



EKONOMIHÖGSKOLAN

Lunds universitet

Företagsekonomiska Institutionen

Kandidatuppsats

VT 2006

1 juni, 2006

Aktieinlösen

– vilka faktorer leder ett bolag till detta förfarande?

Författare:

Theodoros Goumas

Tommy Larsson

Peter Malmgren

Mirosław Staniszewski

Handledare:

Tore Eriksson

Sammanfattning

Uppsatsens titel: Aktieinlösen – vilka faktorer leder ett bolag till detta förfarande?

Seminariumdatum: 2006-06-07

Kurs: FEK 582 Kandidatuppsats, 10 poäng (15 ETCS)

Författare: Theodoros Goumas, Tommy Larsson, Peter Malmgren och Miroslaw Staniszewski

Handledare: Tore Eriksson

Nyckelord: Aktieinlösen, specialutdelning, Tobit-modellen, aktieåterköp

Syfte: Att undersöka och analysera vilka faktorer som leder till att bolag genomför aktieinlösen.

Teoretisk referensram: Likheter och skillnader mellan aktieinlösen och återköp redogörs samt själva inlösenförfarandet förklaras ur bolagets och aktieägarens perspektiv. Vidare sammanställs aktieinlösens och utdelningens skatteegenskaper och vem som gynnas av inlösen.

Metod: Uppsatsen är av ett deskriptivt, deduktivt och kvantitativt slag. Undersökningen genomförs med hjälp av en statistisk modell, Tobit. Vidare definierar vi variablerna som ingår i undersökningen och redogör för det tillvägagångssätt som använts för att samla in all data.

Resultat: Av de sju testade variablerna var endast andelen likvida medel av totalt kapital signifikant.

Slutsats: Det är orimligt att ledningen i ett bolag baserar ett inlösenbeslut på endast en variabel. Vi tror därmed att en utökning av antalet observationer i undersökningen skulle resultera i fler signifikanta variabler.

Abstract

Thesis title: Stock redemption – which factors lead a company to this process?

Presentation date: 2006-06- 07

Course: FEK 582 Bachelor thesis, 10 Swedish credits (15 ECTS)

Authors: Theodoros Goumas, Tommy Larsson, Peter Malmgren and Mirosław Staniszewski

Supervisor: Tore Eriksson

Key words: Stock redemption, special dividend, Tobit-model, stock repurchase

Purpose: To examine and analyze which factors lead corporations to carry out stock redemption.

Theoretical frame of reference: Similarities and differences between redemption and repurchase of stocks are presented. Furthermore is the process of stock redemption presented from the corporations and shareowners perspective. Finally we explain the tax differences between stock redemption and special-dividend and who gain advantages of stock redemption.

Methodology: This thesis is of a descriptive, deductive and quantitative character. The investigation is done with the help of a statistical model called Tobit-model. Therefore we define the variables that we used and explain how we found all data.

Result: Liquid assets were the only variable out of seven tested, which was significant.

Conclusion: It is unrealistic that corporations base their decision about stock redemption only on a single variable. We believe therefore that an increase in the number of observations will lead to additional significant variables.

1 Inledning	10
1.1 Bakgrund.....	10
1.2 Problematisering	12
1.3 Syfte	13
1.4 Avgränsningar.....	13
1.5 Målgrupp.....	14
1.6 Uppsatsens disposition.....	14
2 Teoretisk referensram	16
2.1 Inlösen vs återköp	16
2.1.1 Riktad inlösen	18
2.2 Inlösensförfarande.....	18
2.2.1 Ur bolagets perspektiv	18
2.2.2 Ur aktieägarens perspektiv.....	19
2.3 Skatteegenskaper.....	21
2.3.1 Utdelning.....	21
2.3.2 Inlösen av aktier	21
2.4 Vem tjänar på aktieinlösen?.....	23
3 Hypoteser	24
3.1 Val av undersökningsfaktorer	24
3.1.1 Likvida medel	25
3.1.2 Kassaflöde	25
3.1.3 Förhållandet mellan marknadsvärde och bokfört värde.....	26
3.1.4 Totala tillgångar	26
3.1.5 Skuldandel.....	27
3.1.6 Utdelningar	27
3.1.7 Ägarstruktur	27

4 Metod	29
4.1 Undersökningsmetod	29
4.2 Val av undersökningsmodell.....	30
4.3 Hur fungerar Tobit-modellen?	32
4.3.1 Censored regression	32
4.3.2 Truncated regression.....	33
4.3.3 Tobit-modellen.....	34
4.4 Vår regression	36
4.4.1 Våra oberoende variabler.....	36
4.5 Urval	38
4.5.1 Bolag som har genomfört aktieinlösen	39
4.5.2 Bolag som inte har genomfört aktieinlösen	39
4.6 Säkring av reliabilitet och validitet.....	40
5 Resultat	41
5.1 Sammanfattning av resultatet.....	41
5.1.1 Likvida medel	42
5.1.2 Kassaflöde.....	42
5.1.3 Förhållandet mellan marknadsvärde och bokfört värde.....	43
5.1.4 Totala tillgångar	43
5.1.5 Skuldandel.....	43
5.1.6 Utdelningar	43
5.1.7 Ägarstruktur	43
6 Analys	44
6.1 Inledning	44
6.2 Likvida medel – den signifikanta variabeln.....	44
6.2.1 Inlösen­cykel ur ett makroperspektiv	45
6.2.2 Ett bolags livscykel och inlösen.....	45
6.2.3 Bankinflytande	46
6.2.4 Trender	46

6.3 Ickesignifikanta variabler.....	46
6.3.1 För få bolag.....	47
6.3.2 Tidsaspekten	47
6.3.3 Fel val av variabler.....	48
6.3.4 Inga gemensamma variabler	49
7 Slutdiskussion	50
7.1 Slutsats	50
7.2 Förslag till vidare forskning.....	51
Litteratur- och källförtäckning	52
Litteratur	52
Artiklar.....	53
Regelverk.....	54
Elektroniska källor	54
Kontakter.....	55
Årsredovisningar.....	55
Bilaga 1	SHB:s lista över inlösenbolag
Bilaga 2	Resultatdiagram
Bilaga 3	Inlösenbolag och dess "motbolag"
Bilaga 4	Outputvärden från Tobit
Bilaga 5	All insamlad data

1 Inledning

*V*i inleder med en bakgrundsdiskussion som sedan övergår till problematisering och syfte. Vidare definierar vi våra avgränsningar för uppsatsen och till vilken målgrupp uppsatsen riktar sig mot. Avslutningsvis går vi igenom uppsatsens disposition.

1.1 Bakgrund

Möjligheten till aktieinlösen har alltid funnits i Sverige. Dock var det under nittiotalet som företag i Sverige började ta efter trender i USA samt Storbritannien och insåg då möjligheterna som inlösen gav åt att förändra kapitalstrukturen.¹

Aktieinlösen innebär i grova drag att aktiebolag köper tillbaka sina egna aktier och eliminerar dem, vilket bland annat leder till att aktiekapitalet minskas. Metoden är ett alternativ till utdelning och har många likheter med återköp av aktier som blev möjligt att tillämpa i Sverige år 2000². Trots att möjligheten till aktieinlösen funnits länge ser vi en trend att det inte förrän på senare år börjat praktiseras i större omfattning. År 2005 var ett rekordår då 11 aktieinlösen utfördes av börsnoterade bolag (se figur 1.1).

Något som brukar uppkomma i samband med aktieinlösen och återköp är skatteeffekten av dessa. Privata direktplacerare har en skattefördel av inlösen då de inte beskattas på hela vinsten, utan bland annat kan dra av aktiens anskaffningsvärde.³ Hur beskattningsförfarandet går till förklaras närmare i 2.3 *Skatteegenskaper*. Det har dessutom visat sig

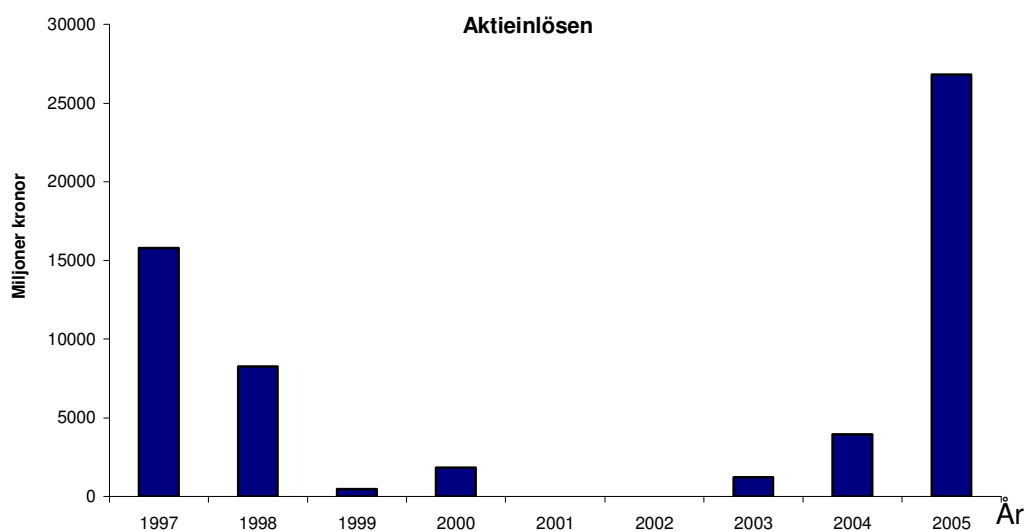
¹ Berglund Magnus, *Svenska Handelsbanken & Gunne, Cecilia, Kupongskatt vid inlösen av aktier* (1999), Svensk Skattetidning, Nr. 5, s. 367-369.

² Justitiedepartementet, Proposition 1999/2000:34.

³ Froste, Kalle, *SHB står för det smartaste utdelningsupplägget*, Affärsvärlden (05-02-09).

gynna vissa utländska ägare⁴ som innehar aktieposter i bolag på den svenska börsen.⁵ Enligt Tore Bertilsson, finanschef på SKF, som till stor del har utländska ägare, är idén med inlösen uppskattad av investerare och analytiker: ”Pengen kommer på en gång och det är lätt att se vad som sker”.⁶

Det är inte bara SKF som utnyttjat möjligheten, utan aktieinlösen har på senare tid visat sig vara en populär metod bland noterade bolag för att ge utdelning till aktieägare. Som nämnts ovan genomförde 2005, inte mindre än elva börsnoterade bolag aktieinlösen för drygt 26 miljarder kronor, med hjälp av främst SHB (Svenska Handelsbanken). Ett belopp som till och med överstiger den totala emitteringssumman⁷ på Stockholmsbörsen under samma år med ca 15 miljarder kronor.⁸ Med andra ord försvann det mer pengar från börsen än vad som nyinvesterats. Nedtill illustreras aktieinlösen i miljoner kronor under de senaste nio åren.



Figur 1.1 Utveckling av aktieinlösen⁹

⁴ Endast de länder som ingått vissa specifika skatteavtal med Sverige.

⁵ Wahlin, Erik, *Småsparare vinnare på inlösenaktier*, SvD Näringsliv (05-02-15).

⁶ Ibid.

⁷ Detta inkluderar både nyemissioner och börsintroduktioner på Stockholmsbörsen under 2005, totalt ca 11,2 Mdr.

⁸ OMX-gruppen, Stockholmsbörsen, websida

⁹ Siffrorna baseras endast på de bolag som finns med i vår undersökning.

Under 2006 har hitintills 4 stycken aktieinlösen annonserats och det finns signaler om att fler förslag är på gång. Då många företag sitter på stora kassor sedan de senaste årens goda förtjänster, ligger specialutdelning till aktieägarna i form av inlösen och återköp nära till hands¹⁰.

1.2 Problematisering

Inför och under detta arbete har vi sökt igenom och läst ett stort antal dokument, artiklar, olika rapporter och litteratur för att bilda oss en uppfattning om hur studiet kring inlösen och återköp ser ut. Vi har försökt att finna någon typ av statistiskt underlag över hur utbredda dessa är, men något sådant har vi inte lyckats hitta. Dock har vi funnit att återköp är ett väl dokumenterat fenomen i flera länder (till exempel Huang et al., 2003; Dittmar, 2000; Chan et al., 2004) till skillnad från aktieinlösen som det finns ett väldigt tunt underlag för. Detta tycker vi ger en indikation över hur väl använt respektive förfarande är. Frågeställningar som vi tyckt vara intressanta under förarbetet till denna uppsats har bland annat varit:

- Varför utför bolag aktieinlösen?
- Vem får den största fördelen av aktieinlösen?
- På vilka kriterier baseras ett beslut om aktieinlösen?

Trots att aktieinlösen har fått ett stort genomslag år 2005, är det endast en liten del av de noterade bolagen som utnyttjat möjligheten att överföra kapital till sina aktieägare. Exempel på bolag som utfört inlösen under de senaste åren är Volvo, SSAB, Atlas Copco, Sandvik, Skanska samt Swedish Match¹¹, det vill säga stora företag med många aktieägare. Dessa bolag har i flera fall många investerare som gynnas skattemässigt av inlösen. Samtidigt finns det många andra bolag såsom Teligent, Ratos och Elekta med flera, som

¹⁰ Blecher, Simon, *200 Miljarder som brinner i fickorna*, Affärsvärlden (05-12-20).

¹¹ Se Bilaga 1.

också har genomfört aktieinlösen, men som inte är lika omsatta på börsen som ovanstående bolag. I och med denna breda spridning av bolagskategorier, betraktat ur storlek, bransch och ägarstruktur som utfört aktieinlösen uppkommer det automatiskt ett par frågor som vi ställer oss.

- *Vilken typ av bolag är det som utför aktieinlösen?*
 - *Finns det ett antal karaktäristiska variabler som leder till aktieinlösen?*
- *Om det finns gemensamma variabler, vilka är de och hur påverkar de aktieinlösen?*

Detta är två omfattande frågor och vårt mål är att försöka svara på den sistnämnda. Genom detta hoppas vi kunna ge en bild över varför företag utfört inlösen i Sverige det sista decenniet.

1.3 Syfte

Att undersöka och analysera vilka faktorer som leder till att ett bolag utför aktieinlösen.

1.4 Avgränsningar

Vi har valt att avgränsa oss till att undersöka bolag på Stockholmsbörsen som har genomfört aktieinlösen någon gång under perioden 1997-2006. Då det finns olika typer av aktieinlösen har vi valt att endast fokusera på dem som anses vara en specialutdelning och där utbetalningen sker i form av kontanter och inte någon form av egendom. Alltså har bolag som utfört tvångsinlösen eller andra typer av inlösen valts bort. Detta val görs på grund av att olika typer av aktieinlösen kan ske på olika grunder vilket kan störa resultatet. Sju variabler har valts ut som vi tror är avgörande för att ett bolag ska utföra aktieinlösen.

Vilka de sju variablerna är och hur vi valt att definiera dem förklaras i hypotes- och metodkapitlet.

1.5 Målgrupp

Uppsatsens målgrupp är främst finansieringsstudenter som vill få en större förståelse om varför vissa bolag utför aktieinlösen. Den vänder sig även till aktieägare som kan ha ett intresse av att få förklaringar till hur olika förfaranden kring aktieinlösen ser ut och fungerar. Resultatet kan även hjälpa till för att ge en bild av vad som leder ett bolag till aktieinlösen.

1.6 Uppsatsens disposition

Den disposition vi har valt grundar sig på ett exempel som Bell & Bryman använder sig utav för att beskriva hur en kvantitativ uppsats ska struktureras.¹² Därmed har vi valt att disponera uppsatsen på följande sätt:

Kapitel 2

Teoretisk referensram

För att förstå vad aktieinlösen är vill vi här förklara de olika förfaranden som finns kring just inlösen. Vi behandlar likheter och skillnader mellan aktieinlösen och återköp samt hur inlösenförfarandet ser ut ur bolagets respektive aktieägarens perspektiv. Vidare ger vi en beskrivning om de skatteeffekter som sker vid aktieinlösen och återköp tillsammans med förklarande exempel. Vi avslutar kapitlet genom att ställa frågan ”Vem tjänar på aktieinlösen”?

