



**EKONOMI
HÖGSKOLAN**
Lunds universitet

Företagsekonomiska Institutionen

Kandidatuppsats

Fek 582

HT 2005

18 januari, 2006

Vilka börsbolag återköper egna aktier?

- en studie av återköp mot bakgrund av
institutionella förändringar i redovisningssystemet

Författare:

Hampus Nilzén
Oskar Thorslund

Handledare:

Gunnar Wahlström

Sammanfattning

Uppsatsens titel: Vilka börsbolag återköper egna aktier? En studie av återköp mot bakgrund av institutionella förändringar i redovisningssystemet.

Seminariedatum: 11 januari, 2006.

Kurs: FEK 582 Kandidatseminarium, 10 poäng

Författare: Hampus Nilzén och Oskar Thorslund

Handledare: Gunnar Wahlström

Nyckelord: Återköp, institutionell teori, innehållsanalys, fenomenologi, redovisningshistorik.

Syfte:

- En kartläggning av redovisningspraxis för börsbolagens återköp av egna aktier. Utifrån denna kartläggning vill vi påvisa gemensamma karaktäristika för såväl de återköpande som de ej återköpande bolagen.
- Vidare ämnar vi beskriva och skapa förståelse för vad som har legat bakom denna förändring i redovisningspraxis.

Metod: Uppsatsen är i grunden induktiv, deskriptiv med en kvalitativ och kvantitativ karaktär. De huvudsakliga arbetsätten har varit innehållsanalys av årsredovisningar samt litteraturstudier.

Teoretiska perspektiv: Uppsatsens grund ligger i den institutionella teorin, vilken även är grunden för Shareholder Value och Stakeholder View.

Empiri: Våra studieobjekt är bolag noterade på Stockholmsbörsen, uppdelat på två grupper; företag som återköpt aktier under år 2005 och företag som aldrig återköpt aktier. Källa för empirin är respektive bolags årsredovisning.

Resultat: Återköp av aktier är tillåtet i Sverige sedan år 2000. Denna förändring i redovisningspraxis har uppkommit som ett led i en institutionell förändringsprocess. En sådan process är till stor del hänförlig till olika finansiella kriser. De senaste åren har alltmer makt förflyttats från staten till näringslivet, vilket möjliggjort förändringen i ABL. De två grupperna återköpande bolag respektive ej återköpande bolag uppvisar till stora delar tydliga skillnader i karaktäristika. Generellt sett är återköparna större, redovisar ett bättre resultat, har lägre P/E-tal och en högre skuldsättning än de ej återköpande bolagen.

Abstract

Title: Which companies quoted on the exchange repurchase stocks? A study of repurchase of stocks in view of institutional changes in the accounting system.

Seminar date: 11th of January 2006.

Course: Bachelor thesis in Business Administration, 10 Swedish credits (15 ACTS)

Authors: Hampus Nilzén and Oskar Thorslund.

Advisor: Gunner Wahlström

Key words: Repurchase of stocks, institutional theory, content analysis, phenomenology, accounting history.

Purpose:

- A mapping of accounting practice for repurchasing companies quoted on the exchange. From this mapping we intend to show common characteristics for the repurchasing respective the non-repurchasing companies.
- Further we intend to describe and to create understanding of what has driven this change in accounting practise.

Methodology: The thesis is inductive, descriptive with a qualitative and quantitative character. The main working methods have been content analysis of annual reports together with literature studies.

Theoretical perspectives: The foundation of the thesis lies in the institutional theory, which also is the foundation of the Shareholder Value theory and the Stakeholder View.

Empirical foundation: Our study objects are companies quoted on the Stockholm Stock Exchange, divided into two groups; companies that have repurchased stocks in 2005 and companies that have never repurchased stocks. The source for the empirical investigation is the annual report of each and every company.

