stehle (2003), s. 4-20

¹⁰ Seifert & Stehle (2003), s.4-20 och Lasfer (2000), s. 5-20

¹¹ Elfvén *et al* (2001) och Cernesl *et al* (2000)

Problemdiskussionen kan därmed sammanfattas på följande sätt:

- Finns det en avvikande avkastning på lång sikt hos återköpande företag vid en jämförelse med en riskjusterat avkastning?
- Vilken inverkan har företagsspecifika faktorer på den långsiktiga aktiekursutvecklingen efter återköp?

1.3 Syfte

Mot bakgrund av diskussionen ovan är vårt primära syfte att undersöka den långsiktiga aktiekursutvecklingen hos företag som genomfört aktieåterköp och att jämföra denna med en riskjusterad avkastning. Vi ämnar också undersöka företagsspecifika faktorer påverkan på resultatet.

1.4 Avgränsningar

Denna studie innefattar återköp genomförda mellan åren 2000 och 2003. Eftersom aktieåterköp är ett relativt nytt fenomen i Sverige, kan denna studie inte gå längre tillbaka i tiden än till år 2000. Då studien undersöker den långsiktiga effekten av aktieåterköp är det inte möjligt att undersöka de återköp som gjorts från och med senare delen av 2003 och framåt. Alla representerade företag är listade på Stockholms Fondbörs. För att arbeta med rena kandidater har vi sorterat bort de företag som under den av oss undersökta perioden har genomfört ny- eller fondemissioner, då dessa händelser kan ha en inverkan på aktiekursutvecklingen.

I denna studie sätts gränsen för lång sikt vid ett år, vilket är en vedertagen gräns vid långsiktiga eventstudier.¹² Vi kommer dock, i mån av tillräckligt antal undersökningsenheter, även att titta på aktiekursutvecklingen under två respektive tre år efter kungörelsen om återköp. Detta görs för att underlätta jämförelser med tidigare långsiktiga studier inom området.

Studien innehåller endast företag som enligt Stockholms Fondbörs listor har genomfört återköp inom ramarna för denna undersöknings tidsavgränsning. Företag som annonserat om återköp men aldrig startat återköpsprogrammet är således inte inkluderade.

1.5 Målgruppsdefinition

Då denna studie görs som avslutning på magisterkursen i finansiering vid Lunds universitet, utgör studenter på samma nivå och inom samma ämne den huvudsakliga målgruppen. Vi hoppas även att forskare och andra personer med intresse för aktiemarknaden i allmänhet och återköp i synnerhet finner denna uppsats intressant.

¹² Rau & Vermaelen (2002), s. 245-282

1.6 Uppsatsens disposition

Uppsatsens resterande del är disponerad på följande sätt:

I *kapitel två* redogör vi kort för vårt övergripande angreppssätt. Vidare förs en kort diskussion kring processen från idé till implementering, studiens validitet och reliabilitet samt de använda källornas tillförlitlighet.

Kapitel tre syftar till att ge läsaren en bakgrund till området återköp. Härvidlag ges en kort presentation av reglerna för återköp på den svenska respektive den internationella marknaden samt en sammanställning av återköpsaktiviteten i Sverige.

I *kapitel fyra* följer en omfattande genomgång av de teorier som är etablerade inom området. Såväl kortsiktiga- som långsiktiga forskarrapporter både från den amerikanska och den europeiska marknaden tas upp. Kapitlet avslutas med en genomgång av den effektiva marknadshypotesen och kritik framförd mot långsiktiga eventstudier.

Kapitel fem tjänar som empiri- och analysdel. Här presenteras de konkreta metodval vi gjort och de resultat som studien genererat. Efter respektive resultatpresentation följer vår analys av densamma och kapitlet avslutas med en helhetstolkning av den bild som studien ger.

Uppsatsen avslutas i *kapitel sex* med de slutsatser vi drar av vårt arbete och de framtida forskningsförslag vi finner lämpliga att rekommendera.

2. Metod

I detta kapitel beskrivs uppsatsens övergripande angreppssätt och en kort presentation av processen från idé till implementering ges. Vidare behandlar vi begreppen reliabilitet, validitet och källkritik.

2.1 Kvantitativ metod med deduktiv karaktär

Vi har för avsikt att undersöka hur aktiekursen bland företag som väljer att köpa tillbaka egna aktier utvecklas på lång sikt, varvid en kvantitativ metod passar bäst. En studie av detta slag ger en bred bild av det undersökta fenomenet och därigenom är det möjligt att upptäcka gemensamma drag bland de undersökta enheterna. På så sätt kan generella analyser göras och övergripande slutsatser kan dras.¹³

Våra analysverktyg är framför allt av primär karaktär då börsnoteringar utgör den viktigaste informationen. Analysen baseras främst på våra egna statistiska beräkningar, som är det centrala verktyget vid kvantitativa undersökningar.

Vidare har vi valt ett deduktivt angreppssätt i denna studie. När man som forskare arbetar utifrån en deduktiv modell, tar man sin utgångspunkt i redan existerande teorier, frågeställningar och/eller hypoteser. I vårt fall utgör tidigare forskning och teorier framlagda inom området en viktig del av vår referensram och dessa styr inriktningen på vårt arbete.¹⁴

2.2 Från idé till implementering

2.2.1 Val av uppsatsämne

Under våra inledande litteraturstudier stötte vi på en del amerikanska återköpsstudier och vi fann då utvecklingen av aktieåterköps betydelse på den amerikanska marknaden mycket intressant. Vi kände också till att den svenska lagstiftningen inom detta område nyligen hade ändrats. Vi började därför mer ingående studera den forskning som området generat fram till dags dato och då de senaste studierna rapporterade om långsiktiga avvikande avkastningar, något som talar emot den effektiva marknadshypotesen, var vårt intresse fångat. I våra vidare efterforskningar insåg vi att ämnet återköp är mycket komplext och ännu långt ifrån färdigdebatterat. Studier i Europa talar delvis emot de amerikanska rönen och då vi inte hittade någon svensk, långsiktig undersökning av ett aktieåterköps konsekvenser, bestämde vi oss för att försöka fylla igen den luckan.

2.2.2 Undersökningsmetod

Vårt val av undersökningsmetod föll på eventstudiemetoden då denna metod i dagens forskning är den vanligaste metoden för att undersöka effekten av olika händelser på aktiekursen. Vidare arbetar vi med två olika strategier för att avgöra effekten av återköpet i

¹³ Holme & Solvang (1997), s. 13

¹⁴ Ibid

förhållande till den förväntade utvecklingen. Den första strategin, kallad BHAR-metoden, har vid studier på lång sikt utvecklats till den mest använda metoden.¹⁵ Denna kompletteras i vår studie av CAR-metoden, som även den är populär i studier av detta slag. I kapitel 5 diskuteras dessa båda metoder mer ingående.

2.2.3 Estimeringsperiod

Då vår studie är en undersökning av aktiekursens utveckling på lång sikt efter kungörelse om beslut att återköpa egna aktier, har vi, i likhet med tidigare forskare¹⁶, valt att starta estimeringsperioden en månad efter datumet för kungörelse om beslut om återköp. Detta görs för att undvika att marknads initiala reaktion på kungörelsen påverkar vårt resultat. Vi mäter den långsiktiga effekten genom att använda en estimeringsperiod som sträcker sig minst ett år framåt i tiden och som mest fyra år framåt i tiden. Då vårt data-underlag är mest omfattande under det första året efter kungörelse om återköp, kommer vi att lägga störst vikt vid dessa resultat.

2.2.4 Teoretisk referensram

Den största delen av vårt teorikapitel utgörs av amerikanska och europeiska forskarrapporter. Det finns en ansenlig mängd forskning inom återköpsområdet och för att ge en rättvisande bild av den forskning som framkommit hittills, har vi valt att behandla relativt många rapporter i vår teori. Vi inleder vår teoridel med att gå igenom de viktigaste teorierna kring marknads mottagande av återköpsbesked. Därefter fortsätter vi med att redogöra för de långsiktiga studier som vi funnit. Kapitlet avslutas med en genomgång av olika europeiska studier samt en presentation av den effektiva marknadshypotesen och dess kritik mot långsiktiga eventstudier.

2.2.5 Datainsamling

Vårt urval av undersökningsenheter är baserat på Stockholmsbörsens förteckning över de svenska bolag noterade på Stockholmsbörsen som över börs genomfört köp av egna aktier mellan åren 2000 och 2003.¹⁷ Genom Waymaker¹⁸ i kombination med respektive företags hemsida har vi kunnat fastställa det datum då återköpet kungjordes. Denna information består antingen av ett pressmeddelande om beslut om återköp eller av en rapport från bolagsstämman.

Förutom att de utvalda företagen är noterade på någon utav Stockholmsbörsens listor (vilket följer naturligt av lagstiftningen kring återköp i Sverige), måste aktiedata för minst ett år innan och ett år efter kungörelse om återköp finnas tillgänglig. Vidare får företagen inte ha genomfört någon ny- eller fondemission ett år före respektive efter kungörelsen, vilket kontrolleras med hjälp av Stockholmsbörsens listor¹⁹ över genomförda ny- och fondemissioner. Detta krav ställs för att förhindra att resultaten påverkas av andra eventuellt kurspåverkande företagshändelser.

¹⁵ Binder (1998), s. 111

¹⁶ Se bland annat Ikenberry *et al* (1995) och (2000)

¹⁷ www.stockholmsborsen.se, 2004-04-05

¹⁸ www.waymaker.se, 2004-04-05 – 2004-04-12

¹⁹ www.stockholmsborsen.se, 2004-04-06

Månatlig data över undersökningsenheternas aktiekurser (köp/slut) samt branschindexdata är hämtad från databasen SIXTRUST²⁰. Information kring börsvärde och branschtillhörighet är hämtad från Affärsvärldens aktielistor²¹ per december året innan återköpet kungjordes. Branschindelningen är gjord efter Affärsvärldens grövsta indelning med undantag för gruppen "Fastigheter", som egentligen är underordnad "Finans". Detta val har gjorts då fastighetsföretagen i vår undersökning är relativt många och då dessa företags verksamhetsinriktning skiljer sig relativt mycket ifrån de finansföretag som är representerade i studien.

Ägarstatistiken är hämtad ur "*Ägarna och makten i svenska börsbolag*"²² året innan kungörelse om återköp. Balansomslutning är hämtad från respektive företags årsredovisning för året innan kungörelse. I bilaga 1 ges en fullkomlig presentation av urvalsenheterna.

2.2.6 Urval och bortfall av undersökningsenheter

Vårt ursprungliga urval av undersökningsenheter bestod av 66 företag. Då det ej fanns tillräcklig kursdata för sex utav dessa, tvingades vi minska antalet till 60 företag. Vid närmare undersökning av de utvalda företagen visade det sig att fyra av de kvarvarande företagen under estimeringsperioden hade genomfört ny- eller fondemissioner som eventuellt kunnat påverka aktiekursen. Vårt slutliga urval består därmed av 56 företag som genomfört återköp mellan åren 2000 och 2003.

2.3 Validitet, reliabilitet och källkritik

En kvantitativ metod medför en önskan om att den insamlade informationen är representativ. Det är viktigt att man mäter det man avser sig mäta och att den information som samlats in är pålitlig. Detta benämns som undersökningens validitet samt reliabilitet. I kvantitativa studier hamnar ofta den statistiska representativiteten i fokus. Vidare bestäms reliabiliteten utifrån hur mätningarna har utförts samt hur noggrann man är vid bearbetningen av den insamlade informationen.²³

Det räcker inte med att en studie innehåller reliabel information. Om informationen mäter något annat än det man vill eller tror sig mäta kan den vara hur reliabel som helst, men den kan ändå inte användas för att pröva syften eller frågeställningar. En förutsättning för detta är att vi även har valid information. Validitet per definition står för en undersöknings förmåga att mäta det på förhand avsedda.²⁴

Det finns flera anledningar till varför vår studie motsvarar kraven på reliabilitet och validitet. Vår undersökningsmetod (evenstudiemetoden) är mycket populär och sedd som den bästa vid analyser av effekten av olika händelser på aktiekursen.²⁵ Vi använder oss dessutom av både BHAR- och CAR-strategin för att kunna ge en så korrekt bild som möjligt av den långsiktiga avvikande avkastningen efter återköp. Vidare är de forskarrapporter som ligger till grund för vårt deduktiva angreppssätt många till antalet, till stor del oberoende av varandra samt skrivna av välrenommerade forskare. Vi ser det också som en styrka att vi i vår studie inbegriper

²⁰ Tillgänglig via LINC-rummet på Ekonomihögskolan, Lunds universitet

²¹ Affärsvärlden (decembernr. 1999-2002)

²² Sundin, (vol. 1999-2002)

²³ Holme & Solvang (1997), s. 94

²⁴ Holme & Solvang (1997), s. 167

²⁵ Binder (1998), s. 111

samtliga företag noterade på Stockholmsbörsen som under perioden 2000-2003 genomfört aktieåterköp och som uppfyller de urvalskriterier som genomgicks ovan. Vi vill dock tillägga att vår studie innehåller mycket färre undersökningsenheter än de utländska referensstudierna. Detta kan innebära att den statistiska signifikansen blir lidande och att resultaten blir svårare att generalisera. Därmed blir det också svårare att göra jämförelser mellan vårt resultat och tidigare resultat.

Det finns slutligen ingen anledning att misstro de övriga källor som uppsatsen bygger på. Listorna över genomförda aktieåterköp har vi fått tillgång till genom Stockholms Fondbörs och företagens aktiekursutveckling har hämtats från databasen SIXTRUST, vilka båda två kan betraktas som tillförlitliga källor. Vi ser även företagens hemsidor och Internetsiten Waymaker som reliabla källor.

3. Praktiskt ramverk

I detta kapitel kommer vi att redogöra för de regelverk som gäller vid återköp av egna aktier i Sverige, Storbritannien, Tyskland och USA samt presentera utvecklingen av genomförda återköp i Sverige under de senaste fyra åren.

3.1 Svenskt regelverk kring återköp av egna aktier

Institutionella regleringar kring återköp av egna aktier skiljer sig länder emellan. Dessa skillnader kan leda till att återköp mottags på olika sätt på olika marknader. Då denna studies resultat kommer att jämföras med studier gjorda på den amerikanska, brittiska och den tyska marknaden, ser vi det som viktigt att etablera ett praktiskt ramverk gällande de regler som måste följas vid återköp i respektive land. Vi börjar med att presentera det svenska regelverket och fortsätter sedan med regelverken i de andra länderna.

Den 10 mars 2000 trädde en lagändring i kraft vilken gjorde det möjligt för svenska publika bolag vars aktier är noterade vid en börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad att köpa och sälja egna aktier.²⁶ Det ursprungliga motivet för det tidigare förbudet att förvärva egna aktier var att skydda bolagets borgenärer, då ett bolags förvärv av egna aktier kan få samma effekter som en återbetalning till aktieägarna i samband med nedsättning av aktiekapitalet. Förbudet motiverades vidare med att förvärv av egna aktier kan medföra risk för spekulation och stödköp i egna aktier.²⁷

Trots lagändringen begränsas svenska publika företags möjlighet att köpa och sälja egna aktier i flera avseenden. Bestämmelserna i den nya aktiebolagslagen (ABL), vilken bygger på EG:s andra bolagsdirektiv, säger att förvärv endast får ske inom ramen för bolagets fria egna kapital och återköpets storlek får uppgå till högst tio procent av samtliga aktier i bolaget eller, om bolaget är moderbolag, i koncernen.²⁸ Ytterligare krav, enligt 7 kapitlet 11 paragrafen i ABL, är att beslut om köp och försäljning av egna aktier skall fattas av bolagsstämman eller, efter bemyndigande av stämman, av styrelsen.²⁹

Bolag som återköper egna aktier är begränsade i sitt köppris, eftersom de måste handla mellan intervallet högsta köpkurs och lägsta säljkurs vid aktieåterköp. Dessutom får de inte avyttra förvärvda aktier inom tre månader från och med förvärvet, och får varken köpa eller sälja egna aktier under den trettiodagarsperiod som ligger närmast före offentliggörandet av bolagets års- eller delårsbokslut.³⁰

De allmänna reglerna för reavinstbeskattning gäller för såväl fysisk som juridisk person vid överlåtelse av kapitalplacersaktier och näringsbetingade aktier.³¹

²⁶ Näringslivets Börskommitté, "Regler rörande köp och försäljning av egna aktier", (2000)

²⁷ "Förvärv av egna aktier III", (2002), <http://finans.regeringen.se>

²⁸ Näringslivets Börskommitté, "Regler rörande köp och försäljning av egna aktier" (2000)

²⁹ "Förvärv av egna aktier III", (2002), <http://finans.regeringen.se>

³⁰ Leimdorfer, I:2002, "Återköp tillför värde" (2002)

³¹ "Aktieägarens beskattning", <http://.finans.regering.se>

3.2 Övriga länders regelverk

I *Tyskland* är det bolagsstämman som bemyndigar ledningen att köpa tillbaka egna aktier. Det är inte tillåtet att använda återköpta aktier till ”trading” och det är endast tillåtet att köpa tillbaka maximalt 10 procent av bolagets samtliga aktier. I Tyskland finns även bestämmelser som säger att högsta och lägsta återköpspris skall specificeras, samt att motiv till återköp måste finnas i följande årsrapport.³²

Enligt IOSCO beslutar styrelsen i *USA* om återköp och offentliggörandet av återköp avser endast bolagets avsikt att återköpa aktier, då bolaget inte är bundet till att genomföra återköpet. Amerikanska företag kan närsomhelst köpa tillbaka egna aktier utan att i förväg annonsera om det offentligt. De har inte något krav på sig att ange motivet till återköpet och det finns inte heller någon gräns för hur många aktier de får köpa tillbaka. Användandet av de återköpta aktierna regleras av den stat där bolagets juridiska hemvist är belägen och vidare ger det amerikanska skattesystemet bolagen skattemässiga fördelar av återköp jämfört med utdelning.³³

I *brittiska* bolag beslutas återköp under bolagsstämman och det måste genomföras inom 18 månader.³⁴ Brittiska företag är, i likhet med svenska bolag, begränsade när det gäller tidpunkten för återköpet. Det är inte tillåtet att köpa tillbaka eller sälja egna aktier tiden före resultatredovisningar eller andra offentliggöranden av företagsspecifik information.³⁵ Det finns inte någon begränsning angående hur många egna aktier som är tillåtna att köpa tillbaka i Storbritannien.³⁶ Generellt sett makuleras återköpta aktier, men undantag sker bland publika bolag, vilka antingen kan återsälja aktierna eller erbjuda dem till anställda vid ett senare skede.³⁷ Publika bolag som beslutar om återköp av aktier måste uppge högsta och lägsta pris för de återköpta aktierna, information om klass/beskrivning av aktie, tidpunkt för när aktieåterköp skall genomföras och hur de tänkt att gå tillväga vid återköpet.³⁸ Inom 28 dagar måste bolagen även uppge hur många aktier man köpt tillbaka samt hur man valt att behandla dessa aktier.³⁹ Numera medför återköp inga extra skattekonsekvenser jämfört med aktieutdelning efter att man den 6 november 2003 gjorde om systemet.⁴⁰

3.3 Sammanfattning av regelverken kring aktieåterköp

I tabell 1 på nästa sida sammanfattas de olika ländernas regelverk kring aktieåterköp.