¹² Bell, Emma & Bryman, Alan, *Företagsekonomiska forskningsmetoder* (2003).

Kapitel 3**Hypoteser**

I detta kapitel går vi först igenom de faktorer som ska undersökas och därefter beskriver vi förhållandet mellan faktorerna och aktieinlösen. Slutligen sätter vi upp de hypoteser som ställs upp i undersökningen.

Kapitel 4**Metod**

Här tar vi upp vilken typ av modell vi valt för att undersöka våra hypoteser. Vi kommer även att beskriva våra hypoteser närmare för att visa hur vi gått tillväga för att hitta den information som behövs för undersökningen. Vidare redogörs för vilket tillvägagångssätt vi använt oss av för att hitta bolag med och utan inlösen samt hur vi väljer att säkra undersökningens validitet.

Kapitel 5**Resultat**

I detta kapitel redovisas de utfall vårt Tobit-test resulterat i. Vi går igenom varje variabel samt dess hypoteser och konstaterar ifall dessa ska förkastas eller ej.

Kapitel 6**Analys**

Vårt sjätte kapitel börjar med en diskussion om den signifikanta variabeln och utifrån fyra olika perspektiv försöka svara på varför inlösen har ett samband med likvida medel. Vidare kommer en analys av varför endast en variabel blev signifikant.

Kapitel 7**Slutdiskussion**

Slutligen avser vi att lägga fram och diskutera våra slutsatser kring våra resultat samt försöka väcka ett intresse för framtida forskning.

2 Teoretisk referensram

*F*ör att förstå vad aktieinlösen är vill vi här förklara de olika förfaranden som finns kring just inlösen. Vi behandlar likheter och skillnader mellan aktieinlösen och återköp samt hur inlösenförfarandet ser ut ur bolagets respektive aktieägarens perspektiv. Vidare ger vi en beskrivning om de skatteeffekter som sker vid aktieinlösen och återköp tillsammans med förklarande exempel. Vi avslutar kapitlet genom att ställa frågan "Vem tjänar på aktieinlösen"?

2.1 Inlösen vs återköp

Inlösen och återköp (som även kallas för förvärv av egna aktier) är två förfaranden som ofta förväxlas då det finns många likheter mellan de två. Dock finns det även viktiga skillnader. Gemensamt för de båda är att ett bolag köper tillbaka sina egna aktier och därmed distribuerar kapital till ägarna samt att det krävs ett stämmobeslut på två tredjedelars majoritet för att förslaget ska gå igenom. Anledningen till att ett bolag vill göra detta kan vara många. Några skäl är att de anser sin aktie undervärderad, vill distribuera överflödigt kapital, öka skuldsättningsgraden eller förhindra eventuell utspädning av aktier.¹³

Ovan nämnda skäl visar likheterna ur bolagets perspektiv. Ur aktieägarens synvinkel beskattas de båda på exakt samma sätt. Hur detta går till förklarar vi i sektion 2.3 *Skatteegenskaper*. Även prissättningen av aktien som ska lösas in eller återköpas fungerar på samma sätt. För den enskilde aktieägarens ekonomiska situation innebär inte inlösen eller återköp någon skillnad. I båda fallen erbjuds aktieägaren att avyttra en del av sina aktier mot ett vederlag.

¹³ Dittmar, Amy K., *Why Do Firms Repurchase Stock?* (2000), *Journal of Business*, Vol. 73, No. 3.

För att förklara vad en inlösen är görs det enklast genom att tala om en ”omvänd nyemission”. I en nyemission emitteras som bekant nya aktier ut till marknaden medan en inlösen innebär att aktier köps tillbaka och sedan makuleras vilket teoretiskt får motsatta konsekvenser mot nyemissionen. Detta är den största och viktigaste skillnaden mellan aktieåterköp och aktieinlösen. I tabellen nedan listar vi även andra skillnader mellan de två metoderna.

Skillnader mellan inlösen och återköp	
<i>Inlösen</i>	<i>Återköp</i>
➤ Aktierna makuleras	➤ Finns kvar i bolagets ägo
➤ Obegränsat inlösensbelopp (dock finns naturligtvis alltid gränsen för minsta aktiekapital för ett publikt bolag, minimum 500 000 kr)	➤ Maximalt 10 % av aktiekapitalet får ägas av det egna bolaget ¹⁴
➤ Bolaget måste ha Bolagsverkets godkännande ¹⁵ (före 2006 behövdes istället tingsrättens godkännande)	➤ Upp till bolaget själv

Tabell 2.1

Övergripande kan det sägas att minskning av aktiekapitalet genom inlösenförfarande är mer omständligt än återköp av aktier. Möjligtvis kan detta bero på att minskningen av kapitalet i ett bolag anses utgöra en mer fundamental förändring än ett återköp av egna aktier. Dessutom kan inlösensbeloppet utgöra en större andel av aktiekapitalet än ett återköpsbelopp vilket påverkar ett bolag mer drastiskt.

¹⁴ Sveriges Rikes Lag, *Aktiebolagslagen* (2006), Kap. 19, 15§.

¹⁵ Sveriges Rikes Lag, *Aktiebolagslagen* (2006), Kap. 20, 23§.

2.1.1 Riktad inlösen

Bolag har möjligheten att genomföra en aktieinlösen som bara vänder sig till en viss grupp aktieägare och inte till samtliga. Denna typ av aktieinlösen kallas för riktad inlösen. Motiven till en riktad inlösen är vanligtvis de samma som till riktat återköp. Dock kan ett skäl till vara att undvika ett fientligt bolagsförvärv.¹⁶ Bolagsledningen kanske också vill minska inflytandet från en viss ägargrupp, exempelvis småägare.¹⁷ En homogen ägarstruktur leder till att bolag blir mer flexibla vid beslutfattande. Bred spridning av aktieägare kan innebära att det uppstår en målkonflikt och vissa beslut blir svåra att få igenom vid bolagsstämman.

2.2 Inlösenförfarande

Vid detta stadium passar det bra att gå igenom hur tillvägagångssättet för aktieinlösen ser ut ur ett bolags respektive en aktieägars perspektiv.

2.2.1 Ur bolagets perspektiv

När ett bolag vill minska sitt aktiekapital kan detta ske med anledning av följande orsaker:¹⁸

- täckning av förlust
- avsättning till fond
- återbetalning till aktieägarna.

Då vår uppsats koncentrerar sig till att endast behandla de fall av aktieinlösen där det sker en återföring av kapital i form av specialutdelning till ägarna, lägger vi endast fokus på det

¹⁶ Jonsson, Clase, *Inlösen och återköp – En analys med utgångspunkt från det aktiebolagsrättsliga kapitalskyddet* (1999).

¹⁷ Ibid

¹⁸ Sveriges Rikes Lag, *Aktiebolagslagen* (2006), Kap. 20, 1§.

sista av de tre alternativen. Ett bolag kan minska sitt aktiekapital med hjälp av två metoder, antingen med eller utan indragning av aktier,¹⁹ där inlösen är ett exempel på indragning av aktier. På bolagsstämman beslutas om nedsättning av aktiekapital och det krävs två tredjedelars majoritet för beslutet att gå igenom.²⁰

Inför bolagsstämman måste ledningen lägga fram ett prospekt där inlösenförfarandet diskuteras och motiveras. De måste även besluta hur stort belopp som ska lösas in och de gränser som gäller för maximalt och eventuellt minimalt inlösenbelopp samt vilka aktier som ska dras in om bolaget har flera aktieslag (till exempel A- och B-aktier).²¹ Reglerna som styr inlösenförfarandet är extensiva och det finns många lagrum att ta hänsyn till. Ovanstående är de grundkrav som ställs på prospektet. Det ska även redovisas vilka tidsramar som föreligger, vilka aktieägare som har rätt att lösa in aktier (till exempel vid riktad inlösen), priset för varje inlösenaktie, om det sker i kombination med en split och till vilken andel aktierna ska dras in.²²

För att inlösenprogrammet ska gå igenom krävs ett tillstånd från Bolagsverket som innan beslutet måste kontrollera att det inte finns någon borgenär som motsätter sig bolagets aktieinlösen. Skulle det vara så, kan tvisten tas upp i domstol eller så kan bolaget om det så vill, först betala sin skuld till borgenären eller på något annat sätt säkerställa dennes fordringar.²³

2.2.2 Ur aktieägarens perspektiv

För att tydligare förklara hur aktieinlösenförfarandet ser ut ur ägarens perspektiv illustrerar vi det med hjälp av följande fiktiva exempel:²⁴

¹⁹ Sveriges Rikes Lag, *Aktiebolagslagen* (2006), Kap. 20, 2§.

²⁰ Sveriges Rikes Lag, *Aktiebolagslagen* (2006), Kap. 20, 3-5 §§.

²¹ Sveriges Rikes Lag, *Aktiebolagslagen* (2006), Kap. 20, 7§.

²² Sveriges Rikes Lag, *Aktiebolagslagen* (2006), Kap. 20, 9§.

²³ Sveriges Rikes Lag, *Aktiebolagslagen* (2006), Kap. 20, 27§.

²⁴ Poolia, *Inlösen av aktier i Poolia AB*, websida.

Vi antar att styrelsen för Active Biotech den 5 maj 2006 beslutade att genomföra aktieinlösen och aktuella aktiekursen för den dagen är 79 kr. Styrelsen beslutade att lösa in var fjärde aktie och för varje aktie som löses in får aktieägaren 85 kr, alltså en premie på 6 kr per aktie. Alla aktieägare kommer att erhålla en inlösenrätt för varje aktie de äger:

En aktieägare har 320 Active Biotech aktier 9 maj 2006,



Aktieägaren erhåller 320 inlösenrätter 11 maj 2006,



Här finns möjligheten att använda inlösenrätterna för inlösen av aktier eller sälja inlösenrätterna,



Aktieinlösen

Aktieägaren kan använda alla inlösenrätter och lösa in 80 aktier. Det finns 240 aktier kvar och aktieägaren kommer att erhålla 6 800 kr i kontanter.



Avyttring av inlösenrätt

Active Biotechs inlösenrätter kan användas fram tills 25 maj. Efter denna tidpunkt har de förlorat sitt tidsvärde. Om aktieägaren bestämmer sig för att inte utnyttja sina inlösenrätter har aktieägaren kvar 320 aktier. Inlösenrätterna kan antingen säljas genom en bank eller någon annan finansiell institution.

I ovanstående tillvägagångssätt hanteras alla inlösenrätter på samma sätt, antingen genom det första eller det andra alternativet. Ett tredje alternativ är att endast utnyttja en del av inlösenrätterna och sälja resterande eller att köpa ännu fler. Detta är antagligen det vanligaste tillvägagångssättet då de flesta ägare med största sannolikhet har ett ojämnt antal

aktier i sitt innehav i förhållande till aktuellt inlösenratio. Till exempel kan aktieägaren då köpa de inlösenrätter som fattas för att få möjligheten att lösa in ytterligare aktier.²⁵

2.3 Skatteegenskaper

Aktieinlösen brukar betraktas som ett alternativ till utdelning då båda är ett sätt som kan användas för att föra över kapital till aktieägare. Av denna anledning är det viktigt att undersöka vilka skillnader som finns mellan dem ur ett skatteperspektiv. För att förtydliga dessa går vi först igenom utdelning och som sist inlösen av aktier.

2.3.1 Utdelning

Aktiebolag är ett skattesubjekt och aktieägare måste skatta för mottagen utdelning vilket leder till att båda parter är skatteskyldiga. Då aktiebolag först betalar 28 % skatt på sin vinst och sedan aktieägaren ytterligare beskattas med 30 % av utdelningsbeloppet är utdelningen, för aktieägaren, ”offer” för dubbelbeskattning.²⁶ Den sammanlagda skatten blir med andra ord hela 49,6 % (28 % + 0,3 x 72 %).²⁷ Dubbelbeskattningen är något som i vissa situationer kan undvikas²⁸, men då det handlar om tyngre juridiska aspekter låter vi bli att gå in på detta här. Vad som däremot kan sänka den dubbelbeskattning som sker är återköp av aktier och inlösen av aktier.

2.3.2 Inlösen av aktier

När en ägare löser in sina aktier i ett bolag anses de som avyttrande aktier och därför betraktas de skattemässigt på samma sätt.²⁹ Kapitalvinst eller -förlust ska beräknas och

²⁵ Poolia, *Inlösen av aktier i Poolia AB*, websida.

²⁶ Sveriges Rikes Lag, *Inkomstskattelag* (2006), Kap. 65, 14§.

²⁷ Lodin Sven-Olof, *Inkomstskatt – en läro- och handbok i skatterätt*, Del 2, (2005).

²⁸ Ibid.

²⁹ Sveriges Rikes Lag, *Inkomstskattelag* (2006), Kap. 44, 3§.

dessa anses vara skillnaden mellan ersättningen av den avyttrade tillgången *minskat* med omkostnader och utgifter som uppkommer vid avyttringsprocessen.³⁰ Skattesatsen vid försäljning av aktier med kapitalvinst är 30 %.³¹ Därefter måste aktieägaren även skatta för försäljningen av inlösenrätter om det uppstår en kapitalvinst.³² Sen ska avdrag för anskaffningsutgifter göras för de utnyttjade inlösenrätterna.³³ Slutligen ska anskaffningsutgifterna delas upp på aktier respektive inlösenrätter.³⁴ För att skapa en bättre förståelse försöker vi med ett exempel på beskattning av inlösen:³⁵

Vid bolagsstämman den 12 februari 2006 har Avanza beslutat att fyra inlösenrätter ger rättighet till inlösen av en aktie. Bolaget har bestämt ett inlösenbelopp på 200 kr och vi antar att anskaffningsutgiften för en aktie var 100 kr. Den lägsta betalda kursen den aktuella dagen var 110 kr för aktien och medianen av den lägsta kursen av inlösenrätten var 8,80 kr. Anskaffningsutgifterna delas upp på 8 % (8,8 kr/110 kr) till inlösenrätt och resterande 92 % till aktien. Detta innebär alltså att 8 kr av anskaffningsutgifterna tilldelas inlösenrätten och 92 kr till aktien.

Den totala anskaffningsutgiften blir $4 \times 8 \text{ kr} + 92 \text{ kr} = 124 \text{ kr}$.

Vinsten före skatt blir $200 \text{ kr} - 124 \text{ kr} = 76 \text{ kr}$.

Skattebeloppet blir $76 \text{ kr} * 30 \% = 22,8 \text{ kr}$.

Om inlösenrätt säljs ska 8 kr dras av.

³⁰ Sveriges Rikes Lag, *Inkomstskattelag* (2006), Kap. 44, 13§.

³¹ Sveriges Rikes Lag, *Inkomstskattelag* (2006), Kap. 65, 7§.

³² Sveriges Rikes Lag, *Inkomstskattelag* (2006), Kap. 44, 3§.

³³ Sveriges Rikes Lag, *Inkomstskattelag* (2006), Kap. 44, 13§.

³⁴ Skatteverket, *Handledning för beskattning av inkomst och förmögenhet m.m. vid 2006 års taxering*, websida.

³⁵ Exemplet är baserat på Skatteverkets information om inlösen av aktier i AB Custos, 2004.

2.4 Vem tjänar på aktieinlösen?

För att få svar på denna fråga tog vi kontakt med Magnus Berglund, Vice President, Project leader, Corporate Finance på Svenska Handelsbanken. Detta kan sammanfattas följande:

För aktieägare är inlösen bättre än en utdelning eftersom värdeöverföringen beskattas som försäljning och kan kvittas mot förluster samt att anskaffningskostnaden avräknas. Investmentbolag beskattas för utdelning om de inte vidareutdelar motsvarande 80 % av mottagna utdelningar (till sina egna aktieägare), men behöver däremot inte skatta för reavinster. Av den anledningen föredrar även investmentbolag utdelning framför återköp. Institutioner som t.ex. fondbolag, AP-fonder, försäkringsbolag med flera är helt skattebefriade varför det är egalt för dem om inlösen inträffar eller inte.