Conclusions: Repurchase of stocks is permitted in Sweden since year 2000. This change in accounting practice has evolved as a part of an institutional change process. Such a process is largely caused by various financial crises. Lately more and more power has moved from the state to the industry, which has made the change in the Swedish Companies Act possible. The two groups, repurchasing and non-repurchasing companies, show to a large extent distinct differences in characteristics. Generally speaking the repurchasing companies are larger, more profitable, have a lower P/E ratio and a higher debt/equity ratio than the non-repurchasing companies.

Innehållsförteckning

1	<u>INLEDNING</u>	7
1.1	BAKGRUND	7
1.1.1	HUR ÅTERKÖP GÅR TILL	9
1.2	PROBLEMATISERING	10
1.3	SYFTE	10
1.4	UPPSATSENS DISPOSITION	10
2	<u>TEORI- OCH LITTERATURGENOMGÅNG</u>	12
2.1	INSTITUTIONELL TEORI	13
2.2	UTVECKLINGEN AV DET SVENSKA REDOVISNINGSSYSTEMET	16
2.2.1	JÄRNVÄGSOBLIGATIONSKRISEN	17
2.2.2	DEFLATIONSKRISEN	18
2.2.3	KREUGERKRASCHEN OCH DESS FÖLJDER	19
2.2.4	1990-TALSKRISEN	22
2.3	SHAREHOLDER VALUE-ANSATSEN	25
2.4	STAKEHOLDER VIEW	27
2.4.1	CORPORATE GOVERNANCE	29
2.5	TIDIGARE STUDIER AV ÅTERKÖP	30
2.6	SAMMANFATTNING AV TEORI OCH LITTERATUR	32
2.6.1	INSTITUTIONELL TEORI	32
2.6.2	UTVECKLINGEN AV DET SVENSKA REDOVISNINGSSYSTEMET	32
2.6.3	SHAREHOLDER VALUE- OCH STAKEHOLDER VIEW	33
2.6.4	TIDIGARE STUDIER AV ÅTERKÖP	33
3	<u>METOD</u>	34
3.1	FENOMENOLOGI	34
3.2	INDUKTIV ANSATS	36
3.3	KVALITATIV OCH KVANTITATIV METOD	36
3.4	URVAL	37
3.5	GENERALISERBARHET	38
3.6	INNEHÅLLSANALYS	38
3.6.1	VAL AV DOKUMENT	39
3.6.2	KODNING	40
3.6.3	PRAKTISKT GENOMFÖRANDE	41
3.7	RELIABILITET	41
3.8	VALIDITET	42
3.9	KAUSALITET	42
3.10	REPLIKERBARHET	43

4	EMPIRI	44
<hr/>		
4.1	VARIABLER OCH RESULTAT	44
4.1.1	BRANSCH	44
4.1.2	ÄGARSTRUKTUR	48
4.1.3	STORLEK	49
4.1.4	VINST	51
4.1.5	VÄRDERING AV AKTIEN	52
4.1.6	UTDELNING	53
4.1.7	LIKVIDITET	56
4.1.8	LEDNINGENS BELÖNINGSSYSTEM OCH AKTIEINNEHAV	56
4.1.9	SKULDSÄTTNINGSGRAD	58
4.1.10	INVESTERINGAR	60
4.2	SAMMANFATTNING EMPIRI	61
4.2.1	TYPFÖRETAG	62
5	SLUTDISKUSSION	64
<hr/>		
5.1	INLEDNING	64
5.2	STUDIENS PRAKTISKA BIDRAG	65
5.2.1	BRANSCH	65
5.2.2	ÄGARSTRUKTUR	66
5.2.3	STORLEK	66
5.2.4	VINST	66
5.2.5	VÄRDERING AV AKTIEN	67
5.2.6	UTDELNING	67
5.2.7	LEDNINGENS BELÖNINGSSYSTEM OCH AKTIEINNEHAV	68
5.2.8	SKULDSÄTTNINGSGRAD	68
5.2.9	ÖVRIGA VARIABLER: LIKVIDITET OCH INVESTERINGAR	68
5.2.10	KONKLUSIONER	68
5.3	STUDIENS TEORETISKA BIDRAG	69
5.4	EGNA REFLEKTIONER ÖVER STUDIEN	72
5.5	FÖRSLAG TILL FORTSATTA STUDIER	73
6	KÄLLFÖRTECKNING	74
<hr/>		
7	BILAGOR	80
<hr/>		
7.1	KODNINGSMANUAL	80
7.2	SAMMANSTÄLLNING AV VARIABLER	81
7.2.1	ÅTERKÖPANDE BOLAG	81
7.2.2	EJ ÅTERKÖPANDE BOLAG	84