³² Seifert & Stehle, (2003), s. 3-4

³³ IOSCO – Technical committee of the international organization of securities commissions, ”Report on stock repurchase programs” (februari 2004)

³⁴ Companies Act 1990, Section 211:1, 215:1, 216:1 A repurchase agreement

³⁵ Rau & Vermaelen, (2002), s. 276-281

³⁶ IOSCO – Technical committee of the international organization of securities commissions, ”Report on stock repurchase programs” (februari 2004)

³⁷ Companies Act 1990, Section 209:1,2 Treasury shares

³⁸ Companies Act 1990, Section 228:2 Regulations as to purchase of shares

³⁹ Companies House, ”Share Capital and Prospectuses - GBA6”

⁴⁰ Tax Update Services, ”Tax Avoidance: Uk Equity Repo Or Stock Loans

	Sverige	Storbritannien	Tyskland	USA
Offentliggörandet	Offentligt pressmeddelande om beslut om återköp måste lämnas till minst tre rikstäckande dagstidningar.	Bolag måste rapportera alla återköp till Companies House.	Företagen måste ange den faktiska inledningen till återköpet. Dessutom måste högsta och lägsta återköpspris specificeras.	Inget offentliggörande krävs. Företagen uppmanas att uppge intention om återköp, men denna är inte bindande.
Motiv	Motiv måste anges.	Det finns inget specifikt krav om att motiv skall anges, men detta är uppe för debatt.	Motiv måste anges i följande årsrapport.	Motiv behövs inte anges.
Skattemässiga konsekvenser	Nej	Nej	Nej	Ja. Skattemässiga fördelar vid återköp jämfört med vid utdelning.
Storlek	Maximalt 10% av samtliga aktier får återköpas.	Ingen maxgräns.	Maximalt 10% av samtliga aktier får återköpas.	Ingen maxgräns.

Tabell 1: Återköpsregler i Sverige, Storbritannien, Tyskland och USA.

3.4 Statistik över återköp i Sverige mellan 2000 och 2003

Den sista bakgrundsinformation som vi finner viktig att presentera i detta praktiska ramverk gäller mängden återköp på den svenska marknaden. Diagram 1 på nästa sida visar det totala antalet aktier som återköpts i Sverige mellan åren 2000 och 2003. Det är svårt att uttyda några konkreta mönster, men företagen tycks ha varit en aning tveksamma vid lagändringens ikraftträdande. Under år 2001 ökade antalet återköp för att sedan minska igen året därpå. Under det sista året representerat i vår studie, 2003, ökade återköpsaktiviteten åter. Många av återköpen är genomförda under årets två första kvartal, vilket kan tänkas bero på bolagsstämmans möte. Även det sista kvartalet visar dock på en relativt stor återköpsaktivitet.

Totalt antal återköpta aktier, 2000-2003, kvartalsvis

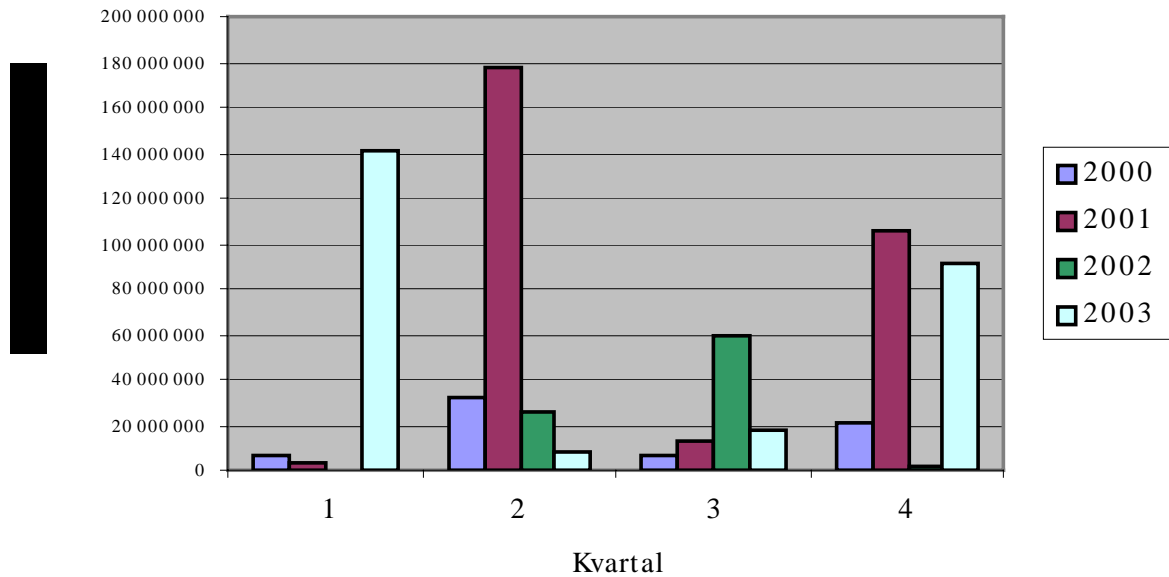


Diagram 1: Statistik över återköp genomförda per kvartal⁴¹

Källa: <http://www.stockholmsborsen.se/overvak/index.asp?lank=8&lang=swe>

⁴¹ Statistiken över antalet återköpta aktier visade under vissa månader negativa tal. Detta förklarades utav Marcus Ramström vid Stockholmsbörsen att vara effekten av deras bristande kontroll av exempelvis företag som genomför avyttringar eller makulerar återköpta aktier. Han påpekar även att återköpta aktier kan ha använts till options- och aktiesparprogram till företagsledarna i bolaget, vilket inte rapporteras till Stockholmsbörsen. Detta är anledningen till att vi valt att presentera statistiken över återköp kvartalsvis och inte månadsvis.

4. Teori

I detta teorikapitel börjar vi med att gå igenom de vanligaste motiven till återköp. Detta följs av en genomgång av de teorier kring aktieåterköp som etablerats framför allt genom kortsiktiga studier. Därefter behandlar vi de långsiktiga eventstudierna lite mer ingående och vänder även blicken mot utomamerikanska studier. Teoridelen avslutas med en presentation av den effektiva marknadshypotesen.

4.1 Teoriöversikt

Innan vi går igenom respektive teori, presenterar vi nedan en sammanställning och kort sammanfattning av de forskarrapporter som utgör våra huvudsakliga källor.

Forskare och år	Forskningsområde	Teori(er)
Dittmar (2000)	Motiv till varför företag genomför aktieåterköp	Undervärderingshypotesen mfl.
Comment & Jarrell (1991)	Marknadsreaktion på olika typer av återköp	Signalhypotesen
Lakonishok & Vermaelen (1990)	Företagsstorlek och återköpsvärdering på kort och lång sikt	Signalhypotesen, underreaktionshypotesen och effektiva marknadshypotesen
Ratner, Szewczyk & Tsetsekos (1996)	Institutionellt ägande och återköpets värdering	Signalhypotesen
Nohel & Tarhan (1998)	Low-Q vs High-Q företag och The Free Cash Flow Hypothesis	The Free Cash Flow Hypothesis och effektiva marknadshypotesen
Howe, He & Kao (1992)	Low-Q vs High-Q företag och The Free Cash Flow Hypothesis	The Free Cash Flow Hypothesis
Maxwell & Stephens (2003)	Återköp och aktieavkastning vs bond return	Wealth Expropriation Hypothesis
Ikenberry & Vermaelen (1996)	Återköp som option	The insider-trading model
Ikenberry, Lakonishok & Vermaelen (1995)	Långsiktig aktieutveckling efter återköp	Underreaktionshypotesen och den effektiva marknadshypotesen
Chan, Ikenberry & Lee (2003)	Långsiktig aktieutveckling efter återköp	Signalhypotesen, The Free Cash Flow Hypothesis, underreaktionshypotesen och effektiva marknadshypotesen
Ikenberry, Lakonishok & Vermaelen (2000)	Långsiktig aktieutveckling efter återköp i Kanada	Underreaktionshypotesen, effektiva marknadshypotesen
Lasfer (2000)	Kort- och långsiktig aktieutveckling efter återköp i Europa	Signalhypotesen, underreaktionshypotesen, effektiva marknadshypotesen
Rau & Vermaelen (2002)	Det institutionella ramverket och värdering av aktieåterköp	Underreaktionshypotesen
Seifert & Stehle (2003)	Återköp i Tyskland	Signalhypotesen
Fama (1991)	Effektiva marknader	Effektiva marknadshypotesen
Fama (1998)	Reliabiliteten i långsiktiga eventstudier	Effektiva marknadshypotesen

Tabell 2: Översiktlig sammanställning av uppsatsens viktigaste teorier

4.2 Varför köper företag tillbaka sina aktier?

Innan vi går in på teorierna kring på vilket sätt och varför marknaden reagerar som den gör på återköpsbesked, vill vi i detta avsnitt kort redogöra för de teorier som finns gällande varför företag ser återköp av egna aktier som ett gynnsamt användningsområde för överflödigt kapital.

Motiven bakom aktieåterköp är omdiskuterade, men forskarna är ense om att det inte endast förekommer ett motiv utan snarare flera samverkande faktorer. De är även överens om att återköp inte ersätter aktieutdelning, utan snarare erbjuds som en flexibel valmöjlighet vid temporära kapitalinflöden.⁴²

En av de mest välkända amerikanska forskarna som skrivit om motiv till återköp av egna aktier på den amerikanska marknaden är Dittmar. Hon menar att det vanligaste motivet till återköp är att företagsledningen anser att aktien är undervärderad. Teorin som ligger till grund för detta undervärderingsmotiv är asymmetriskt fördelad information, något vi kommer att diskutera mer ingående senare. Vidare drar Dittmar slutsatsen att företag med tillgång till överflödigt kapital föredrar att göra aktieåterköp framför att genomföra aktieutdelning tack vare den flexibilitet som återköp ger. Återköp är ett flexiblere alternativ eftersom det på den amerikanska marknaden varken innebär ett åtagande om genomförande eller om ytterligare återköp i framtiden. Kapitalstrukturförändringar nämns som ett annat återköpsmotiv. Förutsatt att ett företag har fastslagit ett mål om sin optimala kapitalstruktur, menar Dittmar att det köper tillbaka sina aktier när den rådande strukturen är lägre än den optimala. En reduktion av det egna kapitalet genom återköp justerar kapitalstrukturen och företaget kan därigenom uppnå sin optimala kapitalstruktur. Två ytterligare motiv behandlas i Dittmars studie. Företag som löper stor risk att bli utsatta för fientliga uppköp kan höja sitt förvärvspris genom aktieåterköp och därmed undvika ett uppköp. Vidare ger återköp skattemässiga fördelar jämfört med aktieutdelning.⁴³

I en annan motivstudie ger Jagannathan *et al* stöd åt många av Dittmars teorier. Jagannathan *et al* betonar i likhet med Dittmar de skattefördelar som ett återköp medför för aktieägarna, men poängterar dock att återköpet även måste gynna ledningen för att det ska implementeras. De visar vidare att återköp är populära bland företag som belönar sina ledningar genom att tilldela dem aktier. I detta sammanhang påpekar de även att ledningen föredrar att använda redan omsatta aktier istället för nyutgivna, då ägarna därigenom slipper den utspädningseffekt som uppstår vid emission.⁴⁴

I en sista amerikansk motivstudie argumenterar Fried mot undervärderingsmotivet. Han menar att företag inte behöver annonsera om återköp för att ge en signal till marknaden om att aktien är undervärderad. Dessutom anser han att undervärderingsmotivet strider mot företagsledarnas eget intresse då de genom att signalera reducerar sin möjlighet att köpa aktierna till ett lågt pris. Med anledning av denna kritik presenterar Fried en alternativ teori, *the managerial-opportunism theory*, vilken han anser vara en bättre förklaring till varför företag genomför återköp. Denna teori säger att företagsledare använder aktieåterköp för att omplacera värde ifrån offentliga aktieägare till sig själva.⁴⁵

⁴² Dittmar (2000), s. 334-349

⁴³ Ibid

⁴⁴ Jagannathan *et al* (2000), 367-368

⁴⁵ Fried (2001), s. 894

Ser man åt den svenska marknaden har studier av svenska företags motiv till återköp genomförts av studenter vid Lunds universitet. Elfvén *et al* konstaterar i sin studie av företag noterade på Stockholmsbörsen att motiven som de amerikanska forskarna argumenterar för tycks stämma in även bland svenska företag. Elfvén *et al* presenterar ett antal motiv till aktieåterköp, däribland överföring av överlikviditet till aktieägarna, signalering, förändring av kapitalstrukturen, expropriation av långgivare, förbättring av nyckeltal, ökning av ledningens optioner, förvärv av företag samt skydd mot fientligt uppköp. Det mest betydelsefulla motivet är dock även på den svenska marknaden undervärdering.⁴⁶ I en annan studie gjord vid Lunds universitet konstaterar Cernesl *et al* att återköp ger svenska företag en möjlighet att optimera sin kapitalstruktur genom ett minskat likviditetsöverskott samt att återköp även används i syfte att förbättra nyckeltal.⁴⁷

4.3 Inledning till teorierna kring aktieåterköp och dess marknads-mottagande

Aktieåterköp är ett populärt forskningsområde och många studier har gjorts både på kort och på lång sikt. Redan i början av 1980-talet visade amerikanska studier att ett besked om aktieåterköp mottas positivt av marknaden. Sedan dess har många studier bekräftat dessa resultat och angivit en rad olika förklaringar till varför aktieåterköp ses som något positivt.⁴⁸ De två populäraste teorierna kring det positiva mottagandet är den så kallade *signalhypotesen*, vilken i dagsläget är den mest omskrivna och också den mest betrodda, och *The Free Cash Flow Hypothesis*. Den förra hypotesen grundar sig på att det finns en informationsasymmetri mellan företagsledningen och marknaden och att ett initiativ från företags sida i form av ett aktieåterköp därför ger marknaden positiv information om företaget. Är företaget villigt att investera i sig själv måste det ha positiva tankar om framtiden, är den grundläggande tanken. Signalargumentet har dock en baksida, menar Maxwell & Stephens. Om företaget är villigt att använda värdefulla pengar till att köpa egna aktier, måste det betyda att det inte finns några andra och bättre investeringsalternativ, vilket i sin tur kan tolkas som att tillväxtpotentialerna är begränsade. Här kommer dock den andra teorin in i bilden, den så kallade *Free Cash Flow Hypothesis*. Teorin, som i grunden kan tillskrivas Jensen (1986), behandlar den välkända agentteorin. Det finns alltid en risk för att olika intressenter inom ett företag arbetar mer för att gynna sin egen position än för att stärka företaget som helhet. Därför finns risken att ledningen för ett företag investerar i negativa NPV-projekt för att på så sätt öka sin maktposition. Att använda överflödigt kapital till att istället köpa tillbaka aktier ses därför som ett bättre alternativ, då det minskar agentkostnaderna och därmed ökar företags värdet. Om företags begränsade tillväxtpotentialer redan är inkorporerade i aktiepriset, ses därför ett aktieåterköp som något positivt också av denna anledning.⁴⁹

4.3.1 Forskning kring signalhypotesen

Flera forskare har genomfört kortsiktiga eventstudier för att testa signalhypotesen. Comment & Jarrell menar att deras studie ger starkt stöd åt teorin att återköp ger positiva återverkningar på aktiekursen eftersom de ses som trovärdiga signaler på att aktien är undervärderad. Alla typer av återköp åtföljs av positiva marknadsreaktioner. De finner, vilket de menar utgör det

⁴⁶ Elfvén *et al* (2001)

⁴⁷ Cernesl *et al* (2000)

⁴⁸ Se till exempel Comment & Jarrell (1991), Lakonishok & Vermaelen (1990), Ikenberry *et al* (1995)

⁴⁹ Maxwell & Stephens (2003), s. 6-7

starkaste stödet för signalhypotesen, att ju större återköpet är och ju sämre aktien har gått tiden före återköpet, desto starkare uppfattas signalen av marknaden.⁵⁰ Dessa resultat styrks i en senare studier av såväl Stephens & Weisbach som Lakonishok & Vermaelen.⁵¹ Comment & Jarrell betonar dock att även om deras studie ger stöd åt signalteorin, finns det också andra teorier som kan förklara den positiva marknadsreaktionen. Eftersom de flesta återköp görs antingen genom *open-market repurchases*⁵² eller genom *dutch-auction offers*⁵³, vilka båda två anses ha mindre signalkraft än *fixed-price tender offers*⁵⁴, finns det även andra anledningar för företag att genomföra återköp. Sådana anledningar kan vara till exempel att minska risken för fientliga uppköp eller utnyttja skattefördelar förknippade med återköp.⁵⁵

Lakonishok & Vermaelen menar att signalhypotesen är den teori som bäst förklarar marknadsens positiva reaktioner, men tillägger att den fungerar bäst på små företag. I sin studie finner dessa båda forskare att signaleffekten är större ju mindre företaget är. Gruppen med de minsta företagen uppvisar en positiv avvikande avkastning på nästan 25%, medan gruppen med stora företag endast noteras för en ökning på drygt 8%. Denna tendens gäller även över längre perioder efter återköpet, ett resultat som vi har anledning att återkomma till senare. Vidare finner de bevis för att det endast är de små företagen som upplever kraftiga negativa aktiekursrörelser under perioden innan återköpet, medan de stora företagen istället uppvisar en positiv aktiekursutveckling tiden före återköpet. Lakonishok & Vermaelen menar att de divergerande resultaten beror på att små och stora företag har olika motiv för sina återköp. Små företag köper tillbaka aktier för att de anser att de är undervärderade, något författarna anser vara intuitivt logiskt, då små företag får mindre uppmärksamhet från media och analytiker, vilket gör det mer troligt att aktierna faktiskt är undervärderade. Större företag däremot, genomför återköp som ett led i en omstruktureringsprocess eller för att undvika fientliga uppköp.⁵⁶ Formulerat på ett annat sätt kan storleken ses som en proxy för informationsasymmetri, då företag med mindre marknadsvärde möts av en positivare reaktion än företag med stort marknadsvärde.⁵⁷

En annan intressant aspekt i ovanstående rapport är att signaleffekten enligt den har minskat över åren. Detta, menar författarna, kan bero på att återköp har ökat i popularitet och därför är mindre oväntade idag. En annan förklaring kan vara att det typiska återköpande företaget har blivit allt större och därför är mindre kontrollerat av insiders, vilket gör signalen mindre övertygande. Slutligen kan det också vara så att motiven bakom återköpen helt enkelt har förändrats.⁵⁸

Ratner, Szewczyk & Tsetsekos har undersökt signalhypotesen utifrån infallsvinkeln institutionellt ägande. De menar att institutionella intressen i ett företag kan ha en inverkan på kvantiteten och kvaliteten på företagets informationsgivning och därmed också på styrkan i den informationssignal som återköpet ger. De specificerar denna tanke genom att peka på fem olika aspekter som påverkar informationskvaliteten (det vill säga minskar informationsasymmetrin mellan företag och marknad) och därmed priset som marknader sätter på aktien: (1) Institutioner förfogar över större resurser när det gäller insamling och analys av företags-

⁵⁰ Comment & Jarrell (1991), s. 1265-1266

⁵¹ Stephens & Weisbach (1998), s. 329 och Lakonishok & Vermaelen (1990), s. 455 och 471-476

⁵² Köp av egna aktier på börs eller annan auktoriserad marknadsplats.

⁵³ En form av riktat aktieåterköp

⁵⁴ Erbjudande riktat till en viss grupp av aktieägare att sälja sina av bolaget utgivna aktier till bolaget självt.