För aktieägare som inte är skatterättsligt hemmahörande i Sverige betraktas utbetalningar vid nedsättning av aktiekapitalet genom inlösen som utdelning, vilket medför att svensk kupongskatt om 30 procent normalt utgår på hela inlösenlikviden.

3 Hypoteser

I detta kapitel går vi först igenom de faktorer som ska undersökas och därefter beskriver vi förhållandet mellan faktorerna och aktieinlösen. Slutligen sätter vi upp de hypoteser som ställs upp i undersökningen.

3.1 Val av undersökningsfaktorer

Som vi konstaterade i avsnittet 2.1 *Inlösen vs. Återköp* är inlösen till sin natur lik återköp på flera sätt. Därför tycker vi att det är relevant att undersöka några av de faktorer som tidigare studerats i forskning om just återköp. De faktorer vi har testat är *storleken på kassan, kassaflödet, förhållandet mellan marknadsvärde och bokfört värde, storleken på bolagets totala tillgångar, andelen räntebärande skulder av totalt kapital, storleken på ordinarie utdelningar* och till sist *ägarstrukturen*. Exakt hur vi räknar ut dessa värden finns i metodkapitlet under rubriken 4.4.1 *Våra oberoende variabler*. De sex första återfinns i Amy K. Dittmars (2000)³⁶ undersökning om vilka bolag som använder sig utav återköp av aktier.

En av de faktorer vi valt att bortse ifrån är hur mängden och storleken på optionsprogram ett bolag använder sig utav som incitament till ledningen påverkar storleken på aktieåterköp. Dittmars tes byggde på att den utspädning som uppstår vid inlösen av optioner kan förhindras genom att först förvärva aktier i det egna bolaget som sedan delas ut. Att även inlösen skulle användas i detta syfte skulle vara ologiskt då det innebär en mer omständlig process. De två återstående variablerna, *ryktesspridning om uppköp* och *avkastning* tar vi inte heller upp då mätningen av dessa är för tidskrävande för att hinna med under denna tidsram.

³⁶ Dittmar, Amy K., *Why Do Firms Repurchase Stock?* (2000), *Journal of Business*, Vol. 73, No. 3.

Dock har vi valt att ta med ytterligare en variabel som inte är lika tidskrävande för att ta fram relevanta värden för vår analys. Denna är bolagets ägarstruktur.

3.1.1 Likvida medel

Då aktieinlösen är en form av specialutdelning bör storleken på de likvida medlen spela roll för hur stor inlösen blir. Dessutom är likvida medel en av de faktorer som vägs in vid en värdering av uppköpskandidater.³⁷ Då en stor kassa ökar sannolikheten för ett fientligt uppköp bör den minska på ett eller annat sätt, vilket bland annat kan göras genom aktieinlösen. Denna variabel har även varit signifikant i tidigare undersökningar om återköp vilket vi tycker är relevant även i fallet inlösen.³⁸

H_0 : Mängden likvida medel påverkar ej storleken på aktieinlösen.

H_1 : En större mängd likvida medel påverkar storleken på aktieinlösen positivt.

3.1.2 Kassaflöde

En annan faktor som även vägs in vid värderingen av ett bolag är dess kassaflöde.³⁹ Precis som i föregående argument om likvida medel, ökar ett stort och stabilt kassaflöde sannolikheten för att bolaget kan bli uppköpt. Evans et al. (2003) har hittat en relation mellan kassaflöde och återköp vilket vi tycker är intressant för denna undersökning.⁴⁰

H_0 : Kassaflödet påverkar ej storleken på aktieinlösen.

H_1 : Ett större kassaflöde påverkar storleken på aktieinlösen positivt.

³⁷ Olb, Lars, *Lönsamt hitta uppköpskandidat* (1990), Aktiespararen, Nr. 10.

³⁸ Dittmar, Amy K., *Why Do Firms Repurchase Stock?* (2000), Journal of Business, Vol. 73, No. 3.

³⁹ Olb, Lars, *Lönsamt hitta uppköpskandidat* (1990), Aktiespararen, Nr. 10.

⁴⁰ Evans, John P., Evans, Robert T. & Gentry, James A., *The decision to repurchase shares: A cash flow story* (2003), Journal of Business and Management, Vol. 9, No. 3.

3.1.3 Förhållandet mellan marknadsvärde och bokfört värde

Dittmar resonerar kring förhållandet mellan ett bolags marknadsvärde och dess bokförda värde och menar att risken för informationsasymmetri är större i små bolag än i större. Detta för att små bolag inte är lika bevakade av media och analytiker.⁴¹ En informationsasymmetri i ett bolag skulle kunna medföra att ledningen anser att bolagets aktie är undervärderad och därmed passa på att genomföra en aktieinlösen i samband med det lägre priset. Vi vill dock påpeka att i fallet med inlösen gäller detta endast i dem fall ett bolag vill reducera sitt aktiekapital med ett visst antal aktier och inte ett visst belopp.

H_0 : Kvoten påverkar ej storleken på aktieinlösen.

H_1 : En högre kvot påverkar storleken på aktieinlösen negativt.

3.1.4 Totala tillgångar

Storleken på bolaget är något som är av intresse då vi vill se om det är små eller stora bolag som utför aktieinlösen. Detta har vi gjort genom att mäta de totala tillgångarna ett bolag har. Här kan även samma tes som ovan nämnas. Vi tror att mindre bolag utnyttjar aktieinlösen i högre grad än större bolag på grund av informationsasymmetrin.⁴²

H_0 : Värdet på totala tillgångar påverkar ej storleken på aktieinlösen.

H_1 : Ett större värde på totala tillgångar påverkar storleken på aktieinlösen negativt.

⁴¹ Dittmar, Amy K., *Why Do Firms Repurchase Stock?* (2000), *Journal of Business*, Vol. 73, No. 3.

⁴² Ibid.

3.1.5 Skuldandel

I de svenska bolagen är den finansiella situationen i dagens läge unik, de är nästintill skuldfria och har därmed en låg skuldandel.⁴³ Enligt Opler & Titmans studie⁴⁴ strävar bolag efter att försöka uppnå en optimal skuldsättningsgrad och därför tycker vi att detta är intressant för vår studie. Genom att bolaget sänker aktiekapitalet via inlösen minskas eget kapital och skuldsättningsgraden ökar. Därmed har vi valt följande hypoteser:

H_0 : Skuldandelen påverkar ej storleken på aktieinlösen.

H_1 : En lägre skuldandel påverkar storleken på aktieinlösen positivt.

3.1.6 Utdelningar

I Sverige betraktas aktieinlösen som ett alternativ till utdelning⁴⁵ och båda är metoder som används för att föra över kapital till ägarna. År 2005 har antalet inlösenförfaranden ökat kraftigt som kan noteras i figur 1.1. Kan detta leda till att den ordinarie utdelningen minskar? Iså fall bör det finnas ett negativt samband mellan aktieinlösen och utdelning.

H_0 : Andelen utdelningar påverkar ej storleken på aktieinlösen.

H_1 : En högre andel utdelningar påverkar storleken på aktieinlösen negativt.

3.1.7 Ägarstruktur

Som vi konstaterade under rubriken 2.4 *Vem tjänar på aktieinlösen?* finns det vissa ägargrupper som gynnas skattemässigt utav aktieinlösen jämfört med utdelningar. När ett bolag vill genomföra aktieinlösen krävs två tredjedelars majoritet i en bolagsstämma för att förslaget ska gå igenom.⁴⁶ Detta innebär att ett bolag vars ägare till större delen består av

⁴³ Blecher, Simon, *Utdelningarna är låga!* (2006-02-09), Dagens Nyheter.

⁴⁴ Opler, Tim & Titman, Sheridan, *The debt-equity choice: An analysis of issuing firms* (2001), Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 36, No. 1.

⁴⁵ Berglund Magnus, *Svenska Handelsbanken - Vice President, Project leader*, Corporate Finance.

⁴⁶ Sveriges Rikes Lag, *Aktiebolagslagen* (2006), Kap. 20, 5§.

sådana som blir skattemässigt gynnade i ett inlösenförfarande, i högre utsträckning bör vara positivt inställda till inlösen.

H_0 : Andelen direkta investerare och investmentbanker påverkar ej storleken på aktieinlösen.

H_1 : Andelen direkta investerare och investmentbanker påverkar storleken på aktieinlösen positivt.

4 Metod

*H*är tar vi upp vilken typ av modell vi valt för att undersöka våra hypoteser. Vi kommer även att beskriva våra hypoteser närmare för att visa hur vi gått tillväga för att hitta den information som behövs för undersökningen. Vidare redogörs för vilket tillvägagångssätt vi använt oss av för att hitta bolag med och utan inlösen samt hur vi väljer att säkra undersökningens validitet.

4.1 Undersökningsmetod

Vi vill med vår uppsats skapa förståelse för några av de faktorer som kan motivera ett bolag till att genomföra aktieinlösen. Denna typ av forskning vill genom en deskriptiv ansats ge en bild av hur något i verkligheten ser ut istället för den normativa ansatsen som vill lösa ett problem och ge ett svar på hur något bör vara. Därför ser vi det som naturligt att välja en deskriptiv ansats för vårt arbete.

Vidare har vi även valt att arbeta enligt en deduktiv ansats där vi först studerat tidigare forskning och olika förfaranden kring inlösen. Detta används sedan som grund för våra hypoteser och vid vår analys av resultaten.

I och med att vår uppsatts till stor del bygger på hur Amy K. Dittmar gick tillväga i sin artikel om varför bolag återköper sina aktier⁴⁷ faller ovan nämnda ansatser naturligt för oss. Detta innebär att arbetet även kommer att ta sig ett kvantitativt tillvägagångssätt där vi med hjälp av statistiska metoder analyserar data. Ett kvalitativt förfarande skulle kunna användas där vi till exempel intervjuar representanter för bolag, men detta anser vi inte är tillräckligt objektivt samt skulle det ta alldeles för mycket tid i anspråk. Det skulle även finnas en stor osäkerhet angående möjligheten att få intervjua ”rätt” person i ett bolag. Med

⁴⁷ Dittmar, Amy K., *Why Do Firms Repurchase Stock?* (2000), *Journal of Business*, Vol. 73, No. 3.

rätt person menar vi någon som har tillräckligt stor insyn i verksamhetens strategier och beslut för vi att ska få så korrekta uppgifter som möjligt.

4.2 Val av undersökningsmodell

I föregående kapitel sammanställde vi de oberoende variablerna vi vill undersöka samt hypoteser för dessa. Modellen vi valt för att undersöka våra hypoteser är den så kallade Tobit-modellen vilken också kallas för "Model for limited dependent variables". Denna modell bygger på en multipel regression där vissa observationer förbjuds att ta vissa givna värden på den beroende variabeln. Vi återkommer med en närmare beskrivning av Tobit-modellen i avsnittet 4.3 *Hur fungerar Tobit-modellen?*.

Anledningen till att vi har valt just Tobit-modellen för vår undersökning, beror i grunden på att vi behöver en modell som tar hänsyn till flera oberoende variabler samtidigt i förhållande till en beroende variabel. För att lösa detta problem är en multipel regression nödvändig. Denna statistiska metod är ofta använd i samhällsvetenskapliga sammanhang för att göra estimationer, prediktioner och kausalanalyser,⁴⁸ vilket vi behöver då vi vill hitta en regression som predicerar hur stor inlösen ett bolag ska genomföra. Den regression vi söker kommer att bygga på följande struktur:

$$y = \alpha + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_n x_n \quad (4.1)$$

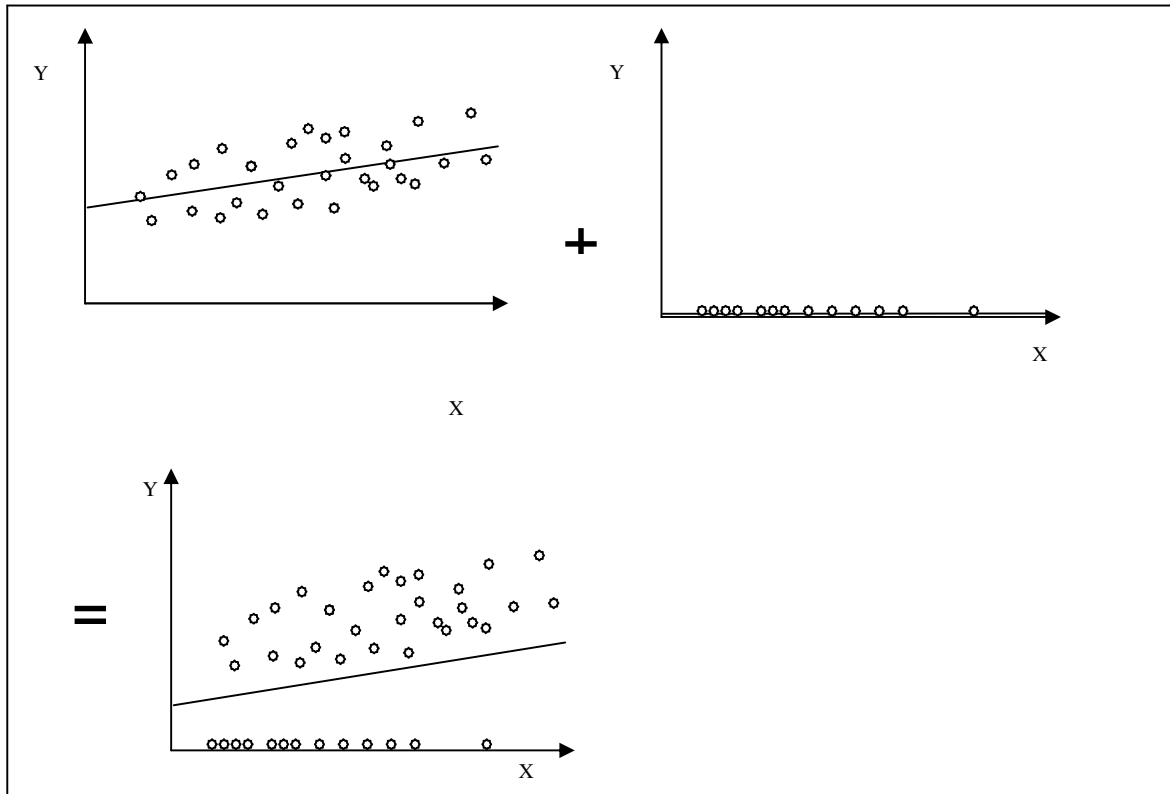
där n är antalet oberoende variabler:

$$n = 1, 2, \dots, +\infty$$

Vår modell måste även ta hänsyn till att vi i samma regression använder oss av både bolag som har genomfört inlösen samt sådana som inte genomfört någon. Skulle vi använda oss

⁴⁸ Allison, Paul D., *Multiple regression: A primer* (1999).

av en vanlig multipel regression för detta skulle en missvisande bild ges då den helt enkelt skulle ta medelvärden av två regressioner, den för bolag med inlösen och den utan inlösen.



Figur 4.1

Tittar vi på sista grafen i figuren ovan, kan vi observera att residualerna ligger långt ifrån den skattade linjen vilket skulle resultera i hög varians. Detta skulle kunna medföra att signifikansen sjunker. Lösningen på detta problem finns i Tobit-modellen som vi beskriver lite närmare nedan.

4.3 Hur fungerar Tobit-modellen?

Vi har fått uppfattningen att den målgrupp som denna uppsats riktar sig till inte har full insikt om hur Tobit-modellen fungerar då den inte är lika vanlig som många andra modeller. Därför ser vi det som relevant att här ge en kort introduktion till modellen för att öka förståelsen av vårt metodval.