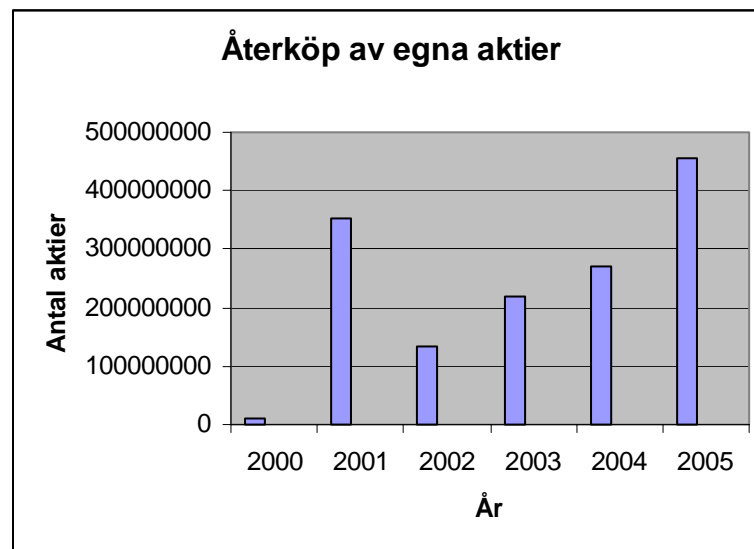
Förkortningslista

ABL Aktiefbolagslagen
APB Accounting Principles Board
BFN Bokföringsnämnden
EG Europeiska Gemenskapen
EU Europeiska Unionen
FAR Tidigare Föreningen Auktoriserade Revisorer idag Föreningen för revisionsbyråbranschen
FASB Financial Accounting Standards Board
FI Finansinspektionen
GICS Golbal Industrial Classification Standard
I&u ägare Institutionella och utländska ägare
IASB International Accounting Standards Board
IFRS International Financial Reporting Standards (Utgivna av IFRS)
LO Landsorganisationen
P/E-tal Price/Earnings sv. Vinstmultipel
RN Revisorsnämnden
RR Redovisningsrådet
SAF Svenska Arbetsgivareföreningen
SEC Securities and Exchange Commission
SFS Svensk Författningssamling
SOU Statens Offentliga Utredningar
SRS Svenska Revisorsamfundet
URA Uttalanden från Redovisningsrådets akutgrupp

1 Inledning

De senaste åren har det skrivits spaltmeter i tidningar om att börsföretag återköper egna aktier och det senaste året har utvecklingen formligen exploderat. Företagen köper tillbaka aktier för miljardbelopp. AstraZeneca och Nordea har på bara några veckor köpt tillbaka aktier för 2,4 respektive 1,8 miljarder kronor.

Återköpen beskrivs som ett ”guldregn över aktieägarna” och de främsta anledningarna till att återköpen sker är, enligt affärstidningarna, att bolagen går mycket bra, har genomgått goda omstruktureringar och att företagsledningarna menar att det finns för få investeringsmöjligheter (Frick, n24.se 2005-11-11). Återköpen av egna aktier kommer att nå rekordnivåer under 2005 och 2006 och det är inte bara storföretag som förvärvar egna aktier utan även mindre aktiebolag utnyttjar möjligheten. Många frågar sig om detta är början på en bestående förändring i redovisningspraxis där återköp ersätter vinstutdelning eller om det är en övergående modevåg bland börsföretagen.