⁵⁵ Comment & Jarrell (1991), s. 1265-1266

⁵⁶ Lakonishok & Vermaelen (1990), s. 455 och 471-476

⁵⁷ Ikenberry *et al* (1995), s. 191

⁵⁸ Lakonishok & Vermaelen (1990), s. 468

specifik information. (2) Professionell expertis och skalfördelar ger institutioner lägre marginalkostnad vid informationsinsamlandet och detta leder till mer omfattande information av högre kvalitet. (3) Vissa institutioner kan ha etablerade affärskontakter med företaget, vilket i så fall ger dem tillgång till ytterligare information. (4) Då deras ägande ofta är relativt stort har de större anledning att noggrant följa och granska företagets aktiviteter. (5) Eftersom institutioner oftast handlar med stora mängder aktier betalar de lägre transaktionskostnader. Detta leder till en mer frekvent handel från institutionernas sida, vilket i sin tur ökar chanserna för att ny information snabbare inkorporeras i aktiepriset. Studien ger också stöd åt den hypotes de formulerar, då det finns signifikanta skillnader i reaktion vid återköp mellan företag som har olika stor andel institutionella ägare. Stora reaktioner återfinns bland de företag som har en låg andel institutionella ägare, vilket bevisar att institutionella ägare minskar informationsasymmetrier och att återköp därför har större informationsvärde bland företag som ignoreras av institutionella ägare. Ytterligare stöd åt denna teori ges av det faktum att de återköpande företagen, i jämförelse med matchande företag, har en relativt låg institutionell ägarandel. Resultaten håller även när hänsyn tas till företagsspecifika faktorer som företagets storlek och återköpets storlek.⁵⁹

4.3.2 Forskning kring The Free Cash Flow Hypothesis

De empiriska bevisen för *The Free Cash Flow Hypothesis* är färre än de studier som ger stöd åt signalhypotesen. Dock har Grullon (1998), Grullon & Michaely (2001) och Jagannathan & Stephens (2002) funnit bevis för att företag, efter att de genomfört återköp, minskat sina investeringar eller kapitalutgifter, något som ligger i linje med idén att återköpande företag har få tillväxtpotentialer och därför använder sina pengar till investeringar i sina egna aktier.⁶⁰ I en annan studie jämför Nohel & Tarhan signalhypotesen och *The Free Cash Flow Hypothesis*, varvid de till skillnad från många andra forskare fokuserar på företagets resultatredovisning istället för aktiekurser. De kommer fram till att återköpande företag uppvisar signifikanta resultatförbättringar efter återköpet jämfört med en grupp matchande företag. Vidare visar de att det nästan uteslutande är så kallade *low-Q* företag, det vill säga företag med stort fritt kassaflöde och som därför tenderar att överinvestera, som står för förbättringen och att anledning till den positiva utvecklingen är ett bättre utnyttjande av existerande tillgångar och inte ett resultat av nya investeringar. Rapporten säger också att försäljning av tillgångar äger rum innan och under återköpet och att kapitalutgifterna inte ökar varken under eller efter återköpet. Allt detta sammantaget tyder på att återköpen är en del av olika omstruktureringsprogram och därför ska tolkas i enlighet med *The Free Cash Flow Hypothesis*. Författarna betonar dock att ett vanligt fel i forskningen kring aktieåterköp är att man utgår ifrån att antingen den ena eller den andra teorin är den bästa. Det kan mycket väl vara så att både *The Free Cash Flow Hypothesis* och signalhypotesen är korrekt, då olika företag har olika motiv för sina återköp.⁶¹

I motsats till Nohels & Tarhans (1998) studie, finner Howe, He & Kao i sin studie inget stöd för *The Free Cash Flow Hypothesis*. I rapporten som framlades 1992 säger författarna att syftet med undersökningen är att utvidga den forskningsbas som Lang & Litzenberger (1989) grundade inom området utdelningar. De sistnämnda forskarna finner nämligen i sin undersökning av marknadens mottagande av besked om utdelning att inte bara signaleffekten har ett förklaringsvärde, utan även *The Free Cash Flow Hypothesis*. Howe *et al* applicerar Langs & Litzenbergers metodik på sin studie, vilket innebär att de, genom att titta på

⁵⁹ Ratner *et al* (1996), s. 869-879

⁶⁰ Maxwell & Stephens (2003), s. 9

⁶¹ Nohel & Tarhan (1998), s. 190-191

respektive företags Tobins Q-ratio, delar in företag i *low-Q* företag och *high-Q* (värdemaximerande) företag.⁶² Tanken är att *low-Q* företag ska uppvisa en större positiv avvikande avkastning vid besked om aktieåterköp precis som de enligt Lang & Liztenberger gör vid besked om utdelning.⁶³ Siffrorna som Howe *et al* får fram styrker dock inte denna teori. Visserligen finner man en stark positiv avvikande avkastning vid besked om återköp, men då detta besked mottas lika positivt oavsett företagets Q-ratio, anser Howe *et al* att signalteorin bättre förklarar fenomenet. De tillstår dock att det är märkligt att det som gäller för utdelningar inte kan appliceras på återköp, då dessa båda aktioner i grund och botten är mycket lika både transaktionsmässigt och storleksmässigt.⁶⁴

4.3.3 Andra omskrivna teorier

En alternativ teori gällande marknadens reaktion på återköp är den så kallade *wealth expropriation hypothesis*, som behandlar den eventuella värdeförskjutning (*wealth transfer*) från långivare till aktieägare som sker vid återköp. Denna hypotes har sin utgångspunkt i agentteorin, som säger att det kan uppstå problem när beslutsfattande delegeras från en part till en annan. Teorin säger bland annat att konflikter kan uppstå mellan just ovanstående grupper av intressenter (långivare och aktieägare) och att vissa ledningsbeslut leder till ett gynnande av endera grupp. Ett stort aktieåterköp är ett exempel på ett sådant beslut. Återköp, precis som utdelningsbetalningar, minskar företagets möjligheter att uppfylla andra krav, som till exempel att betala ränta och amorteringar. Därmed ökar risken för långivarna och de står som förlorare vid ett aktieåterköp.⁶⁵ Hypotesen förutsätter därmed en positiv avvikande aktieavkastning och en negativ avvikande *bond return*. Vidare förutspår den ett positivt samband mellan aktieavkastning och återköpsstorlek och ett negativt samband mellan *bond return* och återköpsstorlek. Maxwell & Stephens har testat denna hypotes empiriskt och finner ett visst stöd för att en värdeförskjutning faktiskt sker. De finner i sin studie även stöd för signalhypotesen.⁶⁶

Ikenberry & Vermaelen (1996) har format en teori som i dagens forskning brukar benämnas *the insider-trading option model*. Till skillnad från många andra studier behandlar inte Ikenberry & Vermaelen beslutet om aktieåterköp som ett oåterkalleligt sådant. Istället säger deras teori att återköp utgör en option för asymmetriskt informerade insiders att köpa undervärderade aktier från oinformerade externa aktieägare. Ett beslut om återköp kan därför ses som ett sätt att utöka de redan existerande investeringsmöjligheterna. Den positiva avvikande aktiekurseffekten vid besked om återköp representerar optionens värde. Teorin får dock kritik i en studie av McNally, som menar att Ikenberrys och Vermaelens teori inte håller vid en jämförelse med signalteorin. I motsats till *the insider-trading option model*, i vilken externa aktieägare exploateras av insiders, finner McNally att såväl insiders som externa aktieägare gynnas av återköpets informationssignal och att signalmodellen därmed förutsätter en rationell värdemaximering för båda parter.⁶⁷

En annan teori behandlar återköpets påverkan på kapitalstrukturen och skuldsättningsgraden. Om återköpet ökar skuldsättningsgraden och företaget befinner sig under den optimala graden av densamma, kommer återköpet att leda till ett stigande aktiepris tack vare den utökade

⁶² Howe *et al* (1992), s. 1964

⁶³ Howe *et al* (1992), s. 1968

⁶⁴ Howe *et al* (1992), s. 1971-1972

⁶⁵ Maxwell & Stephens (2003), s. 2-3

⁶⁶ Maxwell & Stephens (2003) s. 5-6

⁶⁷ McNally (1999), s. 2 och 24

skatteskölden. Denna *tax shield hypothesis* har dock inget stort stöd i den rådande forskningsvärlden⁶⁸, varför vi väljer att behandla den relativt översiktligt. Även den så kallade *tax savings hypothesis*, som säger att återköp mottogs positivt tack vare att de beskattas annorlunda än utdelningar, väljer vi att endast nämna kort, då inte heller den anses ha något större förklaringsvärde.⁶⁹

Det finns även andra anledningar till varför ett företag kan tänkas vilja justera kapitalstrukturen. En sådan anledning kan vara att företaget ger sina chefer aktieoptioner. När dessa optioner utnyttjas ökar företagets eget kapital-finansiering, vilket kan leda till att företaget rör sig ifrån den optimala skuldsättningsgraden. Ett återköp, som per definition krymper andelen eget kapital, kan därför vara ett verktyg för att komma till rätta med detta problem. Chan *et al* har, i en studie som behandlas mer ingående senare i denna teoridel, undersökt detta motiv och kommit fram till att dess empiriska stöd är lågt.⁷⁰

4.4 Långsiktiga eventstudier kring aktieåterköp i Nordamerika

4.4.1 Ikenberry, Lakonishok & Vermaelen (1995)

Under 1990-talet infördes ytterligare en dimension till forskningen kring aktieåterköp, när forskarna började studera den långsiktiga effekten på aktiekursen. En av dessa studier har gjorts av Ikenberry, Lakonishok & Vermaelen och då denna studie anses vara den första utpräglade långsiktiga eventstudien inom detta område, finner vi det lämpligt att börja med att presentera vad dessa tre forskare kom fram till.

Ikenberry *et al* menar att listan på varför företag köper tillbaka aktier kan göras lång: kapitalstrukturförändringar, försvar mot fientliga uppköp, signalering, fördelning/placering av överlikviditet, substitut till utdelning samt värdeförskjutning från långgivare till aktieägare. De, som de flesta andra, menar dock att den allmänt rådande förklaringen till marknadens reaktion på återköpet är signalhypotesen.⁷¹

Många företagsledare anger också att anledningen till återköpet är just att de ser aktien som undervärderad och att den därför är en bra investering. Ikenberry *et al* ifrågasätter dock detta motiv. Om marknaden är effektiv bör aktiepriset justeras omedelbart efter kungörelsen om återköp och därmed kvarstår det inte längre något undervärderingsmotiv. Trots detta är det få företag som ställer in utannonserade återköpsprogram.⁷² Just det sistnämnda har undersökts av Stephens & Weisbach. Efter en hetsig debatt i amerikansk finanspress om att företag annonserar om återköp endast för att gynnas av den initiala reaktionen och utan att egentligen ha planerat att genomföra något återköp, visade Stephens & Weisbach att omkring 80% av de annonserade återköpen faktiskt också genomförs, vilket tystade kritikerna.⁷³ Ikenberry *et al* menar att det faktum att företag faktiskt fullföljer sina åtaganden kan tyda på att marknadens initiala reaktion är för låg. Den genomsnittliga överavkastningen på kort sikt är omkring 3% och det är dels inte troligt att företagsledningarna överhuvudtaget kan upptäcka en sådan

⁶⁸ McNally (1999), s. 55

⁶⁹ Rau & Vermaelen (2002), s. 249

⁷⁰ Chan *et al* (2003), s. 1-5

⁷¹ Ikenberry *et al* (1995), s. 182

⁷² Ikenberry *et al* (1995), s.183

⁷³ Stephens & Weisbach (1998), s. 313

marginell felprissättning och även om de kan det, så är det inte troligt att denna låga siffra skulle få dem att agera.⁷⁴

Ikenberry *et al* menar därför att marknaden tenderar att betrakta återköpsprogram med skepsis, vilket gör att aktiepriset justeras långsamt och under en längre period än vad som täcks in av kortsiktiga eventstudier. Detta fenomen kallar författarna för *underreaktionshypotesen*. Denna hypotes stöds också av tidigare studier kring försenad marknadsreaktion. Lakonishok & Vermaelen (1990) finner att aktiepriset i vissa fall behöver tio år på sig att korrekt justeras efter en händelse.⁷⁵

Studiens mest intressanta resultat stödjer underreaktionshypotesen. Resultatet visar att företag som köper tillbaka sina aktier upplever en positiv avvikande avkastning under en fyraårsperiod efter återköpsprogrammets initierande jämfört med en kontrollportfölj. Vid användandet av CAR-metoden (vilken vi beskriver i vår metoddel) finner forskarna att de återköpande företagen uppvisar en positiv avvikande avkastning på närmare 9% från månad 1 till 36 efter återköpet och att skillnaden därefter minskar. Detta tyder på att den initiala reaktionen på 3,5% endast motsvarar ca 30% av den totala effekten. Vid användandet av BHAR-metoden (vilken även den gås igenom senare) uppgår den avvikande avkastningen till hela 17,14% från månad 1-36, medan år 4 i likhet med CAR-metoden ger en betydligt lägre avvikande avkastning. De konkluderar därför att ”*.../ investing in companies that announce buybacks is a profitable long-run strategy /.../*”.⁷⁶

I ett försök att förklara det slående resultatet undersöker Ikenberry *et al* om det finns skillnader i långsiktig avkastning mellan företag som kan antas ha undervärdering som motiv till återköpet och företag med andra motiv. Metoden de använder består i att dela in företagen i olika grupper beroende på deras book-to-market ratio. Andra studier har visat att företag med hög book-to-market ratio har betydligt högre avkastning än företag med låg dito. Lakonishok, Shleifer & Vishny (1994) menar att denna skillnad i avkastning inte kan förklaras av skillnader i risk, utan att den snarare hänger samman med ”*behavioral and institutional considerations*”. Vidare menar de att många undervärderade aktier har höga book-to-market ratios. Om benägenheten att återköpa aktier har att göra med att aktien är undervärderad, bör man kunna förvänta sig att undervärderade företag med hög book-to-market ratio är de mest aktiva återköparna. Man bör också kunna förvänta sig att få företag med låg book-to-market ratio köper tillbaka aktier. Resultaten från Ikenberrys *et al* studie visar dock att företag med låg book-to-market ratio i stort sett har lika stor benägenhet att köpa tillbaka aktier som företag med hög book-to-market ratio. Detta tolkar författarna som att motiven hos företag med låg book-to-market ratio är andra än att signalera till marknaden att aktien är undervärderad. När det gäller den faktiska, långsiktiga aktiekursutvecklingen efter återköp visar sig dock indelningen vara till stor nytta, då de återköpande företagen med hög book-to-market ratio uppvisar en slående buy-and-hold-avkastning över en fyraårsperiod efter återköpet. Denna grupp ger en genomsnittlig avkastning på 131,91%, vilket är 45,25% mer än avkastningen på referensportföljen (som utgörs av företag matchade efter storlek och bransch) och därmed helt i linje med det undervärderingsmotiv de antas representera. Ikenberry *et al* menar att det är möjligt att denna positiva avkastning hänger samman med ovanligt omfattande hot om uppköp. Om marknaden inte förväntat sig detta, kan den avvikande avkastningen vara ett resultat av en ”uppköpspremie”. Detta kan vara av särskilt stor betydelse hos just företag med hög book-to-market ratio, vars relativt låga aktiepris är

⁷⁴ Ikenberry *et al* (1995), s. 183

⁷⁵ Ibid

⁷⁶ Ikenberry *et al* (1995), s. 184-195

attraktivt för eventuella uppköpare. De poängterar dock att de i sin studie inte finner några bevis för att detta skulle förklara den stora avvikande avkastningen.⁷⁷

I sina slutsatser konstaterar Ikenberry *et al* att deras studie visar att företagsledningar i många fall lyckas tjäna sina beslut om aktieåterköp och att marknaden på kort sikt ignorerar den informationssignal som återköpet sänder ut. Vidare säger de att studien är ännu en i raden av forskningsrapporter som pekar på marknads ineffektivitet och ifrågasätter lämpligheten i att använda kortsiktiga eventstudier för att utvärdera den ekonomiska effekt som stora företagsbeslut för med sig.⁷⁸

4.4.2 Ytterligare bevis från USA

Redan 1990 såg forskare tecken på att inte bara den kortsiktiga effekten vid aktieåterköp är positiv, utan att det finns vinster att hämta även på lång sikt. I den tidigare nämnda studien signerad Lakonishok & Vermaelen (1990) undersöks både den initiala och den långsiktiga reaktionen på aktieåterköp och som vi tidigare nämnt är båda dessa positiva. Den långsiktiga avvikande avkastningen, mätt från månad 3 till månad 24 efter beskedet om återköp, uppgår till 23,11% jämfört med ett värdeviktat index. Författarna påpekar dock att utslagen blir olika beroende på vilket jämförelseindex de använder. Resultatet blir mindre tydligt, det vill säga den avvikande avkastningen blir mindre, vid användande av ett *equally weighted index*. Även när kontrollportföljer baserade på storlek samt storlek och beta används syns en positiv, dock mindre signifikant, avvikande långsiktig avkastning. Författarna drar utifrån dessa resultat slutsatsen att den initiala reaktionen inte är fullständig och att marknaden således inte lyckas fånga återköpets fulla budskap. Med andra ord kan marknads agerande sägas vara ineffektivt. Än en gång ska poängteras att det är de små företagen som står för större delen av även den långsiktiga positiva avkastningen som studien rapporterar om. Vi hänvisar till stycke 4.3.1 när det gäller författarnas teori kring denna tendens.⁷⁹

I en alldeles färsk studie presenterar Chan, Ikenberry & Lee nytt stöd åt långsiktiga eventstudier. Författarna skriver i sin inledning att den rådande forskningslitteraturen kring aktieåterköp förser oss med en ambivalent bild av området. En del forskare menar att kortsiktiga eventstudier ger en rättvisande bild, andra ser långsiktiga studier som de mest korrekta, medan en tredje part menar att långsiktiga studier i sig är bra, men att metodiken är mycket svår att bemästra. Därför undersöker Chan *et al* på nytt både de kortsiktiga och de långsiktiga konsekvenserna av återköp. Detta görs med utgångspunkt från tre olika teorier; felprissättning av aktien (det vill säga signalhypotesen), *The Free Cash Flow Hypothesis* och förändring av kapitalstrukturen.⁸⁰

Resultaten visar att signalhypotesen är den teori som på kort sikt bäst förklarar marknads positiva reaktion. Tre viktiga anledningar ges till denna slutsats. (1) De företag som möts med störst positiv avkastningen vid besked om återköp är också de företag som uppvisar en signifikant negativ avkastning innan återköpet. (2) Små företag visar en högre avvikande avkastning än stora företag. (3) Ju större återköpsprogrammet är, desto större är marknads positiva reaktion. Studien ger varken stöd åt *The Free Cash Flow Hypothesis* eller skuldsättningshypotesen på kort sikt. Vidare undersöks huruvida den initiala reaktionen är komplett genom att studera marknads reaktion på företagens resultatredovisning efter återköpet. Om

⁷⁷ Ikenberry *et al* (1995), s. 198-203

⁷⁸ Ibid

⁷⁹ Lakonishok & Vermaelen (1990), s. 469-476

⁸⁰ Chan *et al* (2003), s. 1

marknaden inte fullt ut reagerar på ett korrekt sätt på återköpet, ska tecken på informationsöverskningar kunna ses i senare perioder. Därför undersöker författarna marknadens reaktion på resultatredovisningar efter återköpet. Då marknaden reagerar signifikant positivt på kvartalsmässiga resultatrapporteringar efter återköpets initierande, menar Chan *et al* att investerarna på kort sikt ignorerar återköpets fullständiga informationsinnehåll och att den långsiktiga aktiekursutvecklingen därför delvis utgörs av en försenad reaktion på redan avgiven information. Detta i sin tur ger stöd åt användandet av långsiktiga eventstudier och författarna menar att sådana därmed kan ge ytterligare kunskap om de redan befintliga teorierna kring aktieåterköp.⁸¹

I sin långsiktiga studie finner Chan *et al* en positiv avvikande avkastning på 6,7% under det första året efter återköpet, när hänsyn tas både till företagets storlek och book-to-market ratio. Sett över en fyraårsperiod uppmäts den positiva avvikande avkastningen till 23,6%. Den teori som författarna anser ha störst förklaringsvärde på lång sikt är signalhypotesen, vilket motiveras dels med att det framför allt är små företag som uppvisar en positiv avvikande avkastning och dels med att avkastningen tiden före återköpet är signifikant negativ. I enlighet med flera andra forskare menar Chan *et al* att informationsasymmetrierna är större hos små företag och att de därför löper större risk att bli felaktigt prissatta av marknaden. Ett visst stöd ges även åt *The Free Cash Flow Hypothesis*, då studien visar att de företag som har ett stort fritt kassaflöde är de som uppvisar den bästa långsiktiga avkastningen. När det gäller kapitalstrukturens och skuldsättningsgradens betydelse ger studien inga klara besked. Visserligen har de återköpande företagen en genomsnittligt lägre skuldsättningsgrad än matchande företag, vilket är i linje med skuldsättningshypotesen. Dock uppvisar inte gruppen med lägst skuldsättningsgrad en bättre långsiktig avvikande avkastning än gruppen med hög skuldsättningsgrad, vilket helt talar emot teorins grundtanke. Vidare finns det inget samband mellan den positiva långsiktiga avkastningen och företag som upplevt kraftigt sjunkande skuldsättningsgrad innan återköpet. Därför kan inte slutsatsen dras att dessa företag genomfört aktieåterköpet för att förändra kapitalstrukturen.⁸²