I den klassiska linjära regressionen, OLS (ordinary least squares), är alla värden på y-axeln kända. Ibland finns det däremot tillfällen då en del av den data som är känd om den beroende variabeln, kan behöva justeras. Det kan handla om olika typer av störningar eller om det helt enkelt bara är intressant med en del av populationen⁴⁹ vilket brukar kallas för *censoring* och kan lösas på tre olika sätt, *censored regression*, *truncated regression* eller genom *Tobit-modellen* som bygger på den första.

4.3.1 Censored regression

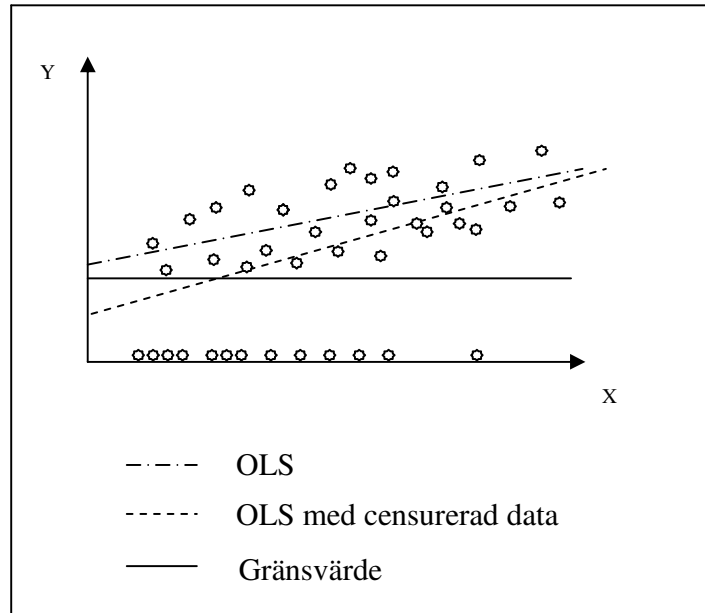
I denna regressionsmodell flyttas de observationer som ligger under ett visst gränsvärde⁵⁰ till ett värde på den beroende axeln som fastställs. Problemet med detta förfarande är att den skattade linjen ger en missvisande bild då den bygger på data som gör att lutningen på linjen ändras och interceptet genom y-axeln förskjuts.⁵¹ Om till exempel alla observationer under ett visst gränsvärde skulle erhålla värdet noll, riskeras att linjen ”dras ner” där koncentrationen av observationer på x-axeln är som störst (se *figur 4.2*). En fördel med denna modell är dock att populationen förblir oförändrad.⁵²

⁴⁹ Tobin, J., *Estimation of Relationships for Limited Dependent Variables* (1958), *Econometrica*, Vol. 26, No. 1.

⁵⁰ I dessa tre metoder kan även en övre gräns sättas, men då vi endast kommer att justera med en undre gräns för våra data väljer vi att endast behandla detta (all data över vårt gränsvärde är av intresse för oss).

⁵¹ Long, J. Scott., *Regression Models for Categorical and Limited Dependent Variables* (1997).

⁵² *Ibid.*



Figur 4.2

Detta kan också beskrivas som:

$$y_i = \begin{cases} y_i^* & \text{om } y_i^* > \tau \\ \tau_y & \text{om } y_i^* \leq \tau \end{cases} \quad (4.2)$$

där vi låter y^* vara en ocensurerad beroende variabel, τ ett gränsvärde vi bestämmer och τ_y det värde vi vill att den censurerade data ska ligga på.

4.3.2 Truncated regression

Då den förra regressionsmetoden flyttar observationer under ett visst gränsvärde till ett givet värde på den beroende axeln, tar denna regressionsmodell istället bara *bort* de observationer som ligger under ett gränsvärde. Detta leder till att populationen minskar vilket är till nackdel om det endast finns ett fåtal observationer. Förtydligat betyder det att de observationer som ligger under gränsvärdet försvinner både från x- och y-axeln, till skillnad från *censored regression*, där observationerna endast förlorar sitt värde på y-axeln.

Även här kommer lutningen på linjen som skattas samt intercept att påverkas, men i motgående riktning än i förra exemplet om *censored regression*.⁵³

Om vi skulle använda denna regression på våra data skulle det innebära att alla bolag som inte gjort någon inlösen och som ligger under vårt valda gränsvärde faller bort ur undersökningen. Alltså blir den skattade regressionslinjen byggd på information från en ofullständig mängd data.

4.3.3 Tobit-modellen

Denna modell, som kom att kallas Tobit, fick sitt ursprung ur en artikel skriven av James Tobin 1958⁵⁴ och är en vidareutveckling av modellerna *Probit* och *Logit*.⁵⁵ Där beskrivs relationen mellan den oberoende och beroende variabeln i situationer där populationen som ska undersökas och analyseras är begränsad på grund av *censoring*.⁵⁶

Den definition som används för Tobit-modellen är följande:

$$y_i^* = x_i\beta + \varepsilon_i \quad (4.3)$$

där ε_i är normalfördelad kring noll och har variansen σ^2 .

$$y_i = \begin{cases} y_i^* & \text{om } y_i^* > \tau \\ \tau_y & \text{om } y_i^* \leq \tau \end{cases} \quad (4.4)$$

Genom att kombinera ekvationerna (4.3) och (4.4) får vi fram följande ekvation,

⁵³ Long, J. Scott., *Regression Models for Categorical and Limited Dependent Variables* (1997).

⁵⁴ Tobin, J., *Estimation of Relationships for Limited Dependent Variables* (1958), *Econometrica*, Vol. 26, No. 1.

⁵⁵ Goldberger, A. S., *Econometric Theory* (1964).

⁵⁶ Long, J. Scott., *Regression Models for Categorical and Limited Dependent Variables* (1997).

$$y_i = \begin{cases} y_i^* = x_i\beta + \varepsilon_i & \text{om } y_i^* > \tau \\ \tau_y & \text{om } y_i^* \leq \tau \end{cases} \quad (4.5)$$

där y^* är en censurerad oberoende variabel, τ ett gränsvärde vi bestämmer och τ_y det värde vi vill att den censurerade data ska ligga på, som i vårt fall kommer att vara noll.⁵⁷ Anledningen till värdet noll är att detta beskriver den andel aktier ett bolag som inte utfört någon aktieinlösen har löst in; alltså noll.

Som vi ser är Tobit-modellen en *censored regression model* vilken censurerar de värden som ligger under ett givet gränsvärde. Det Tobit även gör är att ta hänsyn till hela mängden data samtidigt och vi får då en bättre skattning av det betavärde som vi söker. Följande ekvation visar hur Tobit analyserar data:⁵⁸

$$\ln L = \sum_{y_i > 0} -1/2 [\ln(2\pi) + \ln \sigma^2 + (y_i - x_i\beta)^2 / \sigma^2] + \sum_{y_i = 0} \ln[1 - \Phi(x_i\beta) / \sigma] \quad (4.6)$$

där den första delen av ekvationen analyserar observationerna $y_i > 0$ och den andra delen analyserar observationerna $y_i = 0$.⁵⁹ För att förstå hur denna modell fungerar på ett mer detaljerat plan rekommenderar vi er att läsa någon litteratur som studerat modellen närmare, till exempel "Limited-dependent and Qualitative variables in Econometrics" (Maddala, 1983).

⁵⁷ Long, J. Scott., *Regression Models for Categorical and Limited Dependent Variables* (1997).

⁵⁸ LeSage, James P., *Applied Econometrics using MATLAB* (1999).

⁵⁹ Long, J. Scott., *Regression Models for Categorical and Limited Dependent Variables* (1997).

4.4 Vår regression

De skattade betavärdena vi får genom Tobit placeras in i följande ekvation:

$$\begin{aligned} INL_{it} = & \beta_{0it} + \beta_1 LIKVM_{i(t-1)} + \beta_2 KF_{i(t-1)} + \beta_3 MVBV_{i(t-1)} \\ & + \beta_4 \ln TILLG_{i(t-1)} + \beta_5 SKULD_{i(t-1)} + \beta_6 UTD_{it} \\ & + \beta_7 \ddot{A}GARSTR_{i(t-1)} \end{aligned} \quad (4.7)$$

där i är det aktuella bolaget, t det aktuella inlösenåret och INL andelen aktieinlösen av totalt börsvärde i slutet av år $t-1$. β_0 är densamma som α i ovanstående multipla regression (4.1). Nedan visar vi hur vi har gått tillväga för att ta fram den information som behövs för de oberoende variablerna.

4.4.1 Våra oberoende variabler

Alla uppgifter vi använt oss av finns i årsredovisningar för respektive bolag och år. Vilken årsredovisning som blir aktuell framgår av t eller $t-1$ i (4.7) samt i nedanstående text.

Likvida medel (LIKVM)

Likvida medel har vi valt att definiera som andelen *kassa*, *bank* samt *kortfristiga placeringar*⁶⁰ av totalt kapital. Vi har använt oss av föregående års redovisningar, $t-1$, för att fastställa vilken likviditet ett bolag haft i slutet av bokslutsåret innan inlösenåret. Vid de tillfällen då bolagens definition på likvida medel inte stämt överens med vår, har vi själva plockat ut de värden vi behövt i respektive bolags balansräkning samt noterna till dessa.

Kassaflöde (KF)

Vi har använt oss av den färdiga kassaflödesanalysen som finns i bolagens årsredovisning. Nettokassaflödet från den operativa verksamheten samt investeringar är relevanta värden för vår undersökning. Vi valde att inte använda oss av det totala nettokassaflödet som även

⁶⁰ Maximalt tre månader, används av de flesta företagen som definition på kortfristiga placeringar.

innehåller kassaflöde från finansieringsaktiviteter såsom nyemissioner och utdelningar. Anledningen till detta är att vi har med utdelningen som en fristående variabel och inte vill ha med den ännu en gång. Då nyemissionen, precis som inlösen, förändrar aktiekapitalet väljer vi även bort detta. Även här använder vi kvoten av kassaflöde och totalt kapital.

Förhållandet mellan börsvärde och bokfört värde (MVBV)

När det varit möjligt har vi hämtat informationen från bolagens årsredovisningar. I de fall vi inte funnit aktiekurserna i respektive bolags årsredovisning har vi istället hämtat denna information ifrån Dagens Industri⁶¹. Börsvärdet tog vi fram med hjälp av aktiekursen från bokslutsdagen ($t-1$) multiplicerat med antalet aktier. Det bokförda värdet är antalet aktier multiplicerat med det nominella värdet per aktie. I vår modell använder vi förhållandet mellan marknadsvärdet och det bokförda värdet.

Totala tillgångar (lnTILLG)

Värdet på de totala tillgångarna har hämtats ifrån balansräkningen för respektive år ($t-1$) och sedan logaritmerats för att minska skillnaderna mellan största och minsta bolag.

Skuldandel (SKULD)

Denna variabel definierar vi som *räntebärande skulder dividerat med totalt kapital* och uppgifterna är hämtade från bokslutet året innan inlösenförfarandet ($t-1$). Räntebärande skulder presenteras ofta sammanställda i årsredovisningarna, antingen i en not eller i förvaltningsberättelsen, men i de fall där denna sammanställning inte funnits har värdena hämtats ur balansräkningen.

Utdelningar (UTD)

För att ta reda på utdelningen som skedde samma år som inlösen används årsredovisningen det aktuella året, t . Undantaget är år 2006, där vi endast har tillgång till prospekten om föreslagna utdelningar från styrelsen. Utdelningen har sedan dividerats med bolagets totala börsvärde för att få en relativ utdelningsnivå som ska vara jämförbar mellan bolagen.

⁶¹ <http://www.di.se>.

Ägarstruktur (ÄGARSTR)

Med hjälp av böckerna *Ägarna och makten*⁶² har vi skiljt institutioner⁶³ och bolagssfärer⁶⁴ ifrån den ägargrupp som vi funnit skattemässigt gynnad av aktieinlösen jämfört med vanlig utdelning. *Ägarna och makten* ges ut årligen och listar de 25 största ägarna i alla börsnoterade bolag i Sverige. Vi använde oss av boken från året innan respektive bolags aktieinlösen ($t-1$) för att försöka fastställa ägarstrukturen när förslaget om inlösen uppkom. Vi summerade ihop röstandelen av *privata investerare, aktiebolag, investmentbolag* samt de *övriga* utöver de 25 största ägarna. Dessa är alltså den grupp vi anser vara skattemässigt gynnade av aktieinlösen. Vi antar att de ägare som befinner sig utanför gruppen ”25 största ägarna” till huvuddelen består av privata placerare, som alltså även dem drar fördel av inlösen.

4.5 Urval

Populationen som ska undersökas består av bolag som är noterade på Stockholmsbörsen någon gång mellan åren 1997 och 2006. Det finns bolag som utfört aktieinlösen även innan 1997, men då årsredovisningarna från dessa är svåra att få tag i har vi valt att bortse från dem. De inlösenbolag som undersöks år 2006 är endast i en ”prospektfas” och har alltså inte ännu genomfört aktieinlösen detta år. Vi anser dock att dessa bolag ändå utgör en del av den population vi vill undersöka då inte ett enda av de prospekt vi kommit över från tidigare år inte resulterat i inlösen. Skulle det vara så att inlösenförslaget inte gått igenom, spelar inte detta någon roll då det är motiven till inlösen vi är intresserade av, inte om ledningens förslag till aktieinlösen gick igenom på bolagsstämman eller ej.

⁶² *Ägarna och makten*, mellan åren 1996-1999 och 2002-2005. Se källförteckning för att se författare för respektive år.

⁶³ Pensionsfonder, fondbolag, AP-fonder, försäkringsbolag, stiftelser, föreningar, staten, banker som har aktieinnehav i publika bolag.

⁶⁴ Vårt antagande bygger på att företagssfärer till största delen består av institutioner och därför utesluts även dessa.

Vi behöver två typer av bolag:

- de som har genomfört aktieinlösen
- de som inte har genomfört aktieinlösen

4.5.1 Bolag som har genomfört aktieinlösen

De bolag som utfört aktieinlösen har vi hittat genom att använda sökmotorn Google⁶⁵, OMX hemsida⁶⁶ samt Skatteverkets⁶⁷ och Handelsbankens⁶⁸ listor över bolag som genomfört inlösen. Handelsbankens listor har vi fått tillgång till, efter att ha varit i kontakt med dem per e-post. Det krav vi ställt på bolagen är att den inlösen som genomförs ska anses vara en specialutdelning, med andra ord ett återförande av kapital till aktieägarna. Denna utdelning ska dessutom betalas ut i kontanter och inte annan egendom som till exempel aktier.

4.5.2 Bolag som inte har genomfört aktieinlösen

För varje bolag som har genomfört aktieinlösen behöver vi ett ”motbolag” som inte har använt sig utav det. Vad som är viktigt att tänka på när vi väljer dessa bolag, bortsett från aktieinlösen och de variabler vi vill mäta, är att dessa ska vara så lika som möjligt, annars riskerar vi ett resultat som inte är korrekt. När vi har letat efter dessa bolag har vi valt att göra detta med hjälp utav följande kriterier:

Bolaget ska (samma år som ”inlösenbolaget”)

1. vara verksamt i samma eller närmast möjliga bransch⁶⁹

och

2. ha ett totalt börsvärde där storleken på dessa är så lika som möjligt

⁶⁵ <http://www.google.se>.

⁶⁶ OMX-gruppen, Stockholmsbörsen.

⁶⁷ Skatteverket, *Inlösen och återköp*, 1996-2005

⁶⁸ Rubin, Joakim, Handelsbanken – Capital Markets, Corporate finance. Se Bilaga 1.

⁶⁹ Branschindelning enligt Affärsvärlden respektive år.

Det har ibland varit svårt att matcha ett bra motbolag då det i vissa branscher inte finns många bolag som samtidigt är noterade på Stockholmsbörsen. Vi vill förtydliga att i de fall ett bolag har genomfört aktieinlösen mer än en gång har vi fortfarande följt samma princip när vi letat efter det ”motbolag” som inte använt sig av inlösen.