Figur 1.1¹ Antal aktier som har återköpts av bolag på Stockholmsbörsen mellan år 2001-2005.

1.1 Bakgrund

Det främsta skälet till att företag och privatpersoner satsar pengar i aktier är förhoppningen om att få en god avkastning på sin investering. Mot bakgrund av detta kan återköpen tyckas märkliga. Alternativet till återköpen är utdelning, som har likheter med återköp. Fram till år 2000 var det enligt ABL förbjudet för svenska företag att

¹ Beräkning har skett utifrån Stockholmsbörsens statistik över återköp. Vi har justerat för avyttringar och makuleringar. Då snittpris pga. olika valutor ej redovisas i statistiken har vi valt att redovisa antalet återköpta aktier.

förvärva egna aktier. Så länge det var förbjudet var utdelning det enda sättet för ett företag att återföra vinstmedel till aktieägarna.

Det främsta motivet för att tillåta återköp av egna aktier var att:

”[...] det kan förbättra företagets förutsättningar att föra tillbaka överskottsmedel till aktieägarna och på det sättet bidra till ett effektivare utnyttjande av företagets och näringslivets resurser. Om ägarna kan använda medlen på ett sätt som ger en högre avkastning än vad företaget kan åstadkomma i sin egen förvaltning, skall medlen inte stanna i företaget utan återföras till ägarna” (SOU 1997:22, sida 20).

Dessa motiv måste ses mot bakgrund av det något ”läattsinniga” investeringsklimat som rådde under slutet av 1990-talet och förespråkarna för förvärv av egna aktier menar precis som utredarna av den nya ABL att företagen genom möjligheten till återköp överväger sina investeringsbeslut bättre. Börsklimatet har emellertid förändrats sedan dess; IT-bubblan sprack och börskurserna rasade, vilket ledde till att aktieägarna förlorade stora summor pengar. Aktieägarna är numera mer angelägna om snabb avkastning på sina aktier och detta uppnås på ett bra sätt genom att bolagen återköper egna aktier.

Andra motiv som framfördes för att tillåta återköp var att svensk lagstiftning skulle anpassas till europeisk och amerikansk lagstiftning. Tysklands inflytande på svensk handelspraxis har varit mycket stor ända sedan Hansan på 1300- och 1400-talet. Av detta följde stora likheter länderna emellan. Andra världskriget blev dock en vändpunkt, sedan vilket Sverige har tittat på den anglosaxiska världen när det gäller modeller och praxis inom handel och ekonomi. Sverige har sedan länge tagit till sig utländska, i synnerhet amerikanska, redovisningsregler, delvis därför att de anses införliva avsevärd teknisk sakkunskap. Många av Sveriges största företag är noterade på amerikanska börser och ett av noteringskraven är att de redovisar enligt amerikansk standard (Willmott et al. 1992).

I Storbritannien är förvärv av egna aktier förbjudet, men förbudet har så många undantag att det i praxis varit tillåtet sedan början av 1980-talet (Ibid.). USA är något av ett föregångsland på området och det har varit tillåtet för företag att förvärva egna aktier sedan 1982 (Grullon & Michaely 2002).

Riskerna med att företag återköper egna aktier är att kapital som skulle ha investerats för framtiden istället delas ut samt en tilltagande ägarkoncentration till följd av färre utestående aktier (Zachrisson Östhols, Aktiespararna 2005-05-04).

Marcus Wallenberg, tidigare VD för Investor, ger sin syn på saken i bolagets substansvärderapport januari-september 2004, sidan 1:

”Som ägare är frågan om en effektiv kapitalstruktur i innehaven viktig. Investors generella syn är att en stark finansiell ställning i första hand bör användas till lönsamma investeringar i den egna verksamheten, såsom t.ex. satsningar på organisk tillväxt och selektiva tilläggsförvärv. Den senaste börs- och konjunkturedgången har också visat att det är viktigt att ha balansräkningar som klarar perioder av svag efterfrågan och illikvida finansmarknader. När dessa faktorer tagits i beaktande bör bolagen utvärdera möjligheten att föra över eventuell kvarvarande överkapitalisering till aktieägarna.”