När det gäller signalhypotesen vill vi redovisa ytterligare ett intressant resonemang som Chan *et al* för. Författarna ställer sig nämligen den viktiga frågan; vilken sorts information (privat eller offentlig) orsakar den inkorrekt prissättningen? Härvidlag refererar de till Ikenberry *et al* (1995) som i sin studie undersöker felprissättning utifrån olika book-to-market ratios och därmed utgår ifrån att det är offentlig information som orsakar problemen. Om det istället är så att företagets åsikt om felprissättning grundar sig på privat information, bör ingen skillnad märkas mellan företag med låg respektive hög book-to-market ratio och därmed är denna indelning, som baseras på allmänt tillgänglig information, överflödig.⁸³

En annan, också tidigare nämnd, studie ger däremot en annan bild än den som Ikenberry *et al* och Lakonishok *et al* etablerar. Nohel & Tarhan, forskarparet som i likhet med Lang & Litzenberger (1989) och Howe *et al* (1992) utgår ifrån så kallade *low-Q* och *high-Q* företag, finner visserligen att den tvååriga avvikande avkastningen utslaget på samtliga undersökningsenheter är positiv (10,3%), men poängterar att resultatet saknar statistisk signifikans. De säger vidare att de tester de gör på den initiala och den långsiktiga avkastningen tyder på att marknaden på ett korrekt sätt förväntar sig att *low-Q* företag kommer att prestera bättre än förväntat i och med återköpet, medan *high-Q* företag köper tillbaka sina aktier av andra anledningar än att signalera rörelseförbättringar till marknaden. Därför menar de att

⁸¹ Chan *et al* (2003), s. 2 och 7-9

⁸² Chan *et al* (2003), s. 2-3

⁸³ Chan *et al* (2003), s. 2-3

marknaden, i genomsnitt, tolkar den nya informationen korrekt, att återköpet värderas på ett effektivt sätt på kort sikt och att det därmed inte finns någon långsiktig effekt.⁸⁴

4.4.3 Det kanadensiska fallet

En annan studie som är intressant att nämna är Ikenberrys, Lakonishoks & Vermaelens studie av den kanadensiska marknaden. Syftet med rapporten är att ge ”*out-of-sample evidence*” till de teorier som dessa tre forskare fått fram från studier av den amerikanska återköpsaktiviteten. Gruppen anser att de lyckas med att visa att deras teorier håller även när en annan marknad utgör undersökningsobjekt. I likhet med tidigare observationer finner man att återköpande företag även på den kanadensiska marknaden uppvisar en positiv avvikande avkastning på lång sikt. Tre år efter återköpet uppmäts den kumulerade avvikande avkastningen (CAR) till 21,4% utslaget på samtliga undersökningenheter. Vidare dras slutsatsen att det även i detta fall är små företag med hög book-to-market ratio (så kallade *value stocks*) som står för den största delen av det positiva resultatet, vilket tyder på att signalhypotesen är den teori som har högst förklaringsvärde och att undervärdering är det vanligaste motivet även bland kanadensiska företag.⁸⁵

4.5 Europeisk forskning

Det är väl dokumenterat att amerikanska företag gärna genomför aktieåterköp, men det har visat sig att även företag i andra länder ser återköp som ett intressant användningsområde för överflödigt kapital. Asiatiska länder (Hong Kong och Japan) implementerade nyligen nya regler gällande återköp och som vi nämnt tidigare har även Sverige och andra europeiska länder ändrat sina lagstiftningar inom detta område.⁸⁶ Goldman Sachs presenterade 1999 en studie i vilken man förutsåg ett ökat intresse för aktieåterköp i Europa.⁸⁷ Vi finner det därför intressant att redovisa de resultat som framkommit från studier gjorda på andra marknader än den amerikanska.

En studie av stort intresse har nyligen utförts av en forskare vid namn M. Ameziane Lasfer vid City University Business School i London. Till skillnad från övriga forskningsartiklar refererade så här långt, arbetar Lasfer med den europeiska marknaden. I sin rapport börjar han med att poängtera att den signalteori som anses vara en viktig del i marknadens positiva mottagande av återköpsbesked är kontroversiell. Han förtydligar genom att säga att man måste skilja på en signal från ledningens sida innehållande förväntningar om framtida resultatförbättringar och en signal med budskapet att ledningen inte anser att marknadens värdering av företaget är korrekt. Han fortsätter genom att referera till Grullon & Ikenberry (2000), som menar att även om båda dessa signaler hänger samman med undervärdering, är den förra ett sätt för företaget att signalera om kommande resultatförbättringar, medan den senare tyder på att marknaden är ineffektiv i sin prissättning, då aktiepriset inte på ett korrekt sätt speglar den information som finns tillgänglig. Syftet med Lasfers studie är därför att undersöka signalhypotesen inom ramen av olika institutionella ramverk för att på så sätt ge en bild av på vilket sätt det institutionella ramverket påverkar den kortsiktiga och den medellånga (upp till sex månader) marknadsreaktionen på aktieåterköp.⁸⁸

⁸⁴ Nohel & Tarhan (1998), s. 217-220

⁸⁵ Ikenberry *et al* (2000), s. 2373-2397

⁸⁶ Ikenberry *et al* (2000), s. 2373

⁸⁷ Affärsvärlden, nr 16, 1999-04-21

⁸⁸ Lasfer (2000), s. 4-5

I studien jämför Lasfer återköp gjorda på den brittiska marknaden med återköp gjorda i andra europeiska länder. Lasfer menar att Storbritannien, liksom USA, är ett marknadsorienterat land med en lagstiftning som på ett bättre sätt än i övriga europeiska länder skyddar minoritetsägare. Vidare menar han att den brittiska marknaden till en högre grad karaktäriseras av hög marknadslikviditet och okoncentrerat företagsägande, vilket leder till större informationsasymmetrier. Han klumpar ihop övriga europeiska länder till en stor grupp, vilken, i motsats till Storbritannien, är vad han kallar bankorienterad. Med detta begrepp menas att företag inte har något tryck på sig att dela ut pengar till sina aktieägare eftersom ägandet är relativt koncentrerat. Vidare ser han dessa marknader som illikvida och han menar också att informationsasymmetrierna är mindre på dessa marknader. Han förväntar sig därför, givet att återköpen motiveras av undervärdering, högre avvikande avkastning bland brittiska företag.⁸⁹

Lasfers studie visar för det första att utav de 642 annonseringarna om återköp som han undersökt, härstammar de allra flesta från Storbritannien (72%). Vidare säger rapporten att den initiala marknadsreaktionen både i Storbritannien och i övriga Europa är positiv och statistiskt signifikant. Dock är den mindre än den genomsnittliga signaleffekt som uppmäts i USA. Ännu intressantare för vår studie är att den medellånga avvikande avkastningen (mätt från dag +21 till dag +151) på den brittiska marknaden uppgår till 4,15%. Denna siffra är större än den som Ikenberry *et al* uppmäts på den amerikanska marknaden. Däremot är den avvikande avkastningen under samma period i övriga europeiska länder negativ. 151 dagar efter annonsering om aktieåterköp är den genomsnittliga avvikande avkastningen bland dessa företag -5,29%, ett mycket intressant resultat då detta är första gången som en negativ siffra uppmäts i en studie av detta slag.⁹⁰

Lasfer kommer fram till att den genomsnittliga book-to-market ration bland företag i länder med lågt skydd av minoritetsägande (*low protection countries*) är högre än motsvarande siffra i *high protection countries* (just när det gäller skyddet av minoritetsägare placerar Lasfer även Irland och Spanien i den senare gruppen). Detta innebär att företag i *low protection countries* i genomsnitt är *value stocks* (företag med hög book-to-market ratio) medan den andra gruppen framför allt innehåller *growth stocks* (företag med låg book-to-market ratio). I enlighet med Ikenberrys *et al* teori om skillnaden i marknadsreaktion mellan just dessa två grupper, bör man kunna förvänta sig en högre positiv avvikande avkastning bland företagen i *low protection countries*. Resultaten från studien stödjer dock inte denna hypotes. Lasfer menar att denna diskrepans kan bero på att book-to-market ratios är svåra att jämföra länder emellan. Han använder därför den treåriga tillväxttakten i respektive företags F&U-satsningar som proxy för tillväxt. Resultatet han får fram genom denna metod visar att företag i *high protection countries* investerar mer i tillväxt än vad företag i den andra gruppen gör, vilket i sin tur gör att han drar slutsatsen att den undervärderingshypotes som fått stöd på den amerikanska marknaden inte får samma stöd i Europa. Vidare konstaterar Lasfer att brittiska analytiker i genomsnitt har färre fel i sina prognoser än övriga europeiska analytiker, vilket tyder på att informationsasymmetrierna är lägre i *high protection countries*. Detta resultat borde leda till lägre avvikande avkastning efter besked om återköp i dessa länder. Då Lasfers studie pekar på det motsatta konstaterar han att även när det gäller informationshypotesen är resultatet annorlunda på den europeiska marknaden jämfört med den amerikanska.⁹¹

⁸⁹ Lasfer (2000), s. 4-5

⁹⁰ Lasfer (2000), s. 5-6

⁹¹ Lasfer (2000), s. 17-19

Lasfer avslutar sin rapport med att säga att hans studie tyder på att marknads kortsiktiga och medellånga reaktion är positivt korrelerad med informationsasymmetrier och omfattningen på skyddet av minoritetsägare, men negativt korrelerad med företagets storlek. Vidare säger han att det institutionella ramverket och företagsspecifika faktorer påverkar marknads värdering av aktieåterköp. Han betonar dock att studien endast utgår ifrån annonsering om återköp och inte tar hänsyn till huruvida företagen faktiskt genomför återköpet. Dessutom menar han att även den långsiktiga utvecklingen måste undersökas innan bilden av den europeiska marknaden och dess behandling av återköp kan bli fullständig.⁹²

Vi har hittat ytterligare en studie gjord på den brittiska marknaden som vi finner intressant att behandla, dels då den ger en utökad bild av det som Lasfer presenterar i sin studie och dels då studiens långsiktiga resultat avviker från Lasfers medellånga resultat. Syftet med rapporten, som är skriven av Rau & Vermaelen, är att ge en bättre bild av motiven bakom och konsekvenserna av återköp i Storbritannien. Eftersom skatte- och regelverket i Storbritannien skiljer sig från det i USA hoppas författarna kunna göra intressanta jämförelser mellan dessa länder. Utifrån dessa jämförelser önskar de få mer kunskap om hur detta institutionella ramverk påverkar återköpsaktiviteten och dess ekonomiska konsekvenser. Dessutom vill författarna klarlägga huruvida de resultat som framkommit från återköpsstudier på den amerikanska marknaden gäller även på andra marknader eller om resultaten snarare bör tillskrivas den amerikanska marknadens karaktäristika.⁹³

Rau & Vermaelen kommer fram till att även om Storbritannien är den europeiska marknad på vilken det genomförs flest återköp, är detta antal i jämförelse med antalet på den amerikanska marknaden mycket litet. Detta beror framför allt på att skatte- och regelverken skiljer sig markant åt. Vidare dras slutsatsen att återköp i Storbritannien har ett mycket lägre signalvärde, eftersom det finns stränga restriktioner på när ett företag får genomföra aktieåterköp. Det är till exempel inte tillåtet att köpa tillbaka aktier just före resultatredovisningar eller andra offentliggöranden av företagsspecifik information. Därför är det heller inte konstigt att marknads mottagande av återköpsbesked är betydligt återhållsammare i Storbritannien och att återköp därmed inte tolkas som en signal på att aktien är undervärderad. Detta resultat, som alltså tyder på att signaleffekten är lägre i Storbritannien än i USA, är således i linje med Lasfers teori. Rau & Vermaelen menar dessutom att resultatet styrks ytterligare av det faktum att de återköpande företagen i Storbritannien inte uppvisar positiva avvikande avkastningar på lång sikt (ett år) och att aktiekursutvecklingen tiden före återköpet inte är negativ. Utifrån dessa markanta skillnader mellan den amerikanska och den brittiska marknaden konstaterar Rau & Vermaelen att det brittiska regelverket är uppbyggt på ett sådant sätt att det är svårt för företag att genom återköp utnyttja en i deras åsikt felaktig prissättning av aktien.⁹⁴

Den sista studien vi ämnar redovisa genomfördes i slutet av 2003 på den tyska marknaden. Forskarparet Seiferts & Stehles syfte är, i likhet med de brittiska studierna, att jämföra den tyska marknaden och dess reaktion på återköp med liknade studier från USA. Anledningen till att detta är intressant är att de regelmässiga ramverken även i detta fall skiljer sig åt. De största skillnaderna mellan dessa båda länder är: (1) Tyska företag måste ge besked om den faktiska starten av återköpsprogrammet, medan amerikanska företag endast behöver rapportera om en intention att köpa tillbaka aktier. (2) Majoriteten av de tyska företagen anger

⁹² Lasfer, (2000), s. 20-21

⁹³ Rau & Vermaelen (2002), s. 245-246

⁹⁴ Rau & Vermaelen (2002), s. 276-281

motivet till återköpet, medan detta i många fall hemlighålls i USA. (3) I Amerika är återköp skattemässigt gynnade i förhållande till utdelning. Detta är inte fallet i Tyskland.⁹⁵

Resultaten från studien är mycket intressanta. Den tyska marknaden reagerar mer positivt på besked om återköp än den amerikanska. De tyska, återköpande företagen ökar i genomsnitt med 4,73% vid tiden för tillkännagivandet. Den största delen av detta resultat bärs upp av företag noterade på *Neuer Markt*-listan. Dessa företag karaktäriseras som ”moderna företag” och är i allmänhet små, flexibla företag med stora tillväxtmöjligheter och med små eller inga utdelningsbetalningar. Seifert & Stehle menar därför att det så kallade moderna företaget ser aktieåterköp som ett flexiblere instrument för att distribuera pengar till sina aktieägare. Ett annat intressant bidrag från studien är att de företag som anger undervärdering av aktien som motiv till återköpet, utvecklas sämre än företag som anger andra motiv. Författarna menar att detta kan bero på att de återköp som görs av företag som uppger andra motiv (till exempel som en följd av aktieoptionsprogram till anställda eller en kombination av många olika motiv) innehåller ny information för marknaden och att detta därmed tolkas som en mer trovärdig signal. Alternativt kan det vara så att marknaden menar att aktievärderingen är korrekt och att signalen därmed är överflödig. Seifert & Stehle avslutar med att betona att långsiktiga studier måste komplettera de kortsiktiga studierna innan man kan etablera en allmänt rådande bild av återköpens fullständiga konsekvenser.⁹⁶

4.6 Den effektiva marknadshypotesen

I forskningsvärlden har långsiktiga eventstudier fått stor uppmärksamhet, då resultaten från dessa har visat på en marknadsineffektivitet. Tillförlitligheten i dessa studier har dock diskuterats och Fama är en av de forskare som kraftigast har ifrågasatt reliabiliteten i långsiktiga eventstudier.⁹⁷ Han menar att långsiktiga eventstudier, däribland de aktieåterköpsstudier som vi redogjort för tidigare i denna teoridel, inte håller vid närmre granskning och att den positiva avvikande avkastningen är en illusion som försvinner vid små metodförändringar.⁹⁸ Med anledning av denna kritik finner vi det lämpligt att avsluta detta kapitel med en genomgång av den effektiva marknadshypotesen och långsiktiga eventstudiers eventuella påverkan på densamma.

Enkelt uttryckt innebär en effektiv marknad att all tillgänglig information om ett företag reflekteras i aktiepriset.⁹⁹ Från företagets sida innebär detta att man vid försäljning av värdepapper endast kan förvänta sig en summa som motsvarar värdepapprets sanna värde, medan det för en investerare innebär att han endast kan räkna med att uppnå en normal avkastning på värdepappret.¹⁰⁰

Resonemanget ovan bygger på att marknaden reagerar direkt på all information. I verkligheten kan det dock vara så att en viss typ av information återspeglas snabbare i aktiepriset än en annan typ av information. Beroende på hur snabbt marknaden reagerar på ny information delas denna vanligtvis in i tre olika grupper: historisk, offentlig och privat

⁹⁵ Seifert & Stehle (2003), s. 3-4

⁹⁶ Seifert & Stehle (2003), s. 4-20

⁹⁷ Fama (1991), s. 1575-1670

⁹⁸ Fama (1998), s. 303

⁹⁹ Fama (1991), s. 1575

¹⁰⁰ Ross *et al* (1999) s. 323 ff

information. Utifrån dessa grupper kan man sedan urskilja tre olika grader av effektivitet: svag, halvstark och stark effektivitet. Om marknaden till fullo återspeglar all historisk information sägs den uppvisa en svag effektivitetsgrad, vilket innebär att all teknisk analys, som bygger på tolkning av historisk kursutveckling, är meningslös. Om istället all historisk information tillsammans med all offentlig information reflekteras i aktiepriset, sägs marknaden uppvisa en halvstark effektivitetsgrad. Den mest extrema formen av effektivitet, den starka graden, säger att all information som påverkar en akties värdering återspeglas i priset, även om denna information endast innehas av en person. En starkt effektiv marknad kännetecknas av att den reagerar omedelbart om någon med ett informationsövertag försöker utnyttja detta. På en starkt effektiv marknad kan insiderhandel därmed inte generera någon avkastning som överstiger den förväntade avkastningen.¹⁰¹

Majoriteten av dagens forskare är överens om att marknaden uppfyller kraven för den svaga effektivitetsgraden. När det gäller den halvstarka graden är forskarna mer oense, men de forskare som hävdar dess giltighet är fortfarande fler än de som tvivlar. Bevisen för en starkt effektiv marknad är dock alltför tunna för att ge stöd åt denna effektivitetsgrad.¹⁰²

Fama var en av de forskare som 1969 introducerade eventstudierna för att undersöka hur snabbt ny information återspeglas i aktiepriset och än idag menar han att eventstudier är det bästa sättet att bevisa att marknaden är effektiv. Fama erkänner att det visserligen finns eventstudier som funnit bevis på att marknaden inte svarar tillräckligt snabbt på ny information, men hävdar ändå att majoriteten av de senaste 20 årens forskning visar att marknaden anpassar sin aktievärdering till ny, företagsspecifik information tillräckligt snabbt för att kallas effektiv. Då Fama anser att resultaten från bland andra Ikenberry *et al* (1995) är spännande men högst specifika, ägnar vi en separat del åt denna kritik.¹⁰³

4.6.1 Kritik mot reliabiliteten i eventstudier på lång sikt

Resultaten från eventstudier av hur marknaden på lång sikt anpassar sig till ny information tyder på att marknaden är ineffektiv, då ett antal forskare säger sig ha funnit bevis för långsiktiga under- och överreaktioner på ny information.¹⁰⁴ Dessa forskare menar vidare att det kan ta flera år innan den nya informationen är helt inkorporerad i aktiepriset, vilket i sin tur har lett till att lämpligheten i kortsiktiga eventstudier har ifrågasatts.¹⁰⁵

Fama menar dock att resultaten från dessa studier utav två anledningar inte utgör tillräckliga bevis för att marknaden är ineffektiv. För det första kan det på en effektiv marknad uppstå anomalier som över- och underreaktioner, men så länge dessa är lika många och utfallet är slumpmässigt fördelat, talar detta inte emot den effektiva marknadshypotesen. För det andra är långsiktiga eventstudier mycket känsliga för val av metod. Resultaten tenderar att bli marginella eller till och med försvinna när alternativa sätt att mäta förväntad avkastning används eller när alternativa statistiska ansatser används. Studier kring aktieåterköp nämns som ett sådant exempel.¹⁰⁶

¹⁰¹ Ross *et al* (1999) s. 323 ff

¹⁰² Ross *et al* (1999) s. 327 ff

¹⁰³ Fama (1991), s. 1602-1609

¹⁰⁴ Se bland annat Ikenberry *et al* (1995) och Ritter (1991)

¹⁰⁵ Fama (1998), s. 284

¹⁰⁶ Fama (1998), s. 284 ff

Olika teorier har utvecklats som ersättare till den effektiva marknadshypotesen, men enligt Fama har dessa för lite bevis på sin sida. Daniel, Hirshleifer & Subramanyam (1997) menar att vissa företagsbeslut tas för att företag vill utnyttja en, i deras mening, felaktig aktievärdering. Exempel på sådana beslut är aktieåterköp och nyemissioner. I det förra fallet ses aktien som undervärderad, medan företag genomför nyemissioner då de ser aktien som övervärderad. Detta leder till en direkt reaktion från marknadens sida som korrigerar en viss del av den felaktiga värderingen, dock inte hela. På längre sikt korrigeras emellertid aktiekursen fullt ut, eftersom ytterligare information styrker den signal som marknaden initialt registrerade och absorberade. En förutsättning för att denna teori ska gälla är att den långsiktiga reaktionen är av samma slag som den initiala reaktionen. Denna punkt angriper Fama, då han menar att den långsiktiga utvecklingen i vissa fall skiljer sig från marknadens initiala mottagande. Vi vill dock poängtera att återköpsstudierna inte tillhör den grupp som Fama kritiserat i denna aspekt, då dessa visat att den positiva avvikande avkastningen som påvisats på kort sikt åtföljs av en fortsatt positiv långsiktig effekt.¹⁰⁷

¹⁰⁷ Fama (1998), s. 289 ff

5. Empiri och analys

Detta kapitel inleds med en presentation av vår applicering av eventstudie-metoden. Därefter presenteras och analyseras resultaten från våra olika tester. Kapitlet avslutas med en helhetstolkning av den bild som genom denna studie framkommit av den svenska återköpsaktiviteten.