4.6 Säkring av reliabilitet och validitet

Reliabiliteten i denna undersökning anser vi vara god då vi försökt vara så noggranna som möjligt vid inmatning av data. De gånger vi blivit osäkra på något har vi gått tillbaka och kontrollerat att våra värden stämmer och dubbelräknat om så har fordrats.

När vi tagit fram data för vår undersökning har vi valt att själva räkna ut så många värden som möjligt. Vi har med andra ord inte förlitat oss på ”färdigräknade” nyckeltal. Detta tillvägagångssätt har vi valt för att minska risken för felaktig data som kan störa våra resultat.

5 Resultat

I detta kapitel redovisas de utfall vårt Tobit-test resulterat i. Vi går igenom varje variabel samt dess hypoteser och konstaterar ifall dessa ska förkastas eller ej.

5.1 Sammanfattning av resultatet

Testet visar att vi fick en signifikant variabel av de sju som undersökts. Vi hittade en positiv relation mellan *likvida medel* och aktieinlösen. Däremot fann vi inget samband som kan styrkas statistiskt för de övriga variablerna, då vi använder ett 95-procentigt konfidensintervall. Om vi däremot tillämpat 90-procentigt konfidensintervall hade vi även kunnat förkasta nollhypotesen för variabeln *skuldandel*.

LIKVM	KF	MVBV	InTILLG	SKULD	UTD	ÄGARSTR	R ²
0,396 (0,03)	-0,136 (0,43)	0,000 (1,00)	0,013 (0,38)	-0,217 (0,09)	1,281 (1,00)	-0,043 (0,63)	0,97

Tabell 5.1, Siffrorna visar värdet på β -koefficienten och signifikanser inom parentes

Förklaringsgraden som är ett mått på sambandet mellan aktieinlösen och de undersökta variablerna hamnar i vårt test på höga 97 % vilket är ett orealistiskt högt värde. En alldeles för hög förklaringsgrad kan dock betyda att vi använt oss av fel variabler i undersökningen samt vara en indikation på dåliga signifikanser.⁷⁰

Nedan presenteras alla variabler steg för steg. Vi tar endast med diagrammet på den variabel som blev signifikant. Resterande diagram hittas i *Bilaga 2*.

⁷⁰ Allison, Paul D., *Multiple regression: A primer* (1999).

5.1.1 Likvida medel

Resultatet visar att vi kan styrka hypotesen H_1 : *En större mängd likvida medel påverkar storleken på aktieinlösen positivt* och därmed förkasta nollhypotesen H_0 : *Mängden likvida medel påverkar ej storleken på aktieinlösen*. Detta innebär att ju större kassa ett bolag har, desto högre aktieinlösen utför det.

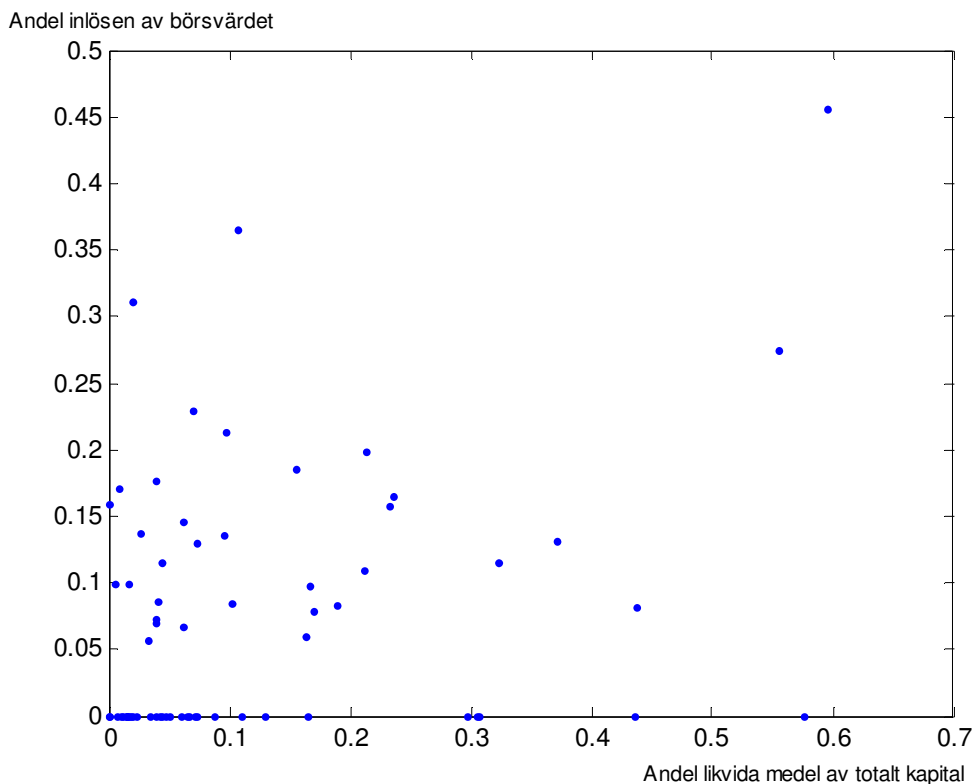


Diagram 5.1 – Likvida medel/aktieinlösen

5.1.2 Kassaflöde

Resultatet visar att vi inte kan styrka H_1 : *Ett större kassaflöde påverkar storleken på aktieinlösen positivt* eller förkasta nollhypotesen H_0 : *Kassaflödet påverkar ej storleken på aktieinlösen*. Vi kan inte dra någon slutsats om att kassaflödets storlek påverkar storleken på bolagets aktieinlösen.

5.1.3 Förhållandet mellan marknadsvärde och bokfört värde

Resultatet visar att vi inte kan styrka H_1 : En högre kvot påverkar storleken på aktieinlösen negativt eller förkasta nollhypotesen H_0 : Kvoten påverkar ej storleken på aktieinlösen.

5.1.4 Totala tillgångar

Resultatet visar att vi inte kan styrka hypotesen H_1 : *Ett större värde på totala tillgångar påverkar storleken på aktieinlösen negativt* eller förkasta nollhypotesen H_0 : *Värdet på totala tillgångar påverkar ej storleken på aktieinlösen*. Därmed kan vi inte heller styrka att mindre bolag utnyttjar aktieinlösen i högre grad än större bolag.

5.1.5 Skuldandel

Resultatet visar att vi inte kan styrka H_1 : *En lägre skuldandel påverkar storleken på aktieinlösen positivt* eller förkasta nollhypotesen H_0 : *Skuldandelen påverkar ej storleken på aktieinlösen*.

5.1.6 Utdelningar

Resultatet visar att vi inte kan styrka H_1 : *En högre andel utdelningar påverkar storleken på aktieinlösen negativt* eller förkasta nollhypotesen H_0 : *Andelen utdelningar påverkar ej storleken på aktieinlösen*.

5.1.7 Ägarstruktur

Resultatet visar att vi inte kan styrka H_1 : *Andelen direkta investerare och investmentbanker påverkar storleken på aktieinlösen positivt* eller förkasta nollhypotesen H_0 : *Andelen direkta investerare och investmentbanker påverkar ej storleken på aktieinlösen*.

6 Analys

*V*årt sjätte kapitel börjar med en diskussion om den signifikanta variabeln och utifrån fyra olika perspektiv försöka svara på varför inlösen har ett samband med likvida medel. Vidare kommer en analys av varför endast en variabel blev signifikant.

6.1 Inledning

Då Dittmars undersökning om återköp visade att fyra variabler är signifikanta, finner vi att det kan finnas en del olika anledningar till att vår undersökning endast resulterade i en (1) signifikant variabel. Nedan kommer vi att steg för steg gå igenom ett antal möjliga anledningar till det aktuella resultatet. Den signifikanta variabeln ger vi en mer djupgående analys medan de variabler som inte är signifikanta analyseras tillsammans.

6.2 Likvida medel – den signifikanta variabeln

Det är konstaterat att nollhypotesen H_0 : *Mängden likvida medel påverkar ej storleken på aktieinlösen* förkastas och vår hypotes styrks. Resultatet väcker därmed följande fråga:

- *Vilka är orsakerna till att inlösen påverkas av storleken på kassan?*

De anledningar som vi finner troliga är att uppköpsrisken minskar då en del av kassan avyttras och att bolagen anser att de inte kan investera kapitalet bättre än ägarna själva. Det här kan alltså innebära att aktieinlösen används som ett verktyg för att värja sig mot ett fientligt uppköp. Alternativ för investering och uppköp av andra företag kan vara att dela ut kapital till sina aktieägare. Vi kan inte förutsätta att det finns en relation mellan ordinarie

utdelning och aktieinlösen men däremot kan vi konstatera att aktieinlösen är ett komplement till utdelning som är gynnsam för vissa ägare ur skattehänsyn.

För att förklara detta fenomen närmare har vi försökt att behandla det utifrån följande synvinklar:

- Inlösen­cykel – ett makroperspektiv
- Bolagets livscykel – ett mikroperspektiv
- Bankinflytande
- Trender

6.2.1 Inlösen­cykel ur ett makroperspektiv

Vi har tidigare nämnt att svenska bolag haft en stark ekonomisk tillväxtperiod under 2000-talets början. Under denna tid har bolagens kassor successivt fyllts på samt framtidsutsikterna stabiliserats. Det är här vi anser att en inlösen­cykel skulle kunna ta sin början. Vi antar att det råder en konjunkturuppgång och bolag återinvesterar sina vinster i den egna verksamheten. Om denna tillväxt visar sig vara tillräckligt stark och långvarig kommer detta att resultera i en generell ökning av likvida medel. Då aktieägarna vill ha avkastning på sina investerade pengar känner ledningen press på att förvalta kassorna på rätt sätt. Antingen återinvesteras kapitalet eller delas ut på ett eller annat sätt. Poängen här är att efter en stark tillväxtfas följer en våg av inlösen. Hur bra detta resonemang stämmer överens med framtiden kan vi inte yttra oss om då vi endast bevittnat den första av dessa konjunkturtoppar där aktieinlösen är inblandat. Det hade dock varit intressant att följa hur framtida konjunkturer samverkar med inlösenförfaranden för att få en klarare bild.

6.2.2 Ett bolags livscykel och inlösen

Ovanstående resonemang tycker vi även kan tillämpas på det enskilda bolaget, men här ersätter vi konjunkturcykeln till ett bolags egna livscykel. När mognadsstadiet är uppnått efter en period av tillväxt används aktieinlösen för att dela ut de likvida medel som inte längre återinvesteras.

6.2.3 Bankinflytande

Vårt urval av bolag som denna undersökning grundas på, består som bekant av 68 stycken. I majoriteten av fallen inlösenbolag har SHB varit rådgivare och handläggare under själva inlösenförfarandet.⁷¹ Vi tror att detta kan vara en anledning till att just denna enda variabel fick utslag i våra resultat.

Precis som varje analytiker har sin förklaring till börsens upp- och nedgångar har även banker olika sätt att värdera sina objekt på. Kanske är det så att SHB av någon anledning värderar just storleken på likvida medel som mer avgörande, när det gäller att bedöma hur olika bolag bör handskas med aktieinlösen. Detta innebär att om en annan bank hade varit rådgivare till majoriteten av vårt urval, kunde en annan variabel ha blivit signifikant.

6.2.4 Trender

Vi inledde denna uppsats med att tala om aktieinlösen i Sverige som en trend från USA och Storbritannien. Nationellt kan orsakerna till inlösen även röra sig om trender. Kanske är det så att just nu tycker bolagen att storleken på likvida medel är det som är mest betydelsefullt när det gäller att bedöma om aktieinlösen ska genomföras eller ej. Om några år kan detta vara ändrat och istället kanske bolagen strävar efter den optimala skuldsättningsgraden med hjälp av inlösen.

6.3 Ickesignifikanta variabler

Sex av våra sju variabler blev icke signifikanta och därför vill vi här gå igenom några eventuella faktorer som kan ha orsakat detta.

⁷¹ Froste, Kalle, *SHB står för det smartaste utdelningsupplägget*, Affärsvärlden (05-02-09).

6.3.1 För få bolag

Vår undersökning baseras på 68 bolag varav hälften utfört aktieinlösen. Det kan vara så att det ickesignifikanta resultatet beror på att vi haft för få undersökningsobjekt. Jämförelsevis kan vi se på Dittmars undersökning, där hon använt sig av flera tusen bolag. Förklaringen till varför vi inte har fler bolag är väldigt enkel, nämligen att det inte finns fler bolag som under den valda tidsperioden utfört aktieinlösen. Möjligheten finns att om vi haft fler bolag hade resultatet sett annorlunda ut. För att utöka antalet observationer skulle vi kunna sträcka undersökningen längre bak i tiden. Detta har dock begränsats av olika faktorer, dels på grund av brist på information om inlösen samt svårighet att få tag på äldre årsredovisningar. Ett alternativ för att utöka antalet objekt hade varit att undersöka alla sorters inlösen och inte bara de som betraktas som specialutdelningar, det vill säga vår avgränsning. Kanske är Stockholmsbörsen inte en tillräckligt stor marknad för den här typen av undersökning och en utvidgning till nordens alla börser hade hjälpt.

6.3.2 Tidsaspekten

I och med att det är så få bolag som utför aktieinlösen varje år under den valda tidsperioden, har vi varit tvungna att använda alla observationer i samma regression. Det medför risken att om faktorer som leder till inlösen förändras över tid, blir därmed det slutgiltiga resultat inte lika korrekt. Om vi skulle ta fram en regression för varje år hade vi klart kunna se hur de enskilda variablerna påverkas och förändras över tiden och därmed utröna om det fanns några trender som vi talade om i avsnittet *6.2.4 Trender*.

På samma sätt skulle vi kunna överföra ovanstående resonemang vad gällande branschindelning. Genom att det kanske finns skillnader även mellan olika branscher över tid och eftersom vi har betraktat hela vårt urval som en homogen grupp, försvinner skillnaderna genom att eventuella karaktärsdrag suddas ut.

6.3.3 Fel val av variabler

I följande illustration visas hur fel kan ha uppstått vid våra val av tillvägagångssätt och när vi definierat variablerna.

<u>MÖJLIGHET</u>	<u>VAL</u>	
1. Väljer variabel A, B eller C	—————>	A
2. Väljer uträkningsätt, 1,2 eller 3, för vald variabel	—————>	1
3. Systematiskt fel vid inmatning av data		

Resultat: Variabel A med uträkningsätt 1 och eventuellt systematiskt inmatningsfel.

Det kan vara så att den valda variabeln *A* inte alls har någon betydelse för att ett bolag ska utföra aktieinlösen, utan istället skulle variabel *B* eller *C* ha valts. Sex av variablerna är de samma som Dittmar använt i sin undersökning, varav totala tillgångar, kassaflöde samt skuldandel var signifikanta⁷². Vi har då antagit att även dessa variabler skulle vara påverkande vid inlösen. Möjligheten finns att beslutet om inlösen grundas på andra faktorer än de vid återköp.

Om vi antar att vi trots allt valt rätt variabel kan vi istället valt fel sätt att definiera och mäta variabeln på. Till exempel valde vi att mäta utdelningen i förhållande till bolagets börsvärde. Ett annat tillvägagångssätt kan tänkas vara att mäta utdelningen i förhållande till bolagets totala kapital eller föregående års utdelning.

En tredje möjlig orsak till det aktuella resultatet är att systematiska fel kan ha begåtts vid inmatning av data till de valda variablerna. Även om vi valt rätt variabel och rätt metod kan vi på ett omedvetet plan ha begått systematiska fel som saboterat resultatet. Det verkar dock högst osannolikt att detta skett hos alla sex variabler.