Ur citatet kan tydligt utläsas att Marcus Wallenberg inte är helt positiv till höga utdelningar och förvärv av egna aktier. Åtminstone bör investeringar komma i första hand.

Trots att allt fler företag väljer att återköpa delar av sina utestående aktier, är det fortfarande en majoritet av Stockholmsbörsens bolag som varken har eller är i färd med att köpa tillbaka aktier.

1.1.1 Hur återköp går till

Vid ändringen av Aktiebolagslagen år 2000 blev förvärv av egna aktier för publika aktiebolag noterade på en börs, en auktoriserad marknadsplats eller annan reglerad marknad tillåtet. Bolagsstämman beslutar om styrelsen ska bemyndigas att återköpa aktier. Aktierna måste dras in genom nedsättning av aktiekapitalet eller avyttras inom tre år, så fort det kan ske utan förlust. Efter de tre åren är en ogiltigförklaring av aktierna och därmed en nedsättning av aktiekapitalet tvingande. Nedsättningsbeloppet skall föras över till reservfonden. Aktier som ägs av bolaget självt ger inga röster, ger inget företräde till nyteckning av aktier vid en nyemission eller rätt till utdelning.

Förvärv får inte göras med större belopp än att det efter förvärvet finns täckning för det bundna egna kapitalet eller så att koncernens ställning riskeras. Bolaget får inte förvärva mer än en tiondel av bolagets totala antal aktier. Dotterbolags innehav skall räknas till denna tiondel (SFS 2000:66).

Återköp av egna aktier ger varken upphov till vinst eller förlust för företaget, utan skall redovisas som en ökning eller minskning av det fria egna kapitalet. Detta ska bolaget särredovisa i en not till balansräkningen. Återköp av egna aktier minskar alltså de utdelningsbara medlen (URA 24).

1.2 Problematisering

Börsbolagens återköp av egna aktier har debatterats flitigt i affärspressen de senaste åren. Denna förändring i redovisningspraxis möjliggjordes av ändringen av ABL men fram till dess hade detta förfarande varit förbjudet i nära 100 år. Återköpen uppvisar en ökande trend sedan år 2002 och förvänts nå sina högsta nivåer någonsin under 2005 och 2006. Ämnet är med andra ord högaktuellt och det har oss veterligen ännu inte gjorts några större studier på området i Sverige.

Återköp av egna aktier är ett nytt sätt för börsbolagen att överföra medel till sina ägare och påverkar sålunda bolagens redovisning. Vi har alltså med en redovisningsförändring att göra. För att förstå denna fordras en genomgång av hur och varför tidigare förändringar i redovisningspraxis har uppstått i Sverige. Det svenska redovisningssystemet har vuxit fram gradvis under drygt 100 år och förändringarna går, i och med en alltmer globaliserad finansmarknad, snabbare än på många år.

Trots att återköpen har fått ett stort genomslag är det endast runt 25 procent av bolagen på Stockholmsbörsen som utnyttjat möjligheten. Frågan är vilken typ av företag detta är. Har de många gemensamma karaktäristika eller återköper alla typer av företag egna aktier? Årsredovisningarna är bolagens kommunikation med dess intressenter och innehåller information som ligger till grund för beslutet om att återköpa aktier.

1.3 Syfte

Syftet med denna uppsats är att:

- göra en kartläggning av redovisningspraxis för börsbolagens återköp av egna aktier. Utifrån denna kartläggning vill vi påvisa gemensamma karaktäristika för såväl de återköpande som de ej återköpande bolagen.
- Vidare ämnar vi beskriva och skapa förståelse för vad som har legat bakom denna förändring i redovisningspraxis.

1.4 Uppsatsens disposition

För att läsaren av uppsatsen från början ska ha klart för sig vad som komma skall och inte ska mötas av överraskningar eller tveksamheter om varför kapitlen kommer i den ordning de gör eller på vilket sätt de hänger samman, följer här en beskrivning av uppsatsens disposition i stort.