5.1 Eventstudiemetoden

I vår undersökning av en eventuellt avvikande avkastning efter kungörelse om aktieåterköp, har vi valt att använda oss av den så kallade eventstudiemetoden. Metoden är idag mer eller mindre standard vid studier av avvikande avkastningar i samband med olika företags-händelser. Eventstudier används i synnerhet då man vill undersöka om (1) marknaden på ett effektivt sätt tar till sig ny information och (2) olika företagshändelser har någon inverkan på värdet hos företagets aktieägare.¹⁰⁸

5.1.1 Beräkning av avvikande avkastning

Vid beräkningar av aktiekursveckling på lång sikt kan resultaten påverkas av den metod som används. I enlighet med Ikenberry *et al*¹⁰⁹ använder vi oss utav två olika metoder för beräkning av avvikande avkastning. Den första kallas CAR och baseras på *Cummulative Abnormal Returns* jämfört med någon typ av benchmark. Vid CAR-metoden beräknas den avvikande avkastningen för varje månad och summeras över hela perioden enligt ekvation (1).

$$CAR = \sum_{t=1}^{\tau} [Rit - E(Rit)] \quad (1)$$

Resultaten från CAR-metoden bör enligt Ikenberry *et al* endast betraktas som deskriptiva, då denna metod inte kan sägas representera någon realistisk investeringsstrategi. En mer realistisk metod är BHAR-metoden, med vilken en långsiktig avvikande avkastning beräknas genom att använda en så kallad buy-and-hold-strategi.¹¹⁰ Denna strategi innebär att man tänker sig att man investerar i en aktie vid tidpunkten t och håller den under hela perioden τ . BHAR, *buy-and-hold abnormal return*, beräknas enligt ekvation (2).

$$BHAR = \prod_{t=1}^{\tau} [1 + Rit] - \prod_{t=1}^{\tau} [1 + E(Rit)] \quad (2)$$

I såväl CAR- som BHAR-metoden definieras Rit som avkastningen för aktie i under månad t och $E(Rit)$ som den förväntade avkastningen för aktie i under samma månad t .

Vid båda metoderna definieras avvikande avkastning som skillnaden mellan den observerade avkastningen hos undersökningsenheten (det återköpande företaget) och avkastningen hos en jämförande enhet¹¹¹, i vårt fall det branschindex som respektive återköpande företag tillhör.

¹⁰⁸ Binder (1998), s. 111

¹⁰⁹ Ikenberry *et al* (1995), s. 187-188

¹¹⁰ Ikenberry *et al* (1995), s. 185

¹¹¹ Ritter (1991), s. 8

5.1.2 Olika typer av benchmark

Tidigare forskning kring eventstudiemetoder och deras tillförlitlighet visar att även val av benchmark kan påverka resultatet.¹¹² Ett mycket vanligt benchmark i studier av detta slag är Fama-Frenchs trefaktormodell, som i en regression kontrollerar såväl för marknadsvängningar som för storlek- och book-to-market-effekter.¹¹³ Denna metod är dock relativt komplicerad och är inte heller applicerbar på BHAR-metoden¹¹⁴, varför vi avstår ifrån att behandla den vidare. Tre andra benchmark som används vid beräkning av avvikande avkastning är genererade ur medelvärdesmodellen, indexmodellen eller marknadsmodellen. I medelvärdesmodellen ses den genomsnittliga avkastningen hos en aktie som den normala avkastningen och som konstant över tiden. Denna konstant används som benchmark för beräkning av den avvikande avkastningen.¹¹⁵ Indexmodellen, som är en variant av marknadsmodellen, tar, till skillnad från medelvärdesmodellen, hänsyn till marknadsvängningar som infaller under estimeringsperioden, medan marknadsmodellen utöver marknadsvängningarna också beaktar respektive akties systematiska risk.¹¹⁶

Resultaten från en studie av Armitage visar att de olika formerna av benchmark genererar liknande, men ej identiska, resultat och att marknadsmodellen är den mest robusta. Dyckman *et al* (1984) stöder detta resonemang, då deras studie visar att marknadsmodellen visserligen ger bättre resultat än både indexmodellen och medelvärdesmodellen, men att skillnaden modellerna emellan är av ringa betydelse för de slutsatser som dras.¹¹⁷

5.1.3 Våra metodval och kritik mot dessa

I en studie från 1997 finner Barber & Lyon att beräkningar av avvikande avkastning med hjälp av såväl CAR-metoden som BHAR-metoden kan ge positivt respektive negativt missvisande resultat. Detta gäller i synnerhet då ett marknads- eller branschindex används som benchmark. Barber & Lyon menar att om ett specifikt företag uppvisar en mer volatil avkastning än avkastningen hos det valda indexet, kommer den avvikande avkastningen vid CAR-metoden bli större än den avvikande avkastningen vid BHAR-metoden.¹¹⁸

Vidare kritiserar CAR-metoden av Fama, som menar att en summering av månatlig avkastning inte fångar den verkliga avkastning som en investerare får genom att under en längre period hålla en aktie. För att få en mer korrekt bild av den verkliga behållningen av att investera i en aktie under en längre period, bör man enligt Fama istället använda sig utav BHAR-metoden.¹¹⁹

Mitchell & Stafford (1997) menar dock att även BHAR-metoden kan leda till felaktiga slutsatser, då den i vissa fall ger en missvisande bild av hur fort aktiepriset anpassar sig till en företagshändelse. Denna felaktiga bild kan uppstå, eftersom BHAR-värdena kan växa under

¹¹² Armitage (1995), s. 26

¹¹³ Barber & Lyon (1997), s. 355

¹¹⁴ Barber & Lyon (1997), s. 360

¹¹⁵ Brown & Warner (1980), s. 207

¹¹⁶ Brown & Warner (1980), s. 213

¹¹⁷ Armitage (1995), s. 31-33

¹¹⁸ Barber & Lyon (1997), s. 342-345

¹¹⁹ Fama (1998), s. 294

undersökningsperioden trots att den första perioden inte innehåller någon egentlig avvikande avkastning.¹²⁰

Då det bland forskare råder oenighet kring tillförlitligheten i de ovan nämnda metoderna för beräkning av avvikande avkastning, har vi valt att genomföra våra beräkningar såväl med CAR-metoden som med BHAR-metoden. Vi har vidare valt att använda oss utav branschindex som benchmark, genom vilket den branschspecifika risken diversifieras bort. Enligt tidigare resonemang ger detta benchmark också i princip ett lika pålitligt resultat som marknadsmodellen. Ett problem uppstår dock i och med vårt val av benchmark. Då indexet är värdeviktat finns det en risk att ett enskilt företag som väger tungt i indexet också har en stor effekt på indexutvecklingen. Detta leder i så fall till att den avvikande avkastning som uppmäts i vår studie är för liten och inte motsvarar det sanna värdet, vilket i sin tur påverkar reliabiliteten i vår studie i negativ riktning.

5.2 Statistiska tester

För att i vårt övergripande test pröva nollhypotesen att medelvärdet av den avvikande avkastningen för respektive metod är lika med noll, använder vi t-tester enligt nedanstående formler¹²¹.

$$t_{car} = \frac{\overline{CAR}_{i\tau}}{\sigma(CAR_{i\tau})/\sqrt{n}} \quad (3)$$

$$t_{BHAR} = \frac{\overline{BHAR}_{i\tau}}{\sigma(BHAR_{i\tau})/\sqrt{n}} \quad (4)$$

där $\overline{CAR}_{i\tau}$ och $\overline{BHAR}_{i\tau}$ är urvalets medelvärde och där $\sigma(CAR_{i\tau})$ och $\sigma(BHAR_{i\tau})$ är urvalets standardavvikelse.

För att undersöka om det finns några signifikanta skillnader i medelvärdena hos olika grupper, genomförs ANOVA-tester (*analysis of variance*). Vi gör envägs variansanalyser för oberoende mätningar, vilket innebär att endast en oberoende variabel studeras (storlek, book-to-market, tidigare kursutveckling eller institutionellt ägande) och där ingen undersökningsenhet ingår i mer än en grupp. F-tester påvisar om det finns en statistisk skillnad i medelvärden mellan grupperna, dock ej hur grupperna skiljer sig åt eller var skillnaden ligger. För att testa detta måste ytterligare tester, så kallade post hoc-tester, genomföras, något som dock kräver att F-testet gett ett signifikant resultat.¹²²

Syftet med envägs variansanalys är att statistiskt pröva om olika grupper skiljer sig åt. Vår hypotes är att det inte finns någon skillnad mellan grupperna och vi kallar denna H_0 . Endast om skillnaderna mellan medelvärdena för de olika grupperna är så stor att den sannolikt inte beror på slumpen, förkastas nollhypotesen till förmån för den alternativa hypotesen, H_1 ,

¹²⁰ Fama (1998), s. 294

¹²¹ Barber & Lyon (1997), s. 358

¹²² Hassmén & Koivula (1996), s. 11-12

vilken säger att medelvärdena hos grupperna skiljer sig åt. Om det framräknade F-värdet är större än det kritiska värdet, F-krit, förkastas H_0 till förmån för H_1 .¹²³

5.3 Presentation och analys av resultat¹²⁴

5.3.1 Övergripande resultat

Då huvudsyftet med denna uppsats är att undersöka hur återköpande företag utvecklas på lång sikt, börjar vi med att beräkna den avvikande avkastningen bland samtliga undersökningsenheter (se bilaga 2 för en fullständig presentation) Detta görs genom att jämföra avkastningen hos de återköpande företagen med deras respektive branschindex. Testet grundar sig på följande ensidiga hypotes:

H_0 : *Det finns ingen skillnad i avkastning mellan återköpande företag och branschindex på lång sikt.*

H_1 : *Det finns en positiv långsiktig avvikande avkastning hos återköpande företag .*

Månad	Antal företag	Medel BHAR	Medel CAR	t-värde BHAR	t-värde CAR	Kritiskt värde	Nollhypotes
1-12	56	6,4%	6,2%	1,59	1,89	1,673	Förkastas*
1-24	44	6,8%	-6,7%	0,91	-0,84	1,681	Förkastas ej
1-36	35	19,3%	17,1%	2,05	2,04	1,69	Förkastas

Tabell 3: T-test av avvikande avkastning under år 1 till 3.

*=Nollhypotesen förkastas endast vid CAR-metoden.

Tabellen ovan säger oss att de återköpande företagen uppvisar en genomsnittligt positiv avvikande avkastning under månad 1-12 såväl enligt BHAR- som CAR-metoden, men att detta resultat endast har statistisk signifikans vid CAR-metoden. Under månad 1-24 ger BHAR- och CAR-metoden olika utslag, men i detta fall finns ingen statistisk signifikans vid någon utav metoderna, varför nollhypotesen ej förkastas. Vi har granskat undersökningsenheterna för denna period lite närmare för att hitta en förklaring till den markanta skillnaden i resultat mellan de olika metoderna och kommit fram till att den avvikande avkastningen från två företag (Bure och Swedish Match) har stor inverkan på resultaten. Vid rensning för dessa extremvärden blir genomsnittet positivt för båda metoderna (cirka 7%), men resultaten saknar fortfarande statistisk signifikans. Under en 36-månadersperiod uppvisar de återköpande företagen en kraftig och statistiskt signifikant avvikande avkastning enligt båda mätsätten och nollhypotesen måste därmed förkastas. Under detta år ingår dock endast 35 undersökningsenheter. I bilaga 2 presenteras även resultatet för månad 1-48, men då denna grupp består av mycket få enheter väljer vi att bortse från detta resultat både här och i vår analys.

Resultatet från detta övergripande test ger ett visst stöd åt de tidigare studier som påvisat en positiv långsiktig avvikande avkastning bland återköpande företag. Ikenberry *et al* (1995) menar att denna utveckling har sin grund i en ineffektiv marknad och de har döpt fenomenet till underreaktionshypotesen. Vid användandet av CAR-metoden visar vår studie signifikanta resultat som tyder på att ett sådant fenomen förekommer även på den svenska marknaden under det första året efter återköpet. Resultatet är dock osäkert, då BHAR-metoden, som av de flesta forskare ses som den mest pålitliga metoden för att beräkna avvikande avkastning, inte

¹²³ Hassmén & Koivula (1996), s. 29

¹²⁴ Vid samtliga tester används en 5% signifikansnivå.

ger ett signifikant positivt resultat. Skillnaderna mellan de båda metoderna ger stöd åt Fama (1998) och andra forskare som kritiserat reliabiliteten i långsiktiga eventstudier på grund av den metodproblematik som ofta förekommer. Vi kan dock, trots bristen på fullständig signifikans, konstatera att utfallet av testet ligger mer i linje med resultatet från Ikenberrys *et al* (1995) studie än med det från Lasfers (2000) studie, som på medellång sikt finner en negativ utveckling bland återköpande företag i bankorienterade länder (till vilka Sverige räknas).

Det skall dock påpekas att Ikenberry *et al* (1995) finner en signifikant avvikande avkastning under en fyraårsperiod efter återköpet, där de första åren uppvisar den kraftigaste avvikande avkastningen och år 4 den lägsta. Detta tolkas som att marknaden successivt anpassar sin värdering och att denna är fullständig först i slutet av år 4. Vår studie uppvisar inte samma tendens. Efter år 2 är den avvikande avkastningen negativ med CAR-metoden (dock ej vid rensning för extremvärden enligt ovan), positiv enligt BHAR-metoden, men i båda fallen insignifikant. Vi hyser vidare ingen större tillit till det signifikanta resultatet efter år 3. Som vi nämner ovan är endast 35 enheter inbegripna i detta test. Det är också så att den metodproblematik vi redogjort för tidigare är större ju längre estimeringsperioden är, vilket påverkar testets reliabilitet ytterligare. Det finns inte heller någon anledning att tro att marknaden så långt i efterhand och givet resultatet från de första 24 månaderna efter återköpet, helt plötsligt skulle värdera upp företagen så pass kraftigt med anledning av deras återköp. Vår initiala tolkning är därmed att den eventuella långsiktiga effekten av återköpen återfinns under det första året, vilket i sig tyder på att den svenska marknaden, om än långsammare än vad den effektiva marknadshypotesen kräver, reagerar snabbare på återköpssignalen än den amerikanska marknaden.

I detta läge är det dock för tidigt att fastställa om det överhuvudtaget finns en signifikant överavkastning i vår studie som stämmer överens med tidigare studier. BHAR-metodens insignifikanta resultat kan mycket väl tolkas i linje med Raus & Vermaelens (2002) studie av den brittiska marknaden och Nohels & Tarhans (1998) studie av den amerikanska marknaden, vilka båda två finner en positiv, men insignifikant, avvikande avkastning bland återköpande företag.

5.3.2 Grupperingar efter företagsspecifika faktorer

Då det övergripande testet försvårar ett definitivt yttrande om den långsiktiga effekten av återköp på den svenska marknaden, måste ytterligare tester göras. Genom olika grupperingar av undersökningsenheterna framkommer en tydligare bild av resultatet och därmed underlättas ytterligare jämförelser med tidigare studier. De olika grupperingarna görs utifrån etablerade teorier och syftar dels till att sortera undersökningsenheterna i grupper som antas ha olika stora informationsasymmetrier och dels till att sortera företagen utifrån de motiv som kan antas ligga bakom återköpet. Graden av informationsasymmetri är viktig då den har en stor inverkan på marknads effektivitet och motiven bakom återköpen utgör en viktig del i rådande teorier kring marknads reaktion på återköp.

Vi börjar med att göra regressionsanalyser, där BHAR och CAR utgör beroende variabler och där storlek, book-to-market ratio, ägarstruktur och tidigare kursutveckling utgör oberoende variabler.¹²⁵ Dessa tester, som presenteras i bilaga 3, ger dock förklaringsvärden vilka som

¹²⁵ Normalitetsvillkoret har testats genom att jämföra respektive grupps medelvärde och median. I de fall då dessa skiljer sig kraftigt åt, har värdena omvandlats med hjälp av den naturliga logaritmen (se gruppering ”storlek” i bilaga 3).

mest uppgår till några procent, varför vi går över till att göra manuella grupperingar utifrån en ”tredjedelsansats”. Detta innebär att respektive grupp innehåller den tredjedel av företagen som uppvisar högst respektive lägst värde på respektive oberoende variabel. Även om detta innebär att färre enheter inbegrips i testerna, ger det oss en möjlighet att jämföra grupper som uppvisar stora skillnader i karaktäristika och därmed testa giltigheten i etablerade teorier kring företagsspecifika variablers betydelse. På grund av det ringa antalet inbegripna enheter måste denna diskussion dock föras kring generella tendenser, då statistisk signifikans både inom och mellan grupperna blir svår att uppnå.

ANOVA-tester genomförs för att testa de tvåsidiga nollhypoteserna som säger att det inte finns några signifikanta skillnader mellan de olika grupperna. Samtliga ANOVA-tester finns presenterade i sin helhet i bilaga 4. Med tanke på resultatet från det övergripande testet, som enligt vår tolkning visar att en eventuell långsiktig avvikande avkastning återfinns endast under år 1, gäller samtliga nedanstående ANOVA-tester en 12-månadersperiod. Vi har dock även kontrollerat resultaten för månad 1-24 med hjälp av ANOVA-tester (se bilaga 5), men då dessa uppvisar samma tendens men lägre signifikans än testerna för månad 1-12, väljer vi att inte presentera eller tolka dessa vidare här.

5.3.2.1 Storlekshypotesen

Då tidigare studier visat att det finns stora skillnader mellan stora och små företag när det gäller återköpens långsiktiga aktiekurspåverkan, är detta den första faktor vi undersöker. Lakonishok & Vermaelen (1990) och Chan *et al* (2003) menar att storleken, mätt som respektive företags marknadsvärde, är en bra proxy för informationsasymmetrier och de finner i sina studier kraftiga skillnader mellan stora och små företag både på kort och på lång sikt. I båda fallen är det de små företagen som uppvisar den kraftigaste positiva avvikande avkastningen. Vårt test bygger på följande hypoteser:

H_0 : *Det finns ingen skillnad i avvikande avkastning på lång sikt mellan stora och små återköpande företag.*

H_1 : *Det finns en skillnad i avvikande avkastning på lång sikt mellan stora och små återköpande företag.*

Grupp	Medel BHAR	Medel CAR	F-värde BHAR	F-värde CAR	Kritiskt värde	Nollhypotes
19 största	9,9%	10,4%	1,8	3,6	4,11	Förkastas ej
19 minsta	-0,9%	1,6%				

Tabell 4: Anova-test vid gruppering efter storlek.