⁷² Dittmar, Amy K., *Why Do Firms Repurchase Stock?* (2000), *Journal of Business*, Vol. 73, No. 3

6.3.4 Inga gemensamma variabler

Vi ser ytterligare en möjlighet till det låga antalet signifikanta variabler. Det kan helt enkelt vara så att de beslut som fattas för inlösen grundas på fakta vilka är unika för varje bolag. Vad vi menar med unika fakta i detta fall är att beslutsfattarna i bolagen påverkas av omständigheterna just vid tillfället då beslutet togs. Om detta sker i varje bolag i vårt urval skulle det alltså finnas minst 34 olika orsaker till varför de utfört aktieinlösen. Därmed går det inte att försöka predicera framtida beslut om inlösen eftersom bolagen inte har några gemensamma nämnare.

Detta resonemang kan hänga ihop med antalet observationer vi har i vårt urval. Ju färre observationer desto större blir problemet att hitta gemensamma variabler att mäta. Men detta förutsätter som sagt att dessa variabler faktiskt finns.

7 Slutdiskussion

Slutligen avser vi att lägga fram och diskutera våra slutsatser kring våra resultat samt försöka väcka ett intresse för framtida forskning.

7.1 Slutsats

Vi inledde denna studie med en frågeställning om vilka faktorer som leder ett bolag till att genomföra aktieinlösen. Detta har nu resulterat i att vi, baserat på historiska data, kan konstatera att storleken på likvida medel påverkar hur stor andel aktier som ett bolag löser in. Dock anser vi att ett beslut om aktieinlösen är ett komplext sådant som både innebär en övervägning av hur det fria kapitalet ska disponeras samt hur kapitalstrukturen bör förändras. Inför viktiga beslut är det naturligt att hänsyn tas till många olika aspekter av omständigheter och problem och därför tycker vi att det är orimligt att ett sådant beslut som aktieinlösen kräver, endast baseras på en enda variabel.

När vi kommer in på anledningen till varför vi endast fick en signifikant variabel anser vi att detta främst beror på att vårt urval var för litet. Varje företag är unikt och om det ska vara möjligt att hitta några samband krävs många fler observationer. Vi hade gärna sett att vårt urval istället bestod av minst det tiodubbla antalet, för att på så sätt öka signifikanserna.

Vår förhoppning och resultatvision var från början att flera signifikanser skulle åstadkommas och vår regression användas av bland annat investerare för att ge goda prediktioner av aktieinlösen. Dessa ambitioner vet vi har varit högt ställda och svåra, om alls möjliga, att uppnå. Vilka konsekvenser vår studie får i framtiden får tiden utvisa, men vi hoppas att den kan ge en indikation på hur framtida studier om aktieinlösen bör, eller inte bör, genomföras.

7.2 Förslag till vidare forskning

Allt eftersom denna studie fortgått har en del nya frågor uppkommit. Vi vill här ge några förslag på vad vi tycker kan vara intressant att undersöka för att på så sätt ge en mer komplett bild av aktieinlösen som fenomen.

- En studie som belyser hur ledning och aktieägare ser på inlösen som verktyg. Till vad används det till enligt ledningen? Resultaten av deras svar skulle kunna jämföras med de inlösenprospekt som finns. Liknande uppsats finns kring återköp, men ej inlösen.⁷³
- Om aktieinlösen blir fortsatt populärt i framtiden bland fler och fler bolag finns då risken att det totala börsvärdet på marknaden minskas? Vad skulle detta få för konsekvenser?
- Denna studie vill endast visa vad bolagen gör, inte vad de *borde* göra. Vi vet alltså fortfarande inte att deras beslut att genomföra inlösen är ett bra eller rätt beslut. En undersökning som studerar bolagen över tid för att utröna om dessa bolag tog rätt beslut om inlösen hade varit intressant. I vilka fall har beslutet lett till en värdeökning för bolaget? Ett "Shareholder wealth maximization"-perspektiv?

⁷³ Egelstig, Lars & Starenhed, Petter, *Återköp av egna aktier* (2000), D-uppsats, Linköping Universitet.

Litteratur- och källförtäckning

Litteratur

Allison, Paul D., *Multiple regression: A primer* (1999), Pine Forge Press: California

Bell, Emma & Bryman, Alan, *Företagsekonomiska forskningsmetoder* (2003), s. 539-543, Liber: Slovenien.

Goldberger, A. S., *Econometric Theory* (1964), Wiley cop.: New York

Jonsson, Clase, *Inlösen och återköp – En analys med utgångspunkt från det aktiebolagsrättsliga kapitalskyddet* (1999), Gotab: Stockholm

Lodin Sven-Olof, *Inkomstskatt – en läro- och handbok i skatterätt, Del 2* (2005), Studentlitteratur: Lund

Long, J. Scott., *Regression Models for Categorical and Limited Dependent Variables* (1997), Sage cop.: Thousands Oaks, California

Ägarna och Makten:

Fristedt , Daniel & Sundqvist, Sven-Ivan, *Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag* (2004), SIS Ägarservice AB: Halmstad.

Fristedt , Daniel & Sundqvist, Sven-Ivan, *Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag* (2005), SIS Ägarservice AB: Halmstad.

Fristedt, Daniel, Sundin, Anneli & Sundqvist, Sven-Ivan, *Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag* (2003), SIS Ägarservice AB: Halmstad.

Sundin, Anneli & Sundqvist, Sven-Ivan, *Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag* (1996), DN Ägarservice AB: Halmstad.

Sundin, Anneli & Sundqvist, Sven-Ivan, *Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag* (1997), DN Ägarservice AB: Halmstad.

Sundin, Anneli & Sundqvist, Sven-Ivan, *Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag* (1998), DN Ägarservice AB: Halmstad.

Sundin, Anneli & Sundqvist, Sven-Ivan, *Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag* (1999), DN Ägarservice AB: Halmstad.

Artiklar

Blecher, Simon, *200 Miljarder som brinner i fickorna*, Affärsvärlden, (05-12-20).

Chan, Konan, Ikenberry, David, Lee, Inmoo, *Economic Sources of Gain in Stock Repurchases* (2004), Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 39, No. 3, s. 461-479

Dittmar, Amy K., *Why Do Firms Repurchase Stock?* (2000), Journal of Business, Vol. 73, No. 3, s. 331-355.

Evans, John P., Evans, Robert T. & Gentry, James A., *The decision to repurchase shares: A cash flow story* (2003), Journal of Business and Management, Vol. 9, No. 3, s. 99-123.

Froste, Kalle, *SHB står för det smartaste utdelningsupplägget*, Affärsvärlden (05-02-09), Artikel-ID: 6353175.

Huang Gow-cheng, Kartono Liano, & Herman Manakyan, *Market Reaction to Open Market Stock Repurchases and Industry Affiliation* (2003), Vol. 42, No. 1-2, s. 97-120.

Olb, Lars, *Lönsamt hitta uppköpskandidat* (1990), Aktiespararen, Nr. 10, s. 21-22.

Opler, Tim & Titman, Sheridan, *The debt-equity choice: An analysis of issuing firms* (2001), Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 36, No. 1, s. 1-24.

Tobin, J., *Estimation of Relationships for Limited Dependent Variables* (1958), Econometrica, Vol. 26, No. 1, s. 24-36.

Wahlin, Erik, *Småsparare vinnare på inlösenaktier*, Svenska Dagbladet Näringsliv (05-02-15), Artikel-ID: 6360434.

Regelverk

Justitiedepartementet, Proposition 1999/2000:34.

Sveriges Rikes Lag, *Aktiebolagslagen* (2006).

Sveriges Rikes Lag, *Inkomstskattelag* (2006).

Elektroniska källor

Dagens Industri, websida

<http://www.di.se>

LeSage, James P., *Applied Econometrics using MATLAB* (1999),

<http://spatial-econometrics.com/html/mbook.pdf>, 2006-04-14

OMX-gruppen, Stockholmsbörsen, websida

<http://www.se.omxgroup.com/se/index.aspx?lank=28>, 2006-04-25.

Poolia, *Inlösen av aktier i Poolia AB*, websida

http://www.poolia.se/dyndoc?ref=eko_info_inlosen_03, 2006-05-26.

Skatteverket, *Handledning för beskattning av inkomst och förmögenhet m.m. vid 2006 års taxering*, websida

<http://skatteverket.se/download/18.3a2a542410ab40a421c80002027/30124.pdf>, 2006-05-21.

Skatteverket, *Inlösen av aktier i AB Custos*, 2004, websida

<http://www.skatteverket.se/rattsinformation/meddelanden2006/04/skvm200431.4.18e1b10334ebe8bc80001024.html>, 2006-04-25.

Skatteverket, *Inlösen och återköp 1996-2005*, websida

<http://www.skatteverket.se/download/18.3d21d85f10922490e1080003063/inl%F6sen%201996-2005.pdf>, 2006-04-25.

Kontakter

Berglund Magnus, *Svenska Handelsbanken - Vice President, Project leader*, Corporate Finance

Rubin Joakim, *Svenska Handelsbanken - Capital Markets*, Corporate finance.

Årsredovisningar

Årsredovisning 2005	Ainax
Årsredovisning 2005	Boliden
Årsredovisning 2005	JM
Årsredovisning 2005	Pergo
Årsredovisning 2005	Profilgruppen
Årsredovisning 2005	Ratos
Årsredovisning 2005	SSAB

Årsredovisning 2005	VBG
Årsredovisning 2004-2005	Alfa Laval
Årsredovisning 2004-2005	Atlas Copco
Årsredovisning 2004-2005	Gambro
Årsredovisning 2004-2005	Getinge
Årsredovisning 2004-2005	Glocalnet
Årsredovisning 2004-2005	Hagströmer & Qviberg
Årsredovisning 2004-2005	Höganäs
Årsredovisning 2004-2005	Intrum Justitia
Årsredovisning 2004-2005	JM
Årsredovisning 2004-2005	Lindex
Årsredovisning 2004-2005	Mekonomen
Årsredovisning 2004-2005	Nordnet
Årsredovisning 2004-2005	PEAB
Årsredovisning 2004-2005	Sandvik
Årsredovisning 2004-2005	Scania
Årsredovisning 2004-2005	Seco Tools
Årsredovisning 2004-2005	SKF
Årsredovisning 2004-2005	Skistar
Årsredovisning 2004-2005	SSAB
Årsredovisning 2004-2005	Tele2
Årsredovisning 2003-2005	Autoliv
Årsredovisning 2003-2005	Avanza
Årsredovisning 2003-2005	Electrolux
Årsredovisning 2003-2005	Eniro
Årsredovisning 2003-2005	Hagströmer & Qviberg
Årsredovisning 2003-2005	Intrum justitia
Årsredovisning 2002-2004	Biacore
Årsredovisning 2002-2004	Bossmedia
Årsredovisning 2002-2004	Elekta
Årsredovisning 2002-2004	Poolia
Årsredovisning 2002-2004	Proffice
Årsredovisning 2002-2004	Skistar
Årsredovisning 2002-2004	Teligent
Årsredovisning 1992-2004	Eniro
Årsredovisning 1999-2001	Castellum
Årsredovisning 1999-2001	Hufvudstaden
Årsredovisning 1999-2001	Pandox
Årsredovisning 1999-2001	Spendrups

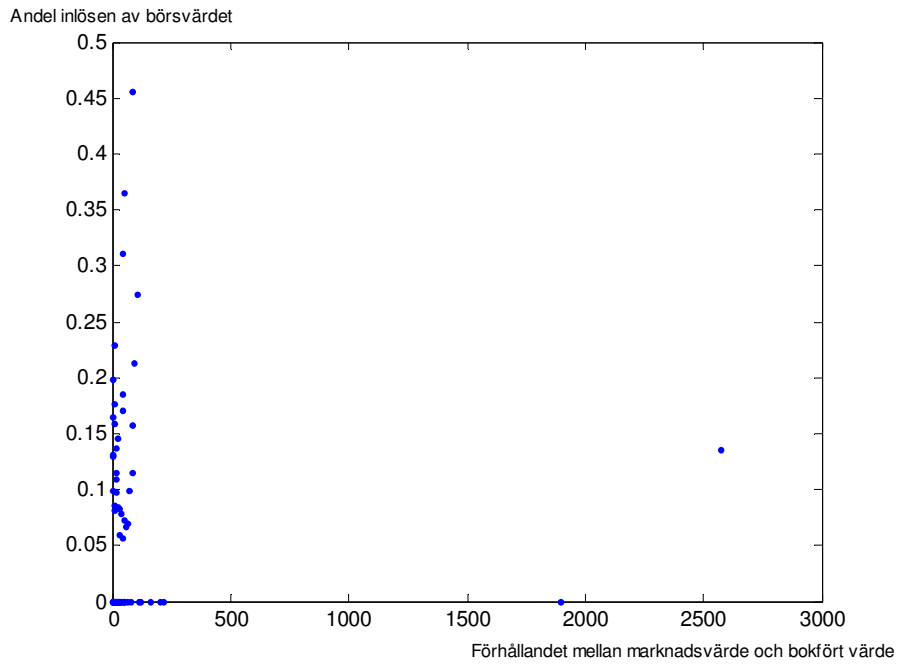
Årsredovisning 1999-2001	Swedish match
Årsredovisning 1999-2001	Wallenstam
Årsredovisning 1998-2000	Concordia
Årsredovisning 1998-2000	Gotlandsbolaget
Årsredovisning 1998-2000	Svolder
Årsredovisning 1998-2000	Öresund
Årsredovisning 1997-1999	Assa abloy
Årsredovisning 1997-1999	Gambro
Årsredovisning 1997-1999	Getinge
Årsredovisning 1997-1999	Gorthon lines
Årsredovisning 1997-1999	Gotlandsbolaget
Årsredovisning 1997-1999	SSAB
Årsredovisning 1996-1998	Höganäs
Årsredovisning 1996-1998	Incentive
Årsredovisning 1996-1998	Kalmar industries
Årsredovisning 1996-1998	NCC
Årsredovisning 1996-1998	Ratos
Årsredovisning 1996-1998	Sandvik
Årsredovisning 1996-1998	SAS
Årsredovisning 1996-1998	Scania
Årsredovisning 1996-1998	Skanska
Årsredovisning 1996-1998	Volvo

BILAGA 1

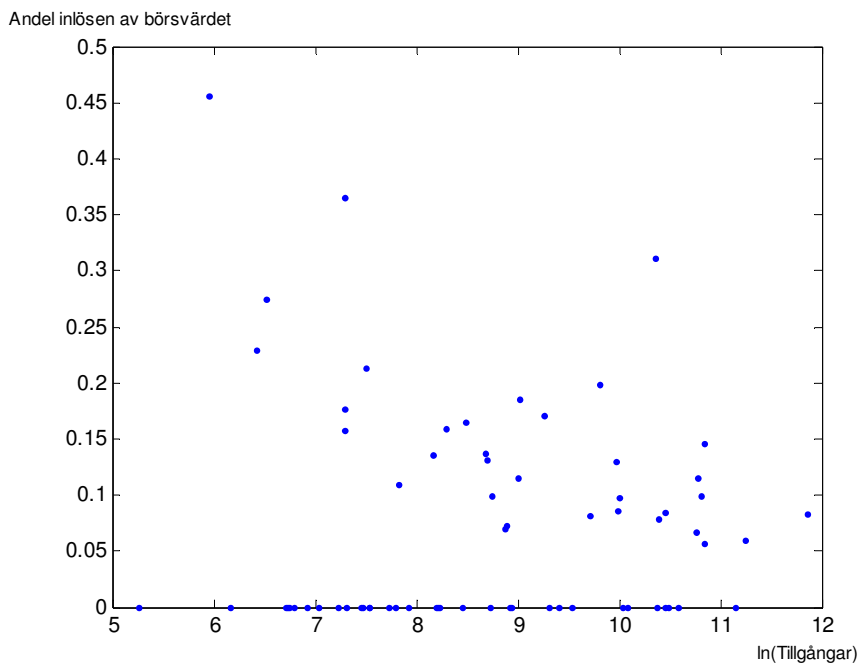
Redemption			Amount
Selection 1998-2006	Year	Terms	MSEK
SSAB	1998	1:8, A +SEK 43	3 300
AGA	1998	1:10, SEK 140	3 067
Custos	1999	1:5, SEK 210	1 667
AssiDomän	2000	1:5, SEK 190	4 498
Swedish Match	2000	1:14, SEK 35	1 078
Custos	2001	1:4, shares (SCA)	2 549
Custos	2001	1:4, shares (Perbio)	1 623
TM T One	2001	2:4, shares	381
Custos	2002	2:5, SEK 250	1 358
Custos	2002	1:10, shares (P ergo) + cash	261
Eniro	2003	1:20, SEK 80	705
Teligent	2003	1:5, SEK 20	78
Custos	2003	1:4, SEK 200	370
Poolia	2003	1:5, SEK 30	138
Custos	2003	1:4, shares(Bilia) + cash	447
Elekta	2003	1:17, SEK 165	320
Eniro	2004	1:18, SEK 86	795
H & Q	2004	1:10, SEK 200	100
Electrolux	2004	1:20, SEK 200	3 036
Fabege	2004	1:4, SEK 150	3 295
Atlas Copco	2005	S 4:1 SEK 20	4 192
SKF	2005	S 5:1 SEK 25	2 846
Intrum Justitia	2005	1:12, SEK 84	590
Sandvik	2005	1:25, SEK 405	3 964
Tele2	2005	S 4:1 SEK 10	1476
SSAB	2005	1:10, SEK 210	2093
JM	2005	1:8, SEK 285	966
H & Q	2005	1:10, SEK 250	116
Gambro	2005	S 2:1, SEK 29	9995
SSAB	2006	1:20, SEK 485	2200
Profilgruppen	2006	1:7 SEK 105	86
Lindex	2006	S 6:1 SEK 40	550
Ratos	2006	S 3:1 SEK 19	1500
JM	2006	? S 4:1 SEK xx	1000

BILAGA 2 forts.