Inledningsvis vill vi poängtera att uppsatsen på sätt och vis är tudelad. Den ena delen består av en historiegenomgång, vilken mynnar ut i en redogörelse för hur förändringar i det svenska redovisningssystemet har uppstått och beskriver hur återköp av aktier, som kan betraktas som en förändring i redovisningspraxis, kan förklaras utifrån detta historiska perspektiv. Den andra delen av uppsatsen handlar om de två grupperna återköpande samt ej återköpande företag, och vilka karaktäristika dessa grupper uppvisar.

De båda delarna syftar till att tillsammans bilda en synergistisk enhet på slutet, dvs. den sammanlagda förståelsen är större än summan av delarna.

I kapitel 2, Teori- och litteraturgenomgång, beskrivs de teorier och den litteratur som framgent används i uppsatsen. I kapitlet vidareutvecklas bakgrunden till problemet som finns i kapitel 1. Teori- och litteraturgenomgången ligger till grund för övriga kapitel och är därför placerat före dessa. Kapitlet är av stor vikt och bör läsas relativt noggrant och finnas i bakhuvudet då övriga delar av uppsatsen läses.

Kapitel 3, Metod, baseras på kapitel 1 och 2 och beskriver tillvägagångssättet, efter vilket vi arbetat, och vilket vetenskapligt synsätt vi har. Dessutom berörs viktiga frågor som urval, generaliserbarhet, reliabilitet, validitet, kausalitet och replikerbarhet. Delarna 3.1 Fenomenologi, 3.4 Urval och 3.6 Innehållsanalys bör läsas för förståelse av uppsatsen, övriga delar i kapitel 3 kan läsas vid intresse eller om någon fråga som rör dessa delar dyker upp.

Nästa kapitel, det fjärde i ordningen, innehåller den empiri vi samlat in och sammanställt. Tillvägagångssättet är beskrivet i metodkapitlet, medan frågor hänförliga specifikt till de olika variablerna tas upp i empirikapitlet. Empirin presenteras i text och figurer, dock utan tolkningar, utan endast objektivt. Kapitlet bör läsas parallellt med bilaga 7.2 som är en sammanställning över alla variabler. Tolknings av empirin kommer i nästa kapitel.

Slutdiskussionen i kapitel 5 resulterar i två delar. Den första, benämnd uppsatsens praktiska bidrag, behandlar konkreta slutsatser om de återköpande respektive icke-återköpande bolagen grundade på innehållsansalysens resultat. I den andra delen, kallad uppsatsens teoretiska bidrag, förklaras med utgångspunkt i litteraturgenomgången och den institutionella teorin i kapitel 2 hur och varför redovisningsförändringar i Sverige uppstått samt varför det svenska redovisningssystemet har sin nuvarande utformning. Kapitlet fortsätter med ett avsnitt som innehåller reflektioner kring uppsatsen och dess slutsatser. Det sista avsnittet innehåller förslag till vidare forskning på området.

2 Teori- och litteraturgenomgång

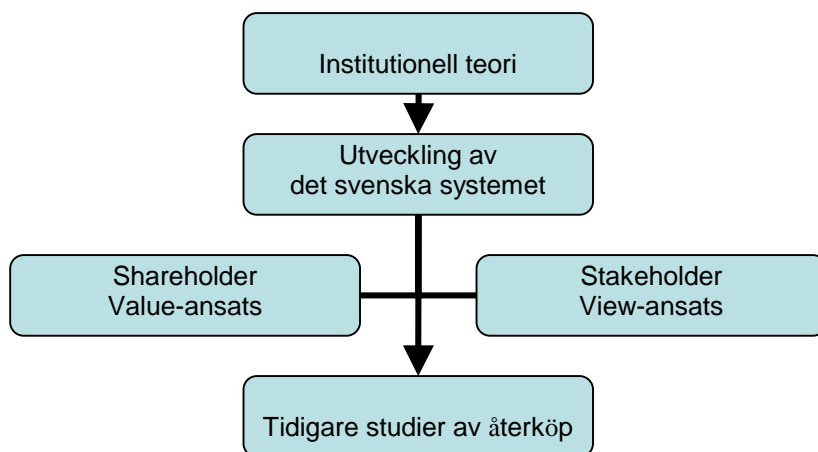
Teori- och litteraturgenomgången är en mycket viktig del i uppsatsen av flera anledningar. Resten av uppsatsen utgår ifrån detta kapitel och kapitlet lägger även en stor och viktig del av grunden för slutdiskussionen.