Tabell 4 visar att vårt resultat helt talar emot teorin kring storlekens betydelse. Den tredjedel av undersökningsenheterna som har det största marknadsvärdet uppvisar en klart bättre utveckling än gruppen med de minsta företagen. Det finns således inget som tyder på att företag som antas ha ett informationsövertag gentemot marknaden kan utnyttja detta genom ett återköp. Snarare är det så att de företag som tros ha andra motiv än ett signalmotiv utvecklas bättre. Skillnaden mellan grupperna är dock statistiskt insignifikant både med CAR- och BHAR-metoden.

5.3.2.2 Book-to-market-hypotesen

Detta test syftar till att undersöka om det finns tendenser till skillnader mellan företag med kraftiga skillnader i book-to-market ratios. Som vi tidigare nämnt är den långsiktiga avvikande avkastningen bland amerikanska företag enligt Ikenberry *et al* (1995) framför allt hemmahörande bland enheter med hög book-to-market ratio. Detta, menar de, beror på att företag med hög book-to-market ratio löper större risk för undervärdering och därför har större anledning än företag med låg book-to-market ratio att genom återköp skicka en signal till marknaden. Vi undersöker därför huruvida denna faktor har något förklaringsvärde i vår studie. Våra hypoteser formuleras enligt nedan:

H_0 : *Det finns ingen skillnad i avvikande avkastning på lång sikt mellan återköpande företag som har hög respektive låg book-to-market ratio.*

H_1 : *Det finns en skillnad i avvikande avkastning på lång sikt mellan återköpande företag som har hög respektive låg book-to-market ratio.*

Grupp	Medel BHAR	Medel CAR	F-värde BHAR	F-värde CAR	Kritiskt värde	Nollhypotes
19 största	5,1%	4,6%	0,208	0,218	4,11	Förkastas ej
19 minsta	9,8%	8,5%				

Tabell 5: Anova-test vid gruppering efter book-to-market-värde.

Inte heller denna indelning ger stöd åt etablerade teorier. ANOVA-testet visar inga statistiska skillnader mellan grupperna vare sig med CAR- eller BHAR-metoden, men den generella tendensen säger oss att det inte finns några tecken på att företag med hög book-to-market ratio utvecklas bättre efter återköp. Snarare är det så att företagen med låg book-to-market ratio uppvisar en högre avvikande avkastning än dem med hög dito. Även i detta fall är det således företag som tros ha andra anledningar till återköpet än en undervärderad aktie som uppvisar den bästa långsiktiga aktiekursutvecklingen. Det finns i vår studie inte heller något som tyder på att det är företag med hög book-to-market ratio som dominerar återköpsaktiviteten. De flesta företagen i vår studie har låga book-to-market ratios, medan ett fåtal företag med mycket höga book-to-market ratios höjer medelvärdet avsevärt.

5.3.2.3 Hypotesen kring tidigare kursutveckling

Vi fortsätter med att titta på avkastningen under året innan återköpet. Flera forskare, exempelvis Comment & Jarell (1991) på kort sikt och Chan *et al* (2003) på lång sikt, har visat att företag som upplevt sjunkande aktiekurser tiden före återköpet utvecklas bättre än de som uppvisat en positiv så kallad *pre-event return*. Vidare menar Lakonishok & Vermaelen (1990) att det framför allt är små företag som uppvisar en sämre tidigare kursutveckling, vilket således gör att teorin kring tidigare kursutveckling delvis hänger samman med teorin kring storlekens betydelse. Hypoteserna lyder som följer:

H_0 : *Det finns ingen skillnad i avvikande avkastning på lång sikt mellan återköpande företag som året innan återköpet utvecklats bättre respektive sämre än sitt branschindex.*

H_1 : *Det finns en skillnad i avvikande avkastning på lång sikt mellan återköpande företag som året innan återköpet utvecklats bättre respektive sämre än sitt branschindex.*

Grupp	Medel BHAR	Medel CAR	F-värde BHAR	F-värde CAR	Kritiskt värde	Nollhypotes
19 bästa	12,3%	11,2%	0,003	0,003	4,11	Förkastas ej
19 sämsta	12,8%	11,6%				

Tabell 6: Anova-test vid gruppering efter tidigare aktiekursutveckling.

Vår första reflektion vid detta test gäller det faktum att återköp inte tycks vara ett alternativ enbart för företag vars aktie har gått dåligt, vilket är i linje med resultatet från Raus & Vermaelens (2002) återköpsstudie på den brittiska marknaden. I vår studie är fördelningen relativt jämn mellan dem som uppvisar en negativ respektive positiv utveckling året innan återköpet, vilket talar emot signalhypotesen. Det finns vidare inget stöd för förekomsten av ett ”contrarian-beteende”. Resultaten bland undersökningsenheterna är kraftigt divergerande och det finns utifrån våra resultat ingen anledning att tro att företag med negativ tidigare aktiekursutveckling gynnas mer av ett aktieåterköp än andra företag. Det är inte heller så att de minsta företagen i vår studie uppvisar en sämre tidigare kursutveckling, vilket är ytterligare ett bevis mot rådande teorier.

5.3.2.4 Ägarstrukturhypotesen

Den sista indelningen görs utifrån andelen institutionellt ägande. Teorin kring betydelsen av institutionellt ägande har inte tidigare testats på lång sikt (åtminstone har vi inte funnit någon sådan studie), men Ratner *et al* (1996) har funnit att den kortsiktiga reaktionen skiljer sig åt mellan företag med olika stor andel institutionellt ägande. Detta beror på att denna faktor påverkar informationskvaliteten och Ratner *et al* (1996) menar att ju större det institutionella ägandet är, desto mindre är informationsasymmetrin mellan företaget och marknaden. Hypoteserna formuleras som:

H_0 : Det finns ingen skillnad i avvikande avkastning på lång sikt mellan återköpande företag med högt respektive lågt institutionellt ägande.

H_1 : Det finns en skillnad i avvikande avkastning på lång sikt mellan återköpande företag med högt respektive lågt institutionellt ägande.

Grupp	Medel BHAR	Medel CAR	F-värde BHAR	F-värde CAR	Kritiskt värde	Nollhypotes
19 högst andel	9,9%	8,8%	0,574	0,632	4,11	Förkastas ej
19 lägst andel	3,8%	3,1%				

Tabell 7: Anova-test vid gruppering efter andelen institutionellt ägande.

Om asymmetriskt fördelad information ligger till grund för marknadens reaktion borde således de 19 företag som har lägst andel institutionellt ägande utvecklas bättre än gruppen med det högsta institutionella ägandet. Så är emellertid inte fallet bland våra undersökningsenheter. Än en gång råder brist på signifikans, men tendensen är den motsatta jämfört med vad Ratner *et al* finner på kort sikt. Även detta test tyder således på att företag som antas ha ett informationsövertag gentemot marknaden inte kan utnyttja detta genom ett återköp.

5.3.3 Sammanfattande helhetsanalys

Mycket av den tidigare forskningen inom återköpsområdet har fokuserat på, och också givit stöd åt, signalteorin. De indelningar och grupperingar vi redogör för ovan har därför styrts av

resultaten från denna tidigare forskning. När nu vår studie i de flesta fall talar emot de teorier som framkommit på området, måste vi naturligtvis fråga oss varför.

Man måste komma ihåg att de flesta forskarna har utgått ifrån att motivet bakom ett återköp är en undervärderad aktie. Tidigare studier har visat att företag som kan antas ha undervärdering som motiv och/eller företag som har ett informationsövertag gentemot marknaden, är de som gynnas av ett aktieåterköp. I vår studie har vi inte explicit tagit hänsyn till motivet, då företagens pressmeddelanden överlag är oklart formulerade, väldigt lika sinsemellan och därmed mycket svårtolkade. Vår indelning av företagen utifrån olika företagskaraktäristika syftar dock till att indirekt kartlägga motiven, då de faktorer som vi behandlar enligt tidigare forskning är knutna till undervärderingsmotivet. Då våra undersökningsenheter inte uppvisar de karaktäristika som tidigare studier rapporterat om och då grupperingarna inte ger det utslag som undervärderingsmotivet förutsätter, kan det mycket väl vara så att motiven bland de återköpande företagen i denna studie skiljer sig åt från motiven bland företag i andra studier, eller att motiven till större grad skiljer sig åt mellan de olika företagen. Med andra ord finns det i vår studie inget ”typiskt återköpande företag” eller ett allmänt gällande återköpsmotiv. Detta kan leda till att det utifrån vårt urval på 56 enheter inte går att hitta en gemensam nämnare och att den genomsnittliga marknadsreaktion vi rapporterar om därför måste ses som en icke-representativ och därmed svårtolkad siffra.

Tidigare studier genomförda vid Lunds universitet har emellertid visat att de svenska företagens motiv i mångt och mycket överensstämmer med amerikanska företags motiv, och att felprissättning av aktien är en vanligt förekommande anledning till investeringen i de egna aktierna. Skulle det vara så att en felprissatt aktie faktiskt är det främsta motivet även bland våra undersökningsenheter, ger vårt övergripande resultat inget stöd åt att de företag som kan antas ha undervärdering som motiv, lyckas med sina signalförsök. Snarare är det så att de företag som kan antas ha andra motiv än signalering av undervärdering utvecklas bättre än de företag som tros ha en undervärderad aktie som anledning till återköpet. Härvidlag kan nämnas Seiferts & Stehles (2003) kortsiktiga studie av den tyska marknaden, där resultaten pekar just i denna riktning. Det är i detta sammanhang också av intresse att ta upp en av Raus & Vermaelens (2002) teorier. Dessa forskare har jämfört det brittiska och det amerikanska regelverket kring återköp och menar att det brittiska regelverket gör det svårt för brittiska företag att utnyttja en felprissatt aktie. Då det svenska regelverket har mer gemensamt med det brittiska än med det amerikanska, ligger det nära till hands att tro att det svenska regelverket har samma inverkan. Det är inom ramarna av denna uppsats emellertid svårt att med säkerhet fastställa om det är det svenska regelverket som sätter stopp för försöken att utnyttja marknaden, eller om det helt enkelt är så att svenska företag har andra anledningar än felprissättning till att köpa tillbaka sina egna aktier.

En annan tänkbar, och intuitivt lockande, förklaring till varför vårt resultatet skiljer sig från tidigare studier är att informationen är mindre asymmetriskt fördelad på den svenska marknaden och att denna som en följd därav inte uppvisar samma ineffektivitet som den amerikanska. I vår studie har vi valt att mäta den långsiktiga utvecklingen från och med månaden efter beskedet om återköp och kanske är det så att den marknadsreaktion som påfunnits på lång sikt i USA inkorporeras snabbare i priset på den svenska marknaden. Det står visserligen utanför denna uppsats syfte att mäta den kortsiktiga reaktionen, men om reaktionen de facto redan är fullständig på kort sikt är detta ett stort styrkebesked vad det gäller den svenska marknads effektivitet och en dödsstöt för en långsiktig studie av detta slag. Lasfer (2000) menar att den svenska marknaden, i sin egenskap av att vara vad han kallar en bankstyrd marknad, är karaktäriserad av mindre informationsasymmetrier, vilket ger

stöd åt en tolkning av detta slag. Enligt denna tolkning ska de resultat som vår studie genererar inte tillskrivas företagens aktieåterköp.

För att återknyta till diagram 1 i det praktiska ramverket har vi undersökt om den svenska marknaden uppvisar någon form av initial skepsis. Av diagrammet framgår att svenska företag var relativt passiva när det gäller återköp av egna aktier vid lagändringens ikraftträdande. Lakonishok & Vermaelen (1990) menar att signalteorin håller bättre för tidigare studier, då den amerikanska marknads skepsis mot återköp var som störst under den första delen av 1990-talet. Allt eftersom återköp har blivit ett vanligare fenomen har också den amerikanska marknaden till viss del förändrat sin syn på återköp, med en snabbare och mer korrekt initial reaktion som följd. Därmed har också den långsiktiga avvikande avkastningen minskat. Om man tittar på utvecklingen hos den tredjedel av företagen i vår studie som genomförde återköpen precis efter den svenska lagändringen trädde i kraft, uppvisar de en större långsiktig avvikande avkastning (cirka 10% enligt både BHAR och CAR) än den tredjedel av företagen som genomfört återköp sist inom denna uppsats tidsramar (dessa utvecklas cirka 5% bättre än branschindex). Detta kan tolkas som att även den svenska marknaden, kanske på grund av den mediala uppmärksamhet som föregick lagändringen och den vetskap man hade om de återköpseffekter som företag på andra marknader upplevt, initialt reagerade i likhet med den amerikanska. Enligt detta scenario (vi vill dock påpeka att siffrorna inte är statistiskt bekräftade) har den svenska marknaden inom loppet av tre år till viss del förändrat sin syn på aktieåterköp och i likhet med den amerikanska marknaden minskat sin skepsis gentemot aktieåterköp, vilket även i Sverige har lett till mindre långsiktiga effekter.

Faktum kvarstår dock att det under månad 1-12 (vi bortser härmed från resultaten från månad 1-36 enligt tidigare resonemang) faktiskt finns en statistiskt signifikant positiv avvikande avkastning bland återköpande företag enligt CAR-metoden. Som framkommer av diskussionen ovan finns det inget i vår studie som tyder på att detta, med utgångspunkt i signalhypotesen, kan tillskrivas en marknadsineffektivitet, även om vår undersökning är för liten för att kunna säkerställa om och i så fall varför den svenska marknaden är mer effektiv än den amerikanska. Vi kan dock inte helt och hållet avfärda signalhypotesen, då Lasfer (2000), Grullon & Ikenberry (2000) och Chan *et al* (2003) menar att man måste skilja på olika sorters signalförsök. Vårt resonemang om att signalteorin inte verkar vara applicerbar på den svenska marknaden gäller en felaktig aktieprissättning innan återköpet. Ett återköp kan dock också syfta till att signalera kommande resultatförbättringar. Chan *et al* (2003) menar att om återköpet signalerar kommande resultatförbättringar och om tecken på informationsöverraskningar ses efter återköpet, tyder detta på att investerarna på kort sikt ignorerar återköpets fullständiga informationsinnehåll och att den långsiktiga aktiekursutvecklingen därför delvis utgörs av en försenad reaktion på redan avgiven information. Våra tester ger oss inget svar på om så är fallet i vår studie och vi kan därmed inte utesluta denna tolkning. Såsom vi tolkar Lasfers referat av Grullon & Ikenberry (2000) finns det dock i detta sammanhang utrymme för ytterligare en tolkning. Även om återköpen faktiskt syftar till att skicka en signal till marknaden om kommande resultatförbättringar, är det mycket svårt för marknaden att veta om och i så fall med hur mycket resultaten faktiskt kommer att förbättras. Enligt detta resonemang är den positiva avvikande avkastningen i vår studie inte ett tecken på en försenad marknadsreaktion, utan snarare en kontinuerlig uppdatering av företagsvärderingen baserad på de resultatredovisningar som följt efter återköpet.

Oberoende av vilken av dessa båda tolkningar man förespråkar, överensstämmer resonemanget med den diskussion som Seifert & Stehle (2003) för i sin studie. Dessa forskare

hävdar att återköp som *inte* syftar till att signalera missnöje med marknadens aktievärdering är de som är intressanta för marknaden, då de innehåller ny information och därmed fångar marknadens intresse. Om detta intresse sedan bör resultera i en omedelbar marknadsreaktion eller i en höjd vaksamhet och kontinuerlig omvärdering när marknaden får faktiska bevis för att återköpsinformationen faktiskt var valid, kan enligt vår mening diskuteras.

6. Slutsatser

Vi vill med detta kapitel knyta samman det vi har kommit fram till i uppsatsen genom att dra slutsatser kring våra resultat och den arbetsprocess som vi genomgått. Avslutningsvis ges förslag till vidare forskning inom ämnesområdet återköp på den svenska marknaden.

För att knyta an till de konkreta frågeställningar som denna uppsats syftar till att besvara, är det inom ramen av denna studie svårt att påvisa en statistiskt bekräftad långsiktig avvikande avkastning bland återköpande företag i Sverige. Visserligen finner vi en positiv avvikande avkastning under år 1 som med CAR-metoden är statistiskt signifikant, men då BHAR-metoden inte uppfyller signifikanskravet bör detta resultat betraktas som osäkert. Våra grupperingar utifrån företagens karaktäristika visar att det finns skillnader i den långsiktiga aktieavkastningen mellan olika typer av företag. Dessa skillnader talar dock helt emot de skillnader som påfunnits i tidigare studier och därmed drar vi slutsatsen att den signalteori som säger att företag genomför återköp på grund av en felprissatt aktie och som ligger till grund för teorin om en långsiktig positiv avvikande avkastning bland återköpande företag, inte stöds av denna studie. Vi vill dock betona att detta gäller en felaktig prissättning *innan* återköpet. Som vi nämner i vår analys kan vi dock inte fullt ut förkasta signalteorin, då en del forskare menar att även resultatredovisningar som följer efter återköpet bör tas i beaktande, vilket denna studie inte gör.

I vår analysdel behandlar vi flera olika tänkbara förklaringar till varför vårt resultat skiljer sig från etablerade teorier inom området. Även om denna uppsats är för liten för att kunna ge ett definitivt svar på vad skillnaderna beror på, tror vi att vår diskussion kring den svenska marknads effektivitet, det svenska regelverkets betydelse, de återköpande företagens karaktäristika och tänkbara motiv samt företagens omfattande utnyttjande av återköp, täcker in en stor del av de möjliga förklaringarna.

En annan slutsats som kan dras är att långsiktiga studier dras med en metodproblematik. I denna uppsats har vi använt oss av två olika sätt att beräkna den avvikande avkastningen och då utslaget från de båda metoderna i vissa fall pekar i helt olika riktning, är det tydligt att resultaten från studier av detta slag till viss del (och i viss fall till och med till stor del) beror på metodvalet. När det gäller metoden i övrigt bör i vårt fall också tilläggas att denna studies relativa litenhet leder till problem vid statistiska tester. Vi har därför i de flesta fall tvingats diskutera och analysera generella tendenser istället för statistiska fakta.

Uppsatsens tidsbegränsning i kombination med områdets komplexitet har lett till att vi tvingats välja en teori som utgångspunkt. Då signalteorin är den mest omskrivna och mest betrodda teorin, föll valet av naturliga skäl på denna. I detta sammanhang bör nämnas Nohels & Tarhans (1998) inställning till studier inom återköpsområdet. Dessa forskare menar att ett vanligt fel i dagens forskning är att man utgår endast ifrån en teori, vilket kan leda till icke-representativa resultat och en ofullständig bild av området, då motiven bland återköpande företag mycket väl kan skilja sig åt. Vi kan därmed inte utesluta att vi med ett inbegripande av *The Free Cash Flow Hypothesis* hade fått en annan bild av den svenska återköpsaktiviteten. Det är viktigt att ta upp denna kritik, då resultaten från denna studies olika tester tyder på att företagen har andra motiv än undervärdering till återköpen.

6.1 Förslag till vidare forskning

Då återköp på den svenska marknaden fortfarande är ett, enligt våra efterforskningar, relativt outforskat område, framför allt på lång sikt, finns det möjligheter och utrymme för fler studier av detta slag. Då vår studie fokuserar på signalteorin vore det mycket intressant att se resultatet från en studie som studerar kassaflödets betydelse. Även studier som täcker in andra motiv, såsom kapitalstrukturförändringar och skattefördelar, kan med fördel genomföras.

För studier som förfogar över lite mer tid föreslår vi en kombinerad motiv- och aktieutvecklingsstudie. Som vi nämner i vår analys är de pressmeddelande som föregår återköpen i regel mycket svårtolkade och därmed är det svårt att veta hur företagen resonerar vid beslut om återköp. Tidigare motivstudier vid Lunds universitet har genomförts med hjälp av utskickade frågeformulär, men det hade enligt vår mening varit av intresse att via personliga intervjuer gå lite mer på djupet vad gäller företagens resonemang vid beslut om återköp. På detta sätt kan man få en bättre bild av företagens motiv och sedan på ett mer exakt sätt följa upp den långsiktiga utveckling efter återköpet.