C.

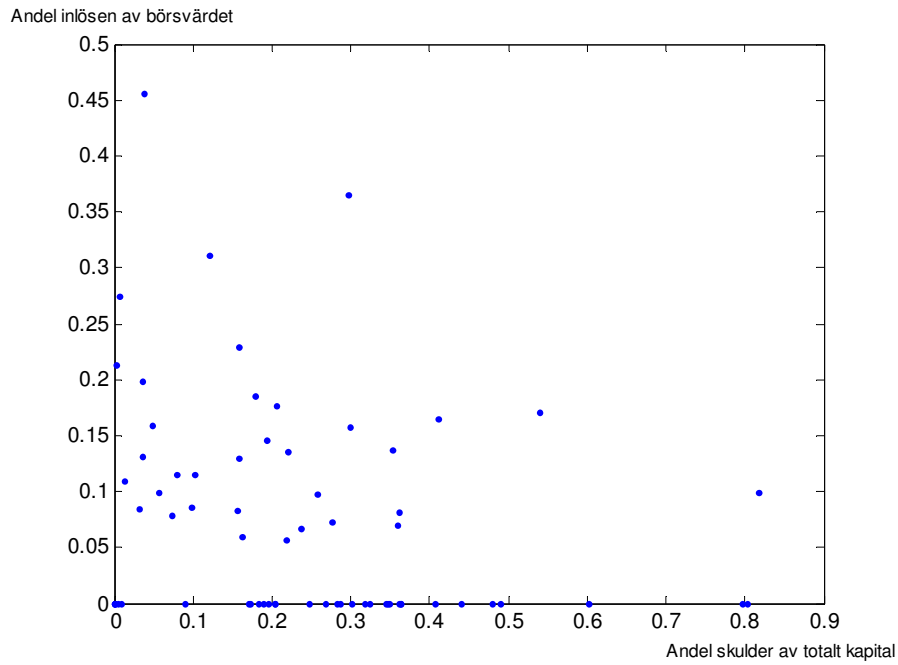


D.

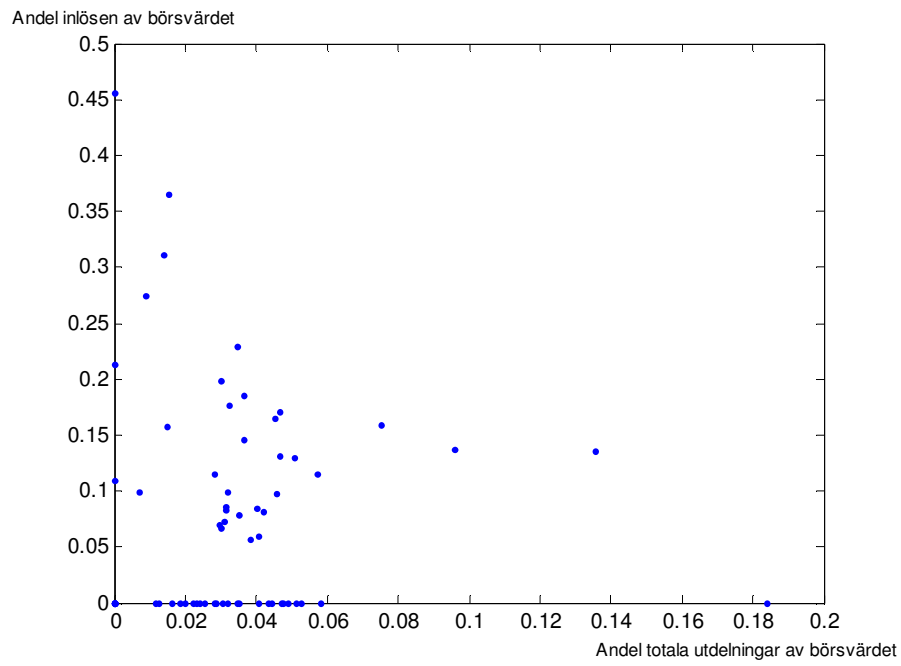


BILAGA 2 forts.

E.

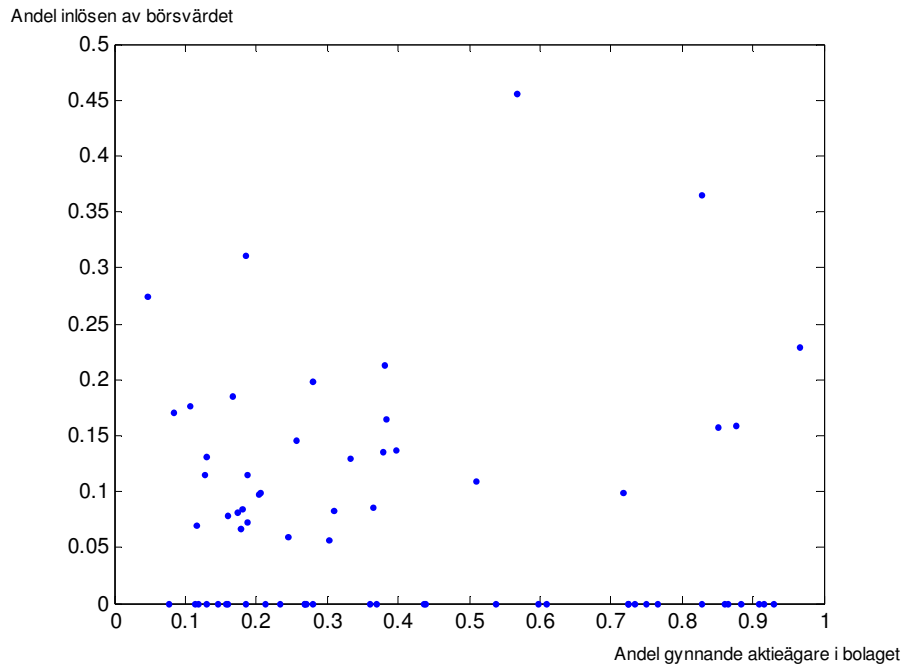


F.



BILAGA 2 forts.

G.



BILAGA 3

Inlösenföretag	Motbolag	Inlösenår
Ratos	Ainax	2006
Profilgruppen	VBG	2006
JM	Pergo	2006
SSAB	Boliden	2006
JM	PEAB	2005
Sandvik	Seco Tools	2005
SSAB	Höganäs	2005
Gambro	Getinge	2005
Lindex	Mekonomen	2005
Hagströmer & Qviberg	Nordnet	2005
Tele2	Glocalnet	2005
Intrum Justitia	Skistar	2005
SKF	Scania	2005
Atlas Copco	Alfa Laval	2005
Eniro	Intrum justitia	2004
Electrolux	Autoliv	2004
Hagströmer & Qviberg	Avanza	2004
Teligent	Bossmedia	2003
Poolia	Proffice	2003
Elekta	Biacore	2003
Eniro	Skistar	2003
Swedish match	Spendrups	2000
Wallenstam	Pandox	2000
Castellum	Hufvudstaden	2000
Gotland	Concordia	1999
Öresund	Svolder	1999
Gambro	Getinge	1998
Gotlandsbolaget	Gorthon lines	1998
SSAB	Assa abloy	1998
Volvo	Incentive	1997
Skanska	NCC	1997
Kalmar industries	Höganäs	1997
Sandvik	Scania	1997
Ratos	SAS	1997

BILAGA 4

Tobit Regression Estimates

Dependent Variable = Andel Inlösen Av Börsvärdet

R-squared = 0,9747
 Rbar-squared = 0,9717
 sigma^2 = 0,0242
 Log-Likelihood = -6,4274497
 # iterations = 18
 optimization = bfgs
 Nobs, Nvars = 68, 8
 # of censored = 34
 time (in secs) = 0,4

**

gradient at solution

Variable	Gradient
intercept	-0,00081606
LIKVM	0,00001079
KF	-0,00062900
MVBV	-0,43301519
lnTILLG	-0,00899297
SKULD	0,00013944
UTD	-0,00006369
ÄGARSTR	0,00034602
sigma	0,01520216

Variable	Coefficient	t-statistic	t-probability
intercept	-0,110212	-0,658105	0,512988
LIKVM	0,395999	2,280658	0,026135
KF	-0,135777	-0,788962	0,433241
MVBV	-0,000052	0,000000	0,999994
lnTILLG	0,012692	0,885760	0,379283
SKULD	-0,216823	-1,707369	0,092924
UTD	1,281441	0,000000	0,999994
ÄGARSTR	-0,043052	-0,480246	0,632799

**Bolag som genomfört aktieinlösen
samt vilket år det skett***

BILAGA 5

* Notera att denna bilaga innehåller **all** data vi samlat in.

	Totalt kapital Mkr (t-1)	Likvida medel Mkr (t-1)	Ordinarie utdelning kr / aktie (t)	Antal aktier (t)	Total utdelning Mkr (t)	Inlösen i Mkr (t)
2006						
Ratos	22101	3677	9	80674626	726,07	1532,82
Profilgruppen	616,9	43,4	2,3	5741000	13,20	86
JM	8155	2634	10	24676380	246,76	1000
SSAB	21820	884	9	90929060	818,36	2200
2005						
JM	8239	1285	7	28065407	196,46	996
Sandvik	51231	1720	11	247000000	2717	3964
SSAB	21613	1576	9		818	2093
Gambro	31555	659	1,3	344653288	448,05	9995
Lindex	1814	177	0		0	550
Hagströmer & Qviberg	5914	160	12	6778620	81,34344	116
Tele2	47826	2148	5	147560175	737,80	1476
Intrum Justitia	3547,5	338	7	84986000	594,90	590,5
SKF	34847	3565	12	113837767	1366,05	2846
Atlas Copco	47222	2926	4,25		1890	4192
2004						
Eniro	7161	285	2,2	158151875	345	795
Electrolux	77028	12602	7	298350049	2088,45	3042
Hagströmer & Qviberg	4843	1142	6	4701050	28,21	102
2003						
Teligent	388,6	231,5	0	15685619	0,00	77,4
Poolia	677,9	376,8	0,25	18433420	4,61	137
Elekta	2536	536	0	32988	0,00	311,5
Eniro	7320	295	1,8	167397557	301,32	705
2000						
Swedish match	16670	7296	1,35		539	1045
Wallenstam	6266,4	38,8	1,6	17990563	28,78	89,3
Castellum	10514	96	4,5	43001677	193,51	705
1999						
Gotland	1478,404	158,534	1	4410172	4,41	103
Öresund	4030,573	2,694	14,75	12045850	177,68	376
1998						
Gambro	49881	881	1	344653288	344,65	4873
Gotlandsbolaget	1470,202	342,506	1,5	5439696	8,16	86
SSAB	18211	3892	4,5	112108801	504,49	3305
1997						
Volvo	141159	26661	5	441520885	2207,60	5807
Skanska	51506	3171	11	113854968	1252,40	4971
Kalmar industries	1477,5	59	2	23507480	47,01	255,3
Sandvik	32774	5557	7	258696000	1810,87	4000
Ratos	6061	2258	3	90277604	270,83	754

**Bolag som genomfört aktieinlösen
samt vilket år det skett***

BILAGA 5 forts.

* Notera att denna bilaga innehåller **all** data vi samlat in.

	Tot. Marknadsvärde Mkr (t-1)	Nominellt aktiebelopp/aktie (t-1)	Totalt nominellt belopp Mkr (t-1)	Förhållande marknadsvärde och bokfört värde (t-1)	Räntebärande skulder Mkr (t-1)	Ränteskulddel (t-1)
2006						
Ratos	15812,23	12,5	1008,43	15,68	5706	0,2582
Profilgruppen	377,04	5	28,71	13,13	98,5	0,1597
JM	8686,09	4	98,71	88,00	648	0,0795
SSAB	25805	25	2273,23	11,35	2162	0,0991
2005						
JM	5374,53	4	112,26	47,88	1477	0,1793
Sandvik	70635,90	6	1581,40	44,67	11192	0,2185
SSAB	16143,67	25	2522,45	6,40	3446	0,1594
Gambro	32138,92	2	689,31	46,62	3827	0,1213
Lindex	2578,13	2	27,5	93,75	6,047	0,0033
Hagströmer & Qviberg	846,19	10	47,01	18,00	2086	0,3527
Tele2	12837,74	5	737,80	17,40	4951	0,1035
Intrum Justitia	4376,76	0,02	1,70	2574,56	785,2	0,2213
SKF	33695,98	12,5	1422,97	23,68	1116	0,0320
Atlas Copco	62880,66	5	1048,01	60,00	11235	0,2379
2004						
Eniro	11550,43	1	167,40	69,00	2573	0,3593
Electrolux	51207,80	5	1620,50	31,60	12501	0,1623
Hagströmer & Qviberg	619,11	40	208,10	2,98	1994	0,4117
2003						
Teligent	170,12	0,1	1,96	86,80	14,7	0,0378
Poolia	499,08	0,2	4,60	108,50	5,098	0,0075
Elekta	2869,24	5	159,40	18,00	35	0,0138
Eniro	9689,95	1	176,18	55,00	2034	0,2779
2000						
Swedish match	12810,79	2,2	948,95	13,50	6029	0,3617
Wallenstam	899,19	10	189,30	4,75	5121	0,8172
Castellum	4150	2	100	41,50	5670	0,5393
1999						
Gotland	282,86	1	5,44	52,00	441,212	0,2984
Öresund	2360,99	25	301,15	7,84	196,973	0,0489
1998						
Gambro	49365,93	2	683,74	72,20	2824	0,0566
Gotlandsbolaget	548,10	1	6,30	87,00	441,212	0,3001
SSAB	16640	25	3200	5,20	664	0,0365
1997						
Volvo	69765,52	5	2317,79	30,10	22218	0,1574
Skanska	34327,27	12	1366,26	25,12	10011	0,1944
Kalmar industries	1445,84	12,5	159,94	9,04	303,5	0,2054
Sandvik	51239,65	5	1392,38	36,80	2389	0,0729
Ratos	5759,77	50	1252,12	4,60	221	0,0365

**Bolag som genomfört
aktieinlösen
samt vilket år det skett***

BILAGA 5 forts.