Som första teoridel ligger den institutionella teorin. Detta är en mycket grundläggande teori som har kopplingar till i stort sett alla övriga delar av uppsatsen. Det är den bredaste teori vi använder oss av och den skulle i princip kunna användas för att förklara samhällsstrukturen i stort. Det är viktigt att förstå den institutionella teorin för att kunna förstå uppsatsen som helhet. I synnerhet är teorin viktig för nästa litteraturdela, nämligen kapitlet om utvecklingen av det svenska redovisningssystemet. För att förstå varför systemet har utvecklats så som det har gjort, måste man ha den institutionella teorin i bakhuvudet. Det är nämligen i mångt och mycket institutionella förändringar det handlar om.

Nästa två avsnitt, Shareholder Value-ansatsen och Stakeholder View, är även de tätt knutna till varandra. De är båda dessutom en typ av institutionella teorier. Dessa tillämpas dock mer på den andra delen av uppsatsen, närmare bestämt på den som handlar om de återköpande respektive ej återköpande företagen och deras karaktäristika. Teorierna används dels för att motivera val av variabler och dels för att sedan i slutdiskussionen analysera empirin. Den institutionella teorin har samma roll i denna andra del av uppsatsen.

Den sista delen i teori- och litteraturgenomgången är Tidigare studier av återköp. Denna skiljer sig från de övriga genom att vara mycket praxisorienterad och vara specifikt inriktad på just aktieåterköp. Denna del mycket mer direkt applicerbar och kräver inte lika mycket eftertanke som övriga delar.

Vårt upplägg av teori- och litteraturgenomgången innebär att kapitlet börjar brett för att smalna av mer och mer. Viktigast är se den institutionella teorin som en slags grund för hela uppsatsen. I kapitel 4 (empiri) och kapitel 5 (slutdiskussion) knyts sedan teori och litteratur samman med empiri och bildar pudelns kärna, dvs. uppfyllandet av syftet och svar på problemställningen



Figur 2.1. Visar hur teori- och litteraturgenomgången är strukturerad. Kapitlet går från allmänt och brett till att mera specifikt handla om aktieåterköp.

2.1 Institutionell teori

Ekonomi och samhället utgör tillsammans en helhet inom vilken det pågår ett ständigt växelspel. De enskilda delarna kan av denna anledning inte analyseras och förstås oberoende av varandra. Ekonomi och samhället förändras och utvecklas i en ständigt pågående evolutionär process, vilken bara fullt ut kan förstås genom kunskaper även i andra ämnen än bara ekonomi, som t.ex. historia, statskunskap och socialsociologi. Språngvisa förändringar i de institutionella strukturerna orsakas av djupa kriser såsom finansiella kriser, krig, revolutioner samt naturkatastrofer (North 1990; Pålsson Syll 2002).