De flesta eventstudier, både kortsiktiga och långsiktiga, utgår ifrån företagens aktiekursutveckling. Det finns dock andra sorters data som kan fungera som måttstock på företagens prestation. Vissa amerikanska studier undersöker företagens resultatredovisningar efter återköpet, vilket också till viss del gett en annan bild av återköpens betydelse. Slutligen vill vi också rekommendera studier som arbetar med hela den nordiska marknaden som bas för att på så sätt undkomma problemet med ett alltför litet urval. Undersökningar av detta slag borde vara möjliga att genomföra då vi tror att de nordiska länderna uppvisar liknande marknads-karaktäristika.

7. Källförteckning

Publicerade källor

Forskningsartiklar

Armitage, Seth (1995), "Event Study Methods and Evidence on their Performance", *Journal of Economic Surveys*, vol. 8, No. 4, s. 25-52

Barber, Brad M. & Lyon, John D. (1997), "Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics", *Journal of Financial Economics*, vol. 43, 1997, s.341-372

Binder, John J. (1998), "The event study methodology since 1969", *Review of qualitative Finance and Accounting*, vol. 11, 1998, s. 111-137

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

Comment, Robert & Jarrell, Gregg A., 1991, "The relative signaling power of Dutch auction", *Journal of Finance*, vol. 46, 1991, s. 1243-1271

Dittmar, Amy (2000), "Why do firms repurchase stock?", *Journal of Business*, vol. 73, 2000, s. 331-355.

Fama, Eugene F. (1991), "Efficient Capital Markets II", *Journal of Finance*, vol. 46, 1991, s. 1575-1617

Fama, Eugene F. (1998), "Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance", *Journal of Financial Economics*, vol. 49, 1998, s. 283-306

Howe, Keith M., He, J. & Kao, G.W. (1992), "One-time cash flow announcements and free cash-flow theory: Share repurchases and special dividends", *Journal of Finance*, vol. 47, 1992, s. 1963-1975

Ikenberry, David L., Lakonishok, Josef & Vermaelen, Theo (1995), "Market underreaction to open market share repurchases", *Journal of Financial Economics*, vol. 39, 1995, s. 181-208

Ikenberry, David, Lakonishok, Josef & Vermaelen, Theo (2000), "Stock repurchases in Canada: Performance and strategic trading", *The Journal of Finance*, Oktober 2000, s. 2373-2398

Jagannathan, Murali, Stephens, Clifford & Weisbach, Michael S. (2000), "Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases", *Journal of Financial Economics*, vol. 57, 2000, s. 355-384.

Lakonishok, Josef & Vermaelen, Theo, 1990, "Anomalous price behavior around repurchase tender offers", *Journal of Finance*, juni 1990, s. 455-478

McNally, William (1999), "Open Market Stock Repurchase Signalling", *Financial Management* 28, s. 55-67

Nohel, Tom & Tarhan, Vefa (1998), "Share repurchase and firm performance: new evidence on the agency costs of free cash flow", *Journal of Financial Economics*, vol. 49, s. 187-222

Ratner, Mitchell, Szewczyk, Samuel, H. & Tsetsekos, George P. (1996), "The informational role of tender offer stock repurchases: Evidence from institutional ownership", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 23, 1996, s. 869-880

Rau, P. Raghavendra & Vermaelen, Theo (2002), "Regulation, taxes, and share repurchases in the United Kingdom", *Journal of Business*, vol. 75, 2002, s. 245-282

Ritter, Jay R. (1991), "The long-run performance of Initial Public Offerings", *The Journal of Finance*, vol. 46, no 1, 1995, s. 3-27

Stephens, Clifford & Weisbach, Michael S. (1998), "Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs", *The Journal of Finance*, vol. 53, 1998, s. 313-334

Tidningsartiklar

Affärsvärlden, nr 16, 1999-04-21, "Kapitalet får friare kretslopp", författare ej angiven

Dagens Industri, 2000-08-19, "Återköp strategi för dästa företag", Tobias Wikström

Dagens Industri, 2000-02-16, "Återköpen av aktier exploderar på börsen", Erik Amcoff

Böcker

Hassmén, Peter & Koivula, Nathalie (1996), *Variansanalys*, Studentlitteratur, Lund

Holme, Idar & Solvang, Bernt (1997), *Forskningsmetodik*, Studentlitteratur, Lund

Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W. & Jaffe, Jeffrey (1999), *Corporate Finance*, McGraw-Hill, 5th edition, Singapore

Sundin, Annelie (1999-2002), *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag*, vol.1999, 2000, 2001 & 2002, Dagens Nyheter, Stockholm

Ej refererade källor

Körner, Svante & Wahlgren, Lars (2002), *Praktisk statistik*, Studentlitteratur, Lund

Körner, Svante & Wahlgren, Lars (2000), *Statistisk dataanalys*, Studentlitteratur, Lund

Tidigare uppsatser

Elfvén, Michael, Gustavsson, Johan & Palm, Jesper (2001), *Återköp av egna aktier – en undersökning av marknadseffektiviteten på Stockholmsbörsen*, (Magisteruppsats), Företagsekonomiska Institutionen vid Ekonomihögskolan, Lunds universitet.

Cernesl, David, Oster, Carolina & Honeth, Patrick (2000), *Återköp av egna aktier - en ny möjlighet för svenska företag*, (Kandidatuppsats), Företagsekonomiska Institutionen vid Ekonomihögskolan, Lunds universitet.

Tidsskriftssamlingar

Affärsvärlden, decembernr. 1999-2003, Ekonomiska biblioteket, Ekonomihögskolan, Lunds universitet

Elektroniska källor

Databaser

SIXTRUST, tillgänglig via LINC-rummet vid Ekonomihögskolan, Lunds universitet

Websiter

<http://www.rapporter.nu>, [2004-04-17 – 2004-05-25]

<http://www.stockholmsborsen.se>, [2004-04-05 – 2004-04-06]

<http://www.waymaker.se>, [2004-04-05 – 2004-04-12]

Artiklar

Chan, Konan, Ikenberry, David, & Lee, Inmoo (2003), "Economic sources of gain in stock repurchases",

<http://biz.korea.ac.kr/~inmoo/JFQA2003.pdf>, [2004-04-10]

Fried, Jesse M. (2001), "Open market repurchases: Signaling or Managerial opportunism?", Boalt Hall School of Law, U.C. Berkeley, US, sid. 865-894,

<http://www.law.berkeley.edu/faculty/friedj/11t.pdf>, [2004-04-24]

Lasfer, Meziane (2000), "The market valuation of share repurchases in Europe", City University Business School, London,

<http://www.staff.city.ac.uk/m.a.lasfer/wopapers/mez/RepEurope.pdf>, [2004-04-11]

Leimdörfer, 1:2002, "Återköp tillför värde" (2002), <http://www.leimdorfer.se/files/2002-1-1.pdf>, [2004-04-17]

Maxwell & Stephens (2003), "The wealth effects of repurchases on bondholders",

<http://www.afajof.org/Pdf/forthcoming/Maxwell-Stephens.pdf>, [2004-04-11]

Seifert & Stehle (2003), "Stock performance around share repurchase announcements in Germany", Humboldt Universität zu Berlin, <http://www.cofar.uni-mainz.de/dgf2003/paper/paper84.pdf>, [2004-04-19]

Lagar och förordningar

"Aktieägarens beskattning", <http://finans.regering.se>, [2004-05-21]

Companies Act 1990, <http://www.irishstatutebook.ie/ZZA33Y1990S211.html>, [2004-05-07]

Companies House, "Share capital and prospectuses – GBA6",

<http://www.companieshouse.gov.uk/about/gbhtml/gba6.shtml>, [2004-05-07]

“Förvärv av egna aktier III” (2002),
http://www.finans.regeringen.se/propositionerm/sou/pdf/sou2002_52/sou2002_52III.pdf,
[2004-04-15]

IOSCO – Technical committee of the international organization of securities commissions
(februari 2004), “Report on stock repurchase programs”,
<http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD161.pdf>, [2004-05-07]

Näringslivets Börskommitté, “Regler rörande köp och försäljning av egna aktier” (2000),
<http://www.stockholmsborsen.se>, [2004-04-07]

Tax Update Services, “Tax avoidance: UK equity repo or stock loans”,
<http://www.taxupdateservices.co.uk/Budgetreportfu.htm>, [2004-05-21]

Företagens hemsidor

<http://www.addtechab.com>
<http://www.atle.com>
<http://www.axfood.com>
<http://www.beijer.se>
<http://www.bergman-beving.se>
<http://www.bilia.se>
<http://www.billerud.se>
<http://www.bure.se>
<http://www.capona.se>
<http://www.electrolux.se>
<http://www.fagerhult.se>
<http://www.fastpartner.se>
<http://www.gorthon.se>
<http://www.gotlandsbolaget.se>
<http://www.hagqvi.com>
<http://www.haldex.com>
<http://www.handelsbanken.se>
<http://www.holmen.com>
<http://www.hufvudstaden.se>
<http://www.hoganas.com>
<http://www.intellecta.se>
<http://www.itab.se>
<http://www.jm.se>
<http://www.lagercrantz.com>
<http://www.latour.se>

<http://www.malmbergs.com>
<http://www.mandamus.se>
<http://www.munters.com>
<http://www.ncc.se>
<http://www.oem.se>
<http://www.orcsoftware.com>
<http://www.peab.se>
<http://www.ratos.se>
<http://www.rottneros.se>
<http://www.sapagroup.com>
<http://www.sardus.se>
<http://www.scc.se>
<http://www.seb.se>
<http://www.skanska.se>
<http://www.ssab.se>
<http://www.sweco.se>
<http://www.swedishmatch.com>
<http://www.saeki.se>
<http://www.empire.se>
<http://www.tornet.se>
<http://www.traction.se>
<http://www.trelleborg.com>
<http://www.wallenstam.se>
<http://www.wihlborgs.se>
<http://www.volvo.com>

Muntliga källor

Marcus Ramström, Stockholmsbörsens informationsavdelning, telefonintervju, 2004-05-19

Bilaga 1: Sammanställning av undersökningsenheter

Företag	År för återköp	Bransch	Listnotering**	Inst. ägande (% av kapital)	Storlek (mdr)	BtM	Tidigare kursutveckling CAR	BHAR
Addtech	2000	Industri	O-listan	46,3	1,12	1,09	X	X
Atle	2000	Finans	A-listan övr***	45,9	7,04	0,00	-0,0339	-0,0471
Axfood	2000	Konsument	Attract 40	3,5	3,19	0,33	0,2133	0,2141
Beijer Electronics	2002	Industri	O-listan	14,9	0,44	0,31	-0,4632	-0,3703
Bergman & Bev.	2000	Industri	A-listan övr	63	2,96	1,39	-0,0522	-0,1017
Bilia	2000	Konsument	A-listan övr	29,1	2,12	3,43	0,3464	0,3438
Billerud	2002	Råvaror	Attract 40	6,3	4,27	0,24	X	X
Bure Equity	2001	Finans	A-listan övr	40,6	6,66	0,24	-0,2008	-0,2130
Capona	2000	Fastigheter	O-listan	11,5	0,72	1,36	0,0237	0,0306
Castellum	2000	Fastigheter	Attract 40	33,3	4,1	2,86	-0,3780	-0,4102
Electrolux	2000	Konsument	A-list m.o.	21,2	66,96	2,56	-0,2187	-0,2574
Fagerhult	2002	Industri	O-listan	8	1,3	0,59	0,3747	0,4656
Fastpartner	2001	Fastigheter	O-listan	0	0,43	0,11	-0,2240	-0,5529
Gorthon Lines	2002	Industri	O-listan	2,5	0,28	0,65	0,0762	0,0521
Gotland Rederi	2002	Industri	O-listan	14,5	0,53	8,03	0,5675	0,6671
Hagstr. & Qviberg	2000	Finans	O-listan	0	1,18	2,37	X	X
Haldex	2001	Industri	A-listan övr	33,9	1,9	3,15	-0,0622	-0,1009
Handelsbanken	2000	Finans	A-list m.o.	43,9	80,77	4,26	-0,2397	-0,3044
Holmen	2000	Råvaror	A-list m.o.	26,8	23,19	1,36	0,1236	0,0900
Hufvudstaden	2003	Fastigheter	A-listan övr	27,6	6,3	11,43	-0,0007	-0,0160
Höganäs	2000	Råvaror	A-listan övr	28,6	6,27	1,39	0,1855	0,2160
Intellecta	2001	Industri	O-listan	1,1	0,49	1,74	-0,3688	-0,3192
Itab	2002	Industri	O-listan	11,1	0,51	0,45	0,2410	0,2767
JM	2001	Industri	A-listan övr	42,1	7,08	0,49	0,4991	0,4841
Lagercrantz	2001	Industri	O-listan	27,1	0,84	0,81*	X	X
Latour	2000	Finans	O-listan	13,3	8,25	2,07	X	X
Lindab	2000	Industri	A-listan övr ***	11,9	2,15	1,61	-0,1186	-0,1573
Lundbergs	2000	Finans	O-listan	26,3	8,54	1,47	-0,0142	-0,0199
Malmbergs	2000	Industri	O-listan	0	0,18	0,51	0,0815	0,0901
Mandamus	2000	Fastigheter	Attract 40	6,8	1,03	1,20	-0,0784	-0,1160
Munters	2000	Industri	Attract 40	44,1	2,13	1,31	0,0077	-0,0138
NCC	2000	Industri	Attract 40	37,2	9,98	1,04	0,0941	0,0865
OEM	2000	Industri	O-listan	27,2	1,16	5,39	-0,0067	-0,0184
Optimail	2003	Tjänster	O-listan	70	0,12	0,79	0,7891	0,4968
Orc Software	2003	IT-företag	Attract 40	12,1	1,25	2,84	0,0128	-0,0154
Peab	2001	Industri	O-listan	1,2	2,4	0,41	0,3981	0,4334
Ratos	2000	Finans	Attract 40	21,4	5,08	0,80	0,0746	0,0707
Rottneros	2001	Råvaror	Attract 40	1,7	1,63	1,24	-0,3558	-0,3454
Sandvik	2001	Industri	A-list m.o.	40,2	61,31	0,29	0,0214	-0,0105
Sapa	2001	Industri	Attract 40	42,1	5,2	3,42	0,1427	0,1368
Sardus	2002	Konsument	A-listan övr	7	0,63	1,05	-0,1173	-0,1262
Scandic Hotels	2000	Tjänster	X	X	4,97	1,58	-0,2043	-0,2750
Scandiaconsult	2000	Industri	A-listan övr	9,7	0,59	0,72	0,8937	1,4143
SEB	2002	Finans	A-list m.o.	3,1	69,05	2,38	0,1791	0,1699
Skanska	2000	Industri	A-list m.o.	55,5	35,64	1,74	-0,1178	-0,1443

Forts. Bilaga 1

SSAB	2000	Industri	A-list m.o.	61,2	12,95	0,61	0,0455	-0,0358
Sweco	2003	Industri	O-listan	69,2	0,9	1,07	0,0082	-0,0021
Swedish Match	2000	Konsument	A-list m.o.	22,1	12,85	16,85	-0,3253	-0,3528
Säkl	2000	Finans	O-listan	9,6	1,82	0,86	0,0718	0,0254
The Empire	2001	Industri	O-listan	0	0,02	1,32*	X	X
Tornet	2000	Fastigheter	O-listan	34,5	3,19	1,20	-0,1249	-0,1580
Traction	2000	Finans	O-listan	2,1	0,64	1,41*	0,6122	0,9933
Trelleborg	2000	Industri	A-listan övr	22,2	8,16	0,60	-0,4721	-0,4807
Wallenstam	2000	Fastigheter	O-listan	7,4	0,77	5,52	-0,1526	-0,1869
Wihlborgs	2003	Fastigheter	Attract 40	20,4	4,93	4,77	-0,0155	-0,0102
Volvo	2000	Industri	A-list m.o.	32,8	93,38	0,86	-0,1270	-0,1541
medel				23,5	10,56	2,19	0,0322	0,0288

X = Information finns ej tillgänglig

* = Börsvärde hämtat från samma år då återköpet annonserades

** = Listnotering är hämtad från www.rapporter.nu

*** = är per idag avnoterade

Bilaga 2: Sammanställning av respektive företags avvikande avkastning

Företag	Månad 1-12		Månad 1-24		Månad 1-36		Månad 1-48	
	CAR	BHAR	CAR	BHAR	CAR	BHAR	CAR	BHAR
Addtech	-0,2398	-0,2057	-0,1237	-0,1324				
Atle	0,0884	0,0527						
Axfood	0,5107	0,6076	0,8276	1,1715	0,7471	1,0800		
Beijer Electronics	0,1423	0,1766			0,0000	0,0000		
Bergman & Beving	0,2150	0,2338	0,2673	0,2693	0,3833	0,3449		
Bilia	-0,2533	-0,2234	-0,0730	-0,0805	0,2269	0,0734		
Billerud	0,2382	0,1960						
Bure Equity	-0,0692	-0,0862	-2,3449	-0,6263	-1,5160	-0,8098		
Capona	0,0316	0,0306	-0,0321	-0,0853	-0,0094	-0,0572		
Castellum	0,0810	0,0848	0,1232	0,1541	0,2408	0,2781	0,2947	0,5186
Electrolux	0,1630	0,1597	0,2076	0,1657	0,1628	0,0508		
Fagerhult	0,0763	0,0665	-0,0876	-0,0820				
Fastpartner	-0,1586	-0,1642	-0,0802	-0,0885	0,1956	0,2225		
Gorthon Lines	0,2331	0,1913	0,1946	0,2322				
Gotland Rederi	0,3292	0,4939						
Hagstr. & Qviberg	-0,3488	-0,2178	-0,5502	-0,2273	-0,3194	-0,2066		
Haldex	0,3156	0,3581	0,2877	0,2295	0,2886	0,3216		
Handelsbanken	0,3706	0,3915	0,5129	0,5256	0,6125	0,5108	0,4597	0,4865
Holmen	-0,0559	-0,2230	-0,1410	-0,4097	-0,0539	-0,2860		
Hufvudstaden	-0,1158	-0,1622						
Höganäs	-0,0001	-0,0294	-0,2423	-0,3214	-0,2226	-0,2742	-0,2312	-0,3335
Intellecta	-0,4178	-0,3792	-0,8044	-0,4559				
Itab	0,1594	0,1424						
JM	0,1628	0,1552	-0,6103	-0,3692	-0,5329	-0,4814		
Lagercrantz	-0,3293	-0,2824	-0,2733	-0,2768				
Latour	0,0707	0,0579	-0,0996	-0,2326	0,3815	0,4724	0,3779	0,2959
Lindab	0,1529	0,1600					0,0000	0,0000
Lundbergs	0,1359	0,1535	0,5059	0,5666	0,9407	0,9576	0,7707	1,0476
Malmbergs	-0,1280	-0,1015	-0,3219	-0,2475	-0,1646	-0,1005	0,0099	-0,0237
Mandamus	-0,2791	-0,3714	-0,1262	-0,2149	-0,0778	-0,1498		
Munters	0,5422	0,5958	0,9480	1,2747	1,0006	1,0320	0,7674	0,9655
NCC	0,0462	-0,0005	-0,0441	-0,1009	-0,0972	-0,0952	-0,3073	-0,3011
OEM	-0,0630	-0,0669	-0,2460	-0,2074	-0,1456	-0,0967	-0,2627	-0,2178
Optimail	0,2945	0,4151						
Orc Software	-0,5436	-1,0491						
Peab	0,4234	0,4825	0,4247	0,3625				
Ratos	-0,0019	0,0011	0,4632	0,5109	0,7187	0,6343	0,5766	0,6882
Rottneros	0,0660	0,0717	-0,1000	-0,1590	0,0525	-0,0498		
Sandvik	0,0406	0,0366	0,1520	0,1357	-0,0068	0,0143		
Sapa	0,1723	0,1965	0,0245	0,0677				
Sardus	0,2175	0,2256	0,3618	0,4489				
Scandic Hotels	0,4799	0,5588	0,0000	0,0000				
Scandiaconsult	0,0306	0,0396	0,4376	0,5266	0,6870	0,7063		
SEB	0,1277	0,1146	0,1294	0,1424	0,0000	0,0000		
Skanska	0,2308	0,2405	-0,0668	-0,1232	-0,2133	-0,2159		
SSAB	-0,0772	-0,0828	0,1158	0,0758	0,4171	0,3018	0,2945	0,3002
Sweco	-0,0997	-0,1269						
Swedish Match	0,6156	0,8325	1,0232	2,0103	0,8658	1,3733	1,0317	2,0264
Säkl	0,0280	0,0072	0,2577	0,1996	-0,1175	-0,0921		