* Notera att denna bilaga innehåller **all** data vi samlat in.

	utdelningsdel av marknadsvärdet (t)	Inlösendel av marknadsvärdet (t)	Gynnade aktieägare i bolaget i % (t-1)	Kassaflöde Mkr (t-1)	Antal aktier (t-1)	Aktiekurs (t-1)
2006						
Ratos	0,0459	0,0969	20,3	973	80674626	196
Profilgruppen	0,0350	0,2281	96,7	56,1	4961000	76
JM	0,0284	0,1151	18,7	3374	24676380	352
SSAB	0,0317	0,0853	36,5	3472	90929060	289
2005						
JM	0,0366	0,1853	16,8	2150	28065407	191,5
Sandvik	0,0385	0,0561	30,4	2709	263566796	268
SSAB	0,0507	0,1296	33,4	765	100897921	160
Gambro	0,0139	0,3110	18,5	991	344653288	93,25
Lindex	0,0000	0,2133	38,2	110,872	13750000	187,5
Hagströmer & Qviberg	0,0961	0,1371	39,8	-910	4701050	180
Tele2	0,0575	0,1150	12,7	2459	147560175	87
Intrum Justitia	0,1359	0,1349	37,8	308,3	84985604	51,5
SKF	0,0405	0,0845	18	2176	113837767	296
Atlas Copco	0,0301	0,0667	17,9	2098	209602184	300
2004						
Eniro	0,0299	0,0688	11,6	372	167397557	69
Electrolux	0,0408	0,0594	24,5	3723	324100000	158
Hagströmer & Qviberg	0,0456	0,1648	38,4	1342	5202574	119
2003						
Teligent	0,0000	0,4550	56,7	31,7	19554138	8,7
Poolia	0,0092	0,2745	4,8	-62,384	22999164	21,7
Elektta	0,0000	0,1086	51	113	31880467	90
Eniro	0,0311	0,0728	18,8	134	176180952	55
2000						
Swedish match	0,0421	0,0816	17,3	3334	431339663	29,7
Wallenstam	0,0320	0,0993	71,7	3,7	18930232	47,5
Castellum	0,0466	0,1699	8,3	-1112	50000000	83
1999						
Gotland	0,0156	0,3641	82,9	-86,613	5439696	52
Öresund	0,0753	0,1593	87,7	18,088	12045850	196
1998						
Gambro	0,0070	0,0987	20,6	3649	341869335	144,4
Gotlandsbolaget	0,0149	0,1569	85,1	177,741	6300000	87
SSAB	0,0303	0,1986	28,1	-254	128000000	130
1997						
Volvo	0,0316	0,0832	31	3843	463558252	150,5
Skanska	0,0365	0,1448	25,8	-2125	113854968	301,5
Kalmar industries	0,0325	0,1766	10,6	68,9	12795010	113
Sandvik	0,0353	0,0781	16,1	-1682	278476380	184
Ratos	0,0470	0,1309	13,1	4068	25042494	230

**Bolag som genomfört aktieinlösen
samt vilket år det skett***

BILAGA 5 forts.

* Notera att denna bilaga innehåller **all** data vi samlat in.

	Andelen likvida medel av totalt kapital	Andelen kassafflöde av totala tillgångar	In tillgångar
2006			
Ratos	0,166372562	0,044025157	10,00337814
Profilgruppen	0,070351759	0,090938564	6,424706936
JM	0,322992029	0,413733906	9,006386515
SSAB	0,040513291	0,159120073	9,990582259
2005			
JM	0,15596553	0,260953999	9,016634256
Sandvik	0,033573422	0,05287814	10,8441001
SSAB	0,072919076	0,035395364	9,981050264
Gambro	0,02088417	0,031405482	10,35948733
Lindex	0,097574421	0,061120176	7,503289631
Hagströmer & Qviberg	0,027054447	-0,153872168	8,6850777
Tele2	0,044912809	0,051415548	10,7753247
Intrum Justitia	0,095278365	0,086906272	8,173998409
SKF	0,102304359	0,0624444	10,45872233
Atlas Copco	0,061962645	0,044428444	10,76261516
2004			
Eniro	0,039798911	0,051948052	8,876404915
Electrolux	0,163602846	0,048333074	11,25192427
Hagströmer & Qviberg	0,235804254	0,27710097	8,485289642
2003			
Teligent	0,595728255	0,081574884	5,962550537
Poolia	0,555834194	-0,092025372	6,518999784
Elekta	0,211356467	0,04455836	7,838343316
Eniro	0,040300546	0,018306011	8,898365607
2000			
Swedish match	0,437672466	0,2	9,721365976
Wallenstam	0,006191753	0,000590451	8,742957306
Castellum	0,009130683	-0,105763744	9,260462981
1999			
Gotland	0,107233206	-0,058585475	7,298718407
Öresund	0,000668391	0,004487699	8,301663828
1998			
Gambro	0,017662036	0,073154107	10,81739545
Gotlandsbolaget	0,232965266	0,120895632	7,293155085
SSAB	0,213716984	-0,013947614	9,809781086
1997			
Volvo	0,188872123	0,027224619	11,85764219
Skanska	0,061565643	-0,041257329	10,84945358
Kalmar industries	0,039932318	0,046632826	7,298106749
Sandvik	0,169555135	-0,051321169	10,3973908
Ratos	0,372545785	0,671176374	8,709630082

Jämförelsebolag som inte genomfört inlösen samt årtal*

BILAGA 5 forts.

* Notera att denna bilaga innehåller **all** data vi samlat in.

	Totalt kapital Mkr (t-1)	Likvida medel Mkr (t-1)	Ordinarie utdelning kr / Aktie (t)	Antal aktier (t)	Total utdelning Mkr (t)	Inlösen i Mkr (t)
2006						
Ainax	6172,2	78,9	0		0,00	0,00
VBG	852,393	60,827	5,5	3423500	18,82925	0,00
Pergo	1869	94	0		0,00	0,00
Boliden	22918	1520	2	289387169	578,77	0,00
2005						
PEAB	11122	88	3	87195944	261,59	0,00
Seco Tools	3669	268	15	29093538	436,40	0,00
Alfa Laval	13901	671,38	5,1	111671993	569,53	0,00
Mekonomen	1512,452	91,001	1,15	30868822	35,50	0,00
Scania	70225	1589	15	100 000 000	1200,00	0,00
Skistar	1895,837	13,985	5	19463212	97,32	0,00
Höganäs	4742	74	5,75	35098932	171,00	0,00
Glocalnet	477,9	142,3	0		0,00	0,00
Nordnet	2779,34	851,415	0,1	165018878	16,50	0,00
Getinge	12235,9	484,9	2	201873920	403,75	0,00
2004						
Autoliv	39643,83	758,97	4,33		413,10	0,00
Intrum justitia	3680,6	243,2	7	84985604	594,90	0,00
Avanza	1376,594	1	1	26622874	26,62	0,00
2003						
Skistar	1744,406	27,665	6	9639823	57,84	0,00
Proffice	1014	131	0	66960000	0,00	0,00
Biacore	831,431	362,589	3	9750000	29,25	0,00
Bossmédia	194,024	112,031	0	55500000	0,00	0,00
2000						
Spendrups	1140,2	0,3	1,8	9512447	17,12	0,00
Pandox	2429,947	3,85	2,75	15000000	30,00	0,00
Hufvudstaden	7575,5	74,7	0,85	169017547	143,66	0,00
1999						
Svolder	893,391	31,464	8,5		54,40	0,00
Concordia	1751	27,2	0,5	27222272	13,61	0,00
1998						
Getinge	3759,6	167,4	3,25	45421632	147,62	0,00
Gorthon lines	844,154	139,272	2,25	18644858	41,95	0,00
Assa abloy	7692	125,9	1,75		0,00	0,00
1997						
Höganäs	2276	97	4,5	25500000	114,75	0,00
NCC	23921	2650	1,5	108400000	162,60	0,00
Incentive	34696	686	10	68373867	683,74	0,00
Scania	32367	2837	5,5		1100,00	0,00
SAS	35870	11050	3	70500000	211,50	0,00

Jämförelsebolag som inte genomfört inlösen samt årtal*

BILAGA 5 forts.

* Notera att denna bilaga innehåller **all** data vi samlat in.

	Tot. Marknadsvärde Mkr (t-1)	Nominellt aktiebelopp/aktie (t-1)	Totalt nominellt belopp Mkr (t-1)	Förhållande marknadsvärde och bokfört värde (t-1)	Räntebärande skulder Mkr (t-1)	Ränteskulddel (t-1)
2006						
Ainax	7722,23	10	273,21	28,26	0	0
VBG	807,95	10	34,24	23,60	308,01	0,3613
Pergo	2357,07	10	535,70	4,40	322	0,1723
Boliden	18810,17	2	578,77	32,50	6564	0,2864
2005						
PEAB	5525,00	10	850,00	6,50	2184	0,1964
Seco Tools	8902,62	2,5	72,73	122,41	334	0,0910
Alfa Laval	11948,90	10	1116,72	10,70	2555,5	0,1838
Mekonomen	3040,58	5	77,17	39,40	286,523	0,1894
Scania	52600,00	10	2262,97	23,24	25613	0,3647
Skistar	2180,00	1	19,46	112,02	771,313	0,4068
Höganäs	6265,16	5	175,49	35,70	1346	0,2838
Glocalnet	510,45	0,05	10,42	48,99	4	0,0084
Nordnet	1278,90	1	165,02	7,75	2213,884	0,7966
Getinge	16705,07	0,5	100,94	165,50	3698,3	0,3022
2004						
Autoliv	26712,00		832,68	32,08	8064,36	0,2034
Intrum justitia	3229,45	0,02	1,70	1899,68	987,8	0,2684
Avanza	753,43	2,5	66,557185	11,32	1107,016	0,8042
2003						
Skistar	992,90	2	19,28	51,50	855,854	0,4906
Proffice	1285,63	0,25	16,74	76,80	1	0,0010
Biacore	1779,38	10	97,50	18,25	4,404	0,0053
Bossmedia	227,55	0,02	1,11	205,00	0	0
2000						
Spendrups	323,42	10	95,12	3,40	234	0,2052
Pandox	1005,00	15	225,00	4,47	1463,6	0,6023
Hufvudstaden	4993,00	5	845,09	5,91	3638	0,4802
1999						
Svolder	928,00	10	64,00	14,50	0	0
Concordia	313,06	8	217,78	1,44	772	0,4409
1998						
Getinge	5723,13	2	90,84	63,00	1216,6	0,3236
Gorthon lines	814,78	2	37,29	21,85	291,6	0,3454
Assa abloy	15511,02		70,7	219,39	2687,2	0,3493
1997						
Höganäs	6095,00	5	127,50	47,80	391	0,1718
NCC	7211,95	25	2003,32	3,60	8704	0,3639
Incentive	33850,00		684	49,49	11010	0,3173
Scania	34100,00	10	2000	17,05	8046	0,2486
SAS	6063,00	10	705,00	8,60	12459	0,3473

Jämförelsebolag som inte genomfört inlösen samt årtal*

BILAGA 5 forts.

* Notera att denna bilaga innehåller **all** data vi samlat in.

	Gynnade aktieägare i					
	utdelningsdel av marknadsvärdet (t)	Inlösendel av marknadsvärdet (t)	bolaget i % (t-1)	Kassaflöde Mkr (t-1)	Antal aktier (t-1)	Aktiekurs (t-1)
2006						
Ainax	0,0000	0	16	400,2	27320838	282,65
VBG	0,0233	0	21,3	-234,273	3423500	236
Pergo	0,0000	0	43,9	-118	53569685	44
Boliden	0,0308	0	27	1558	289387169	65
2005						
PEAB	0,0473	0	72,4	255	85000000	65
Seco Tools	0,0490	0	91,7	633	29093538	306
Alfa Laval	0,0477	0	13	1239,1	111671993	107
Mekonomen	0,0117	0	90,8	51,265	15 434 411	197
Scania	0,0228	0	7,7	2400	226 296 508	263
Skistar	0,0446	0	72,4	58,064	19463212	
Höganäs	0,0273	0	53,8	521	35098932	178,5
Glocalnet	0,0000	0	26,8	35,3	208345846	2,45
Nordnet	0,0129	0	88,4	-151,597	165018878	7,75
Getinge	0,0242	0	72,5	512,1	201873920	82,75
2004						
Autoliv	0,0155	0	75	2052,54	95400000	280
Intrum justitia	0,1842	0	28	96,3	84985604	38
Avanza	0,0353	0	36,1	163,188	26622874	28,3
2003						
Skistar	0,0583	0	86,5	82,81	9639823	103
Proffice	0,0000	0	8,6	-100	66960000	19,2
Biacore	0,0164	0	14,6	126,542	9750000	182,5
Bossmmedia	0,0000	0	73,3	41,262	55500000	4,1
2000						
Spendrups	0,0529	0	18,5	163,9	9512447	34
Pandox	0,0299	0	26,8	-237,561	15000000	67
Hufvudstaden	0,0288	0	11,8	1377,1	169017547	29,5
1999						
Svolder	0,0586	0	59,9	4,37	6400000	145
Concordia	0,0435	0	82,9	3,9	27222272	11,5
1998						
Getinge	0,0258	0	60,9	159	45421632	126
Gorthon lines		0	76,6	110,037	18644858	43,7
Assa abloy	0,0000	0	11,5	675,7	73862000	210
1997						
Höganäs	0,0188	0	43,7	250	25500000	
NCC	0,0225	0	9,3	1331	80132725	90
Incentive	0,0202	0	23,4	-2971	68373867	
Scania	0,0323	0	15,7	1815	200000000	170,5
SAS	0,0349	0	3,7	678	70500000	86

Jämförelsebolag som inte genomfört inlösen samt årtal*

BILAGA 5 forts.

* Notera att denna bilaga innehåller **all** data vi samlat in.

	Andelen likvida medel av totalt kapital	Andelen kassaflöde av totala tillgångar	In tillgångar
2006			
Ainax	0,012783124	0,064839117	8,727810617
VBG	0,071360276	-0,274841534	6,748047688
Pergo	0,050294275	-0,063135367	7,533158807
Boliden	0,066323414	0,067981499	10,03967791
2005			
PEAB	0,007912246	0,022927531	9,316680408
Seco Tools	0,073044426	0,172526574	8,207674424
Alfa Laval	0,048297245	0,089137472	9,539716059
Mekonomen	0,06016786	0,033895291	7,321487454
Scania	0,022627269	0,034175863	11,15945965
Skistar	0,007376689	0,030627106	7,547415709
Höganäs	0,01560523	0,109869253	8,464214267
Glocalnet	0,297761038	0,073864825	6,169401506
Nordnet	0,306337116	-0,054544244	7,929968768
Getinge	0,039629288	0,041852254	9,412129533
2004			
Autoliv	0,019144719	0,051774513	10,5876906
Intrum justitia	0,066076183	0,026164212	8,210831061
Avanza			
2003			
Skistar	0,015859267	0,047471747	7,464169376
Proffice	0,129191321	-0,098619329	6,921658184
Biacore	0,436102334	0,152197837	6,723148313
Bossmedia	0,57740795	0,212664413	5,267981863
2000			
Spendrups	0,000263112	0,143746711	7,038958965
Pandox	0,001584397	-0,097763861	7,795624725
Hufvudstaden	0,009860735	0,181783381	8,932674635
1999			
Svolder	0,035218622	0,004891475	6,795024335
Concordia	0,015533981	0,002227299	7,467942332
1998			
Getinge	0,044526013	0,042291733	8,232067848
Gorthon lines	0,164984114	0,130351808	6,738334942
Assa abloy	0,016367655	0,087844514	8,947936107
1997			
Höganäs	0,042618629	0,109841828	7,730174795
NCC	0,110781322	0,055641487	10,08251201
Incentive	0,019771732	-0,085629467	10,45437969
Scania	0,087651003	0,056075633	10,38489466
SAS	0,308056872	0,018901589	10,48765657