Forts. Bilaga 2

The Empire	-0,3251	-0,3389	-0,2342	-0,1836	-0,2299	-1,0136		
Tornet	0,0489	0,0441	0,1076	0,1157	0,1179	0,1096	0,0933	0,1156
Traction	-0,0342	-0,0288	-0,1201	-0,0902	0,0246	0,0404	-0,1222	-0,0618
Trelleborg	0,2764	0,2688	0,5447	0,5901	0,6142	0,5484	0,9227	1,3548
Wallenstam	0,1647	0,1752	0,6002	0,7843	0,8938	1,5407		
Wihlborgs	-0,0797	-0,1105						
Volvo	-0,2022	-0,1979	-0,0483	-0,0782	0,1349	0,0520		
medel	0,0618	0,0637	-0,0674	0,0677	0,1714	0,1925	0,2922	0,4288

Bilaga 3: Resultat från regressionsanalyser

y: CAR, x:ln(storlek)

<i>Regressionsstatistik</i>	
Multipel-R	0,239382
R-kvadrat	0,057304
Justerad R-kvadrat	0,039846
Standardfel	0,239463
Observeringar	56

ANOVA

	<i>fg</i>	<i>KvS</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde för F</i>
Regression	1	0,188226	0,188226	3,28249	0,075585
Residual	54	3,096498	0,057343		
Totalt	55	3,284724			

	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfel</i>	<i>t-kvot</i>	<i>p-värde</i>	<i>Nedre 95%</i>	<i>Övre 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Övre 95,0%</i>
Konstant	0,0282	0,036979	0,762589	0,449027	-0,04594	0,10234	-0,04594	0,10234
X-variabel 1	0,03419	0,018871	1,811764	0,075585	-0,00364	0,072025	-0,00364	0,072025

y: BHAR, x: ln(storlek)

<i>Regressionsstatistik</i>	
Multipel-R	0,177051
R-kvadrat	0,031347
Justerad R-kvadrat	0,013409
Standardfel	0,297157
Observeringar	56

ANOVA

	<i>fg</i>	<i>KvS</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde för F</i>
Regression	1	0,15431	0,15431	1,747514	0,191762
Residual	54	4,76833	0,088302		
Totalt	55	4,92264			

	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfel</i>	<i>t-kvot</i>	<i>p-värde</i>	<i>Nedre 95%</i>	<i>Övre 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Övre 95,0%</i>
Konstant	0,03334	0,045889	0,72653	0,470652	-0,05866	0,125342	-0,05866	0,125342
X-variabel 1	0,030957	0,023418	1,321936	0,191762	-0,01599	0,077907	-0,01599	0,077907

y: CAR, x: Book-to-market

<i>Regressionsstatistik</i>	
Multipel-R	0,195453
R-kvadrat	0,038202
Justerad R-kvadrat	0,020055
Standardfel	0,244121
Observer	55

ANOVA

	<i>fg</i>	<i>KvS</i>	<i>Mkv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde för F</i>
Regression	1	0,125455	0,125455	2,105119	0,1527
Residual	53	3,158549	0,059595		
Totalt	54	3,284004			

	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfel</i>	<i>t-kvot</i>	<i>p-värde</i>	<i>Nedre 95%</i>	<i>Övre 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Övre 95,0%</i>
Konstant	0,025269	0,041232	0,612843	0,542601	-0,05743	0,107971	-0,05743	0,107971
btm	0,016852	0,011615	1,450903	0,1527	-0,00644	0,040149	-0,00644	0,040149

y: BHAR, x: Book-to-market

<i>Regressionsstatistik</i>	
Multipel-R	0,230706
R-kvadrat	0,053225
Justerad R-kvadrat	0,035362
Standardfel	0,296537
Observer	55

ANOVA

	<i>fg</i>	<i>KvS</i>	<i>Mkv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde för F</i>
Regression	1	0,262003	0,262003	2,979535	0,090149
Residual	53	4,660512	0,087934		
Totalt	54	4,922515			

	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfel</i>	<i>t-kvot</i>	<i>p-värde</i>	<i>Nedre 95%</i>	<i>Övre 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Övre 95,0%</i>
Konstant	0,011881	0,050085	0,237221	0,8134	-0,08858	0,11234	-0,08858	0,11234
btm	0,024354	0,014109	1,726133	0,090149	-0,00395	0,052653	-0,00395	0,052653

y: CAR, x: andel institutionellt ägande (% kapital)

<i>Regressionsstatistik</i>	
Multipel-R	0,141731
R-kvadrat	0,020088
Justerad R-kvadrat	0,001599
Standardfel	0,239666
Observeringar	55

ANOVA

	<i>fg</i>	<i>KvS</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde för F</i>
Regression	1	0,062407	0,062407	1,086474	0,301985
Residual	53	3,044297	0,05744		
Totalt	54	3,106704			

	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfel</i>	<i>t-kvot</i>	<i>p-värde</i>	<i>Nedre 95%</i>	<i>Övre 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Övre 95,0%</i>
Konstant	0,012658	0,051293	0,246772	0,806038	-0,09022	0,115539	-0,09022	0,115539
inst. ägande	0,001763	0,001692	1,042341	0,301985	-0,00163	0,005156	-0,00163	0,005156

y: BHAR, x: andel institutionellt ägande (% kapital)

<i>Regressionsstatistik</i>	
Multipel-R	0,134688
R-kvadrat	0,018141
Justerad R-kvadrat	-0,00038
Standardfel	0,294231
Observeringar	55

ANOVA

	<i>fg</i>	<i>KvS</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde för F</i>
Regression	1	0,084774	0,084774	0,97923	0,326885
Residual	53	4,588317	0,086572		
Totalt	54	4,673091			

	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfel</i>	<i>t-kvot</i>	<i>p-värde</i>	<i>Nedre 95%</i>	<i>Övre 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Övre 95,0%</i>
Konstant	0,006351	0,062971	0,10086	0,920042	-0,11995	0,132656	-0,11995	0,132656
inst. ägande	0,002055	0,002077	0,989561	0,326885	-0,00211	0,00622	-0,00211	0,00622

y: CAR, x: tidigare kursutveckling (CAR)

<i>Regressionsstatistik</i>	
Multipel-R	0,033345
R-kvadrat	0,001112
Justerad R-kvadrat	-0,0197
Standardfel	0,235157
Observeringar	50

ANOVA

	<i>fg</i>	<i>KvS</i>	<i>Mkv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde för F</i>
Regression	1	0,002955	0,002955	0,05343	0,818181
Residual	48	2,654338	0,055299		
Totalt	49	2,657293			

	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfel</i>	<i>t-kvot</i>	<i>p-värde</i>	<i>Nedre 95%</i>	<i>Övre 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Övre 95,0%</i>
Konstant	0,087027	0,033457	2,601123	0,012317	0,019756	0,154298	0,019756	0,154298
car innan	0,026297	0,113764	0,231149	0,818181	-0,20244	0,255035	-0,20244	0,255035

y: BHAR, x: tidigare kursutveckling (BHAR)

<i>Regressionsstatistik</i>	
Multipel-R	0,024863
R-kvadrat	0,000618
Justerad R-kvadrat	-0,0202
Standardfel	0,304173
Observeringar	50

ANOVA

	<i>fg</i>	<i>KvS</i>	<i>Mkv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde för F</i>
Regression	1	0,002747	0,002747	0,02969	0,86392
Residual	48	4,44103	0,092521		
Totalt	49	4,443777			

	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfel</i>	<i>t-kvot</i>	<i>p-värde</i>	<i>Nedre 95%</i>	<i>Övre 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Övre 95,0%</i>
Konstant	0,086608	0,043158	2,006763	0,050425	-0,00017	0,173384	-0,00017	0,173384
bhar innan	0,020888	0,121225	0,172308	0,86392	-0,22285	0,264628	-0,22285	0,264628

Bilaga 4: Resultat från ANOVA-tester, månad 1-12

Storlek (CAR)

SAMMANFATTNING

Grupper	Antal	Summa	Medelvärde	Varians
19 största	19	1,98048	0,104236	0,03565
		7		5
19 minsta	19	-0,47164	-0,02482	0,05225
				1

ANOVA

Variationsursprung	KvS	fg	MKv	F	p-värde	F-krit
Mellan grupper	0,15823	1	0,158235	3,60010	0,06581	4,11316
	5			2	9	1
Inom grupper	1,58230	36	0,043953			
	8					
Totalt	1,74054	37				
	4					

Storlek (BHAR)

SAMMANFATTNING

Grupper	Antal	Summa	Medelvärde	Varians
19 största	19	1,87796	0,09884	0,05853
		7		2
19 minsta	19	-0,17552	-0,00924	0,06467
				4

ANOVA

Variationsursprung	KvS	fg	MKv	F	p-värde	F-krit
Mellan grupper	0,11096	1	0,110969	1,80135	0,18795	4,11316
	9				3	1
Inom grupper	2,21770	36	0,061603			
	7					
Totalt	2,32867	37				
	6					

Tidigare kursutveckling (CAR)

SAMMANFATTNING

Grupper	Antal	Summa	Medelvärde	Varians
19 bästa	19	2,12077	0,11162	0,03584
		7		9
19 sämsta	19	2,19844	0,115708	0,06681
		6		8

ANOVA

Variationsursprung	KvS	fg	MKv	F	p-värde	F-krit
Mellan grupper	0,00015	1	0,000159	0,00309	0,95596	4,11316
	9			2		1
Inom grupper	1,84801	36	0,051334			
	5					
Totalt	1,84817	37				
	4					

Tidigare kursutveckling (BHAR)

SAMMANFATTNING

<i>Grupper</i>	<i>Antal</i>	<i>Summa</i>	<i>Medelvärde</i>	<i>Varians</i>
19 bästa	19	2,33029	0,122647	0,05465
		2		3
19 sämsta	19	2,42473	0,127618	0,08707
		7		9

ANOVA

<i>Variationsursprung</i>	<i>KvS</i>	<i>fg</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde</i>	<i>F-krit</i>
Mellan grupper	0,00023	1	0,000235	0,00331	0,95442	4,11316
	5			2	3	1
Inom grupper	2,55118	36	0,070866			
Totalt	2,55141	37				
	5					

Book-to-market (CAR)

SAMMANFATTNING

<i>Grupper</i>	<i>Antal</i>	<i>Summa</i>	<i>Medelvärde</i>	<i>Varians</i>
19 högsta	19	0,88099	0,046368	0,08508
		4		4
19 lägsta	19	1,62192	0,085365	0,04766
		6		9

ANOVA

<i>Variationsursprung</i>	<i>KvS</i>	<i>fg</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde</i>	<i>F-krit</i>
Mellan grupper	0,01444	1	0,014447	0,21765	0,64364	4,11316
	7				7	1
Inom grupper	2,38955	36	0,066377			
	6					
Totalt	2,40400	37				
	3					

Book-to-market (BHAR)

SAMMANFATTNING

<i>Grupper</i>	<i>Antal</i>	<i>Summa</i>	<i>Medelvärde</i>	<i>Varians</i>
19 högsta	19	0,95981	0,050516	0,15196
		3		2
19 lägsta	19	1,86442	0,098127	0,05511
				2

ANOVA

<i>Variationsursprung</i>	<i>KvS</i>	<i>fg</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde</i>	<i>F-krit</i>
Mellan grupper	0,02153	1	0,021535	0,20799	0,65108	4,11316
	5				7	1
Inom grupper	3,72732	36	0,103537			
	3					
Totalt	3,74885	37				
	7					

Andel institutionellt ägande (CAR)

SAMMANFATTNING

<i>Grupper</i>	<i>Antal</i>	<i>Summa</i>	<i>Medelvärde</i>	<i>Varians</i>
19 störst andel	19	1,66743	0,08776	0,04615
		7		4
19 minst andel	19	0,58409	0,030742	0,06576
		2		7

ANOVA

<i>Variationsursprung</i>	<i>KvS</i>	<i>fg</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde</i>	<i>F-krit</i>
Mellan grupper	0,03088	1	0,030885	0,55191	0,46235	4,11316
	5			2	8	1
Inom grupper	2,01457	36	0,05596			
	3					
Totalt	2,04545	37				
	9					

Andel institutionellt ägande (BHAR)

SAMMANFATTNING

<i>Grupper</i>	<i>Antal</i>	<i>Summa</i>	<i>Medelvärde</i>	<i>Varians</i>
19 störst andel	19	1,88138	0,09902	0,05404
		6		3
19 minst andel	19	0,7184	0,037811	0,0699

ANOVA

<i>Variationsursprung</i>	<i>KvS</i>	<i>fg</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde</i>	<i>F-krit</i>
Mellan grupper	0,03559	1	0,035593	0,57434	0,45347	4,11316
	3			3	1	1
Inom grupper	2,23098	36	0,061972			
Totalt	2,26657	37				
	3					

Återköp genomförda tidigt respektive sent (CAR)

SAMMANFATTNING

<i>Grupper</i>	<i>Antal</i>	<i>Summa</i>	<i>Medelvärde</i>	<i>Varians</i>
19 tidigaste	19	2,11129	0,111121	0,06149
		5		6
19 senaste	19	1,20012	0,063165	0,07019
		6		7

ANOVA

<i>Variationsursprung</i>	<i>KvS</i>	<i>fg</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde</i>	<i>F-krit</i>
Mellan grupper	0,02184	1	0,021848	0,33180	0,56818	4,11316
	8			4	3	1
Inom grupper	2,37047	36	0,065846			
	1					
Totalt	2,39231	37				
	9					

**Återköp genomförda tidigt respektive sent
(BHAR)**

SAMMANFATTNING

<i>Grupper</i>	<i>Antal</i>	<i>Summa</i>	<i>Medelvärde</i>	<i>Varians</i>
19 tidigaste	19	2,41142	0,126917	0,08698
		4		1
19 senaste	19	0,97936	0,051545	0,12944
		2		1

ANOVA

<i>Variationsursprung</i>	<i>KvS</i>	<i>fg</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde</i>	<i>F-krit</i>
Mellan grupper	0,05396	1	0,053968	0,49873	0,48460	4,11316
	8			3	3	1
Inom grupper	3,89560	36	0,108211			
	1					
Totalt	3,94957	37				

Bilaga 5: Resultat från ANOVA-tester, månad 1-24

Storlek (CAR)

SAMMANFATTNING

<i>Grupper</i>	<i>Antal</i>	<i>Summa</i>	<i>Medelvärde</i>	<i>Varians</i>
			<i>e</i>	
19 största	19	2,657719	0,13988	0,127724
19 minsta	19	-0,96027	-0,05054	0,118633

ANOVA

<i>Variationsursprung</i>	<i>KvS</i>	<i>fg</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde</i>	<i>F-krit</i>
Mellan grupper	0,344469	1	0,344469	2,796504	0,103141	4,113161
Inom grupper	4,434426	36	0,123179			
Totalt	4,778895	37				

Storlek (BHAR)

SAMMANFATTNING

<i>Grupper</i>	<i>Antal</i>	<i>Summa</i>	<i>Medelvärde</i>	<i>Varians</i>
			<i>e</i>	
19 största	19	3,425269	0,180277	0,290949
19 minsta	19	-0,02994	-0,00158	0,101854

ANOVA

<i>Variationsursprung</i>	<i>KvS</i>	<i>fg</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde</i>	<i>F-krit</i>
Mellan grupper	0,314171	1	0,314171	1,599638	0,214081	4,113161
Inom grupper	7,07045	36	0,196401			
Totalt	7,384622	37				

Book-to-market (CAR)

SAMMANFATTNING

<i>Grupper</i>	<i>Antal</i>	<i>Summa</i>	<i>Medelvärde</i>	<i>Varians</i>
			<i>e</i>	
19 högsta	19	1,447474	0,076183	0,175003
19 lägsta	19	2,298161	0,120956	0,119881

ANOVA

<i>Variationsursprung</i>	<i>KvS</i>	<i>fg</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde</i>	<i>F-krit</i>
Mellan grupper	0,019044	1	0,019044	0,129162	0,721402	4,113161
Inom grupper	5,307909	36	0,147442			
Totalt	5,326953	37				

Book-to-market (BHAR)

SAMMANFATTNING

<i>Grupper</i>	<i>Antal</i>	<i>Summa</i>	<i>Medelvärde</i>	<i>Varians</i>
			<i>e</i>	
19 högsta	19	3,091546	0,162713	0,302726
19 lägsta	19	2,993744	0,157565	0,142997

ANOVA

<i>Variationsursprung</i>	<i>KvS</i>	<i>fg</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde</i>	<i>F-krit</i>
Mellan grupper	0,000252	1	0,000252	0,001129	0,973376	4,113161
Inom grupper	8,02301	36	0,222861			
Totalt	8,023262	37				

Tidigare kursutveckling, CAR

SAMMANFATTNING

<i>Grupper</i>	<i>Antal</i>	<i>Summa</i>	<i>Medelvärde</i>	<i>Varians</i>
			<i>e</i>	
19 bästa	19	1,135282	0,059752	0,107124
19 sämsta	19	4,018379	0,211494	0,187417

ANOVA

<i>Variationsursprung</i>	<i>KvS</i>	<i>fg</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde</i>	<i>F-krit</i>
Mellan grupper	0,218743	1	0,218743	1,485316	0,230871	4,113161
Inom grupper	5,301739	36	0,147271			
Totalt	5,520482	37				

Tidigare kursutveckling (BHAR)

SAMMANFATTNING

<i>Grupper</i>	<i>Antal</i>	<i>Summa</i>	<i>Medelvärde</i>	<i>Varians</i>
			<i>e</i>	
19 bästa	19	2,836856	0,149308	0,215994
19 sämsta	19	1,972099	0,103795	0,138699

ANOVA

<i>Variationsursprung</i>	<i>KvS</i>	<i>fg</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde</i>	<i>F-krit</i>
Mellan grupper	0,019679	1	0,019679	0,110964	0,740982	4,113161
Inom grupper	6,384479	36	0,177347			
Totalt	6,404158	37				

Institutionellt ägande (CAR)

SAMMANFATTNING

<i>Grupper</i>	<i>Antal</i>	<i>Summa</i>	<i>Medelvärde</i> <i>e</i>	<i>Varians</i>
19 högst andel	19	0,670381	0,035283	0,109548
19 lägst andel	19	0,677045	0,035634	0,156584

ANOVA

<i>Variationsursprung</i>	<i>KvS</i>	<i>fg</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde</i>	<i>F-krit</i>
Mellan grupper	1,17E-06	1	1,17E-06	8,78E-06	0,997652	4,113161
Inom grupper	4,790373	36	0,133066			
Totalt	4,790375	37				

Institutionellt ägande (BHAR)

SAMMANFATTNING

<i>Grupper</i>	<i>Antal</i>	<i>Summa</i>	<i>Medelvärde</i> <i>e</i>	<i>Varians</i>
19 högst andel	19	0,200077	0,01053	0,16993
19 lägst andel	19	1,801074	0,094793	0,1695

ANOVA

<i>Variationsursprung</i>	<i>KvS</i>	<i>fg</i>	<i>MKv</i>	<i>F</i>	<i>p-värde</i>	<i>F-krit</i>
Mellan grupper	0,067452	1	0,067452	0,397445	0,532393	4,113161
Inom grupper	6,109738	36	0,169715			
Totalt	6,17719	37				