Helheten av samhället och dess ekonomi utgörs inte av en enkel summering av de båda delarna. Detta medför att antaganden såsom homo oeconomicus avfärdas eftersom individen är en del av ett socioekonomiskt sammanhang. Ekonomi som sådan är integrerad i hela samhället och för att analysera och förstå denna måste hänsyn tas till institutioner såsom lagstiftning, politik, kulturella mönster och traditioner. Dessa institutioner ger en vägledning för samspelet människor emellan, så att man vet hur man ska bete sig när man ska köpa äpplen på torget, bilda ett bolag eller i detta fall vad ett företag bör, eller får, göra med sina vinster. Av detta exempel framgår att det finns två olika kategorier av institutioner; formella och informella. De förstnämnda är att likna vid spelregler medan de senare är att likna vid ”sportsligt uppträdande”, dvs. en underliggande överenskommelse spelets deltagare emellan att respektera spelets regler (North 1990). Detta kan illustreras ytterligare med att det i fotboll tillhör sportsligt uppträdande att spela ut bollen till inkast/inspark om någon av det andra lagets spelare ligger skadad på planen, varefter det andra laget ger tillbaka bollen efter att den skadade spelaren fått behandling.

Institutionerna är emellertid inte identiska i alla länder vilket kan exemplifieras med att redovisningslagstiftningen, även om harmonisering pågår genom införandet av IFRS, inte är densamma i två olika länder. De existerande institutionerna i ett land förbinder nutiden med det förgångna, vilket innebär att historien blir en stegvis redogörelse för den institutionella utvecklingen. De utgör därigenom nyckeln till att förstå det ömsesidiga beroendet mellan politik och ekonomi (North 1990).

Organisationer skapas för att utnyttja de möjligheter institutionerna i kombination med den ekonomiska teorins vanliga begränsningar erbjuder. Med organisationer avses politiska, ekonomiska och sociala enheter samt utbildningsenheter. Då dessa enheter utvecklas förändrar de även institutionerna. Syftet med institutionerna är att minska transaktionskostnaderna men detta betyder inte att alla institutioner är effektiva (Ibid.).

Eftersom en organisation påverkas av och skapas för att utnyttja de institutionella omgivningarnas måste en organisation vara legitim i ögonen på dessa. Med legitim avses att något uppfattas som giltigt och acceptabelt. Handlingar ska inte enbart vara effektiva utan måste även vara socialt godtagbara eller erkända. Vad som anses legitimt ändrar sig således med institutionerna och varierar därför mellan olika länder men dessutom över tiden (March & Olsen 1989)

Ett företag tillkommer för att främja sina skapares syften och dess huvudsakliga syfte är att efter skaparens målsättningar maximera välbefinnande, inkomst eller att verka för andra möjligheter som medges av de institutionella ramarna. Då företagen strävar efter att uppfylla dessa målsättningar förändrar de fortlöpande den institutionella ramen utan att nödvändigtvis vara samhällsproduktiva eftersom de institutionella ramarna ofta ger felaktiga incitament. Incitamenten som finns inbyggda i de institutionella ramarna styr den typ av kunskap, de färdigheter och den utbildning deltagare i organisationer väljer att utveckla. Exempelvis väljer företagsledare att utveckla andra färdigheter än den italienska maffian. Efterfrågan på kunskap och färdigheter styrs således av den institutionella miljön, då denna miljö styr vilken kunskap samt vilka färdigheter som ger avkastning. På detta sätt uppmuntras samhället att investera i sådana färdigheter och sådan kunskap som indirekt höjer deras lönsamhet (North 1990).

Om utdelningen av att investera inom de institutionella ramarna understiger utdelningen av att försöka ändra de institutionella ramarna kommer företag som har en tillräckligt stark förhandlingsposition att investera i att förändra institutionerna, t.ex. aktiebolagslagstiftningen, istället. De institutionella förändringarna formas av två krafter; växande avkastning och imperfekta marknader. Utan växande avkastning på institutioner och där marknaderna bygger på konkurrens spelar inte institutioner någon roll (Ibid.).

Det är emellertid viktigt att institutionerna inte enbart är allokativt effektiva enligt de neoklassiska Pareto-förutsättningarna utan även adaptivt effektiva. Adaptivt effektiva institutioner formar ekonomins utveckling under lång sikt och medger inte att dåligt anpassade delar av den organisatoriska strukturen överlever. Allokativt effektiva regler tryggar dagens företag och avkastning på kort sikt men på bekostnad av den kreativa förståelseprocessen samt utvecklingen på längre sikt (North 1990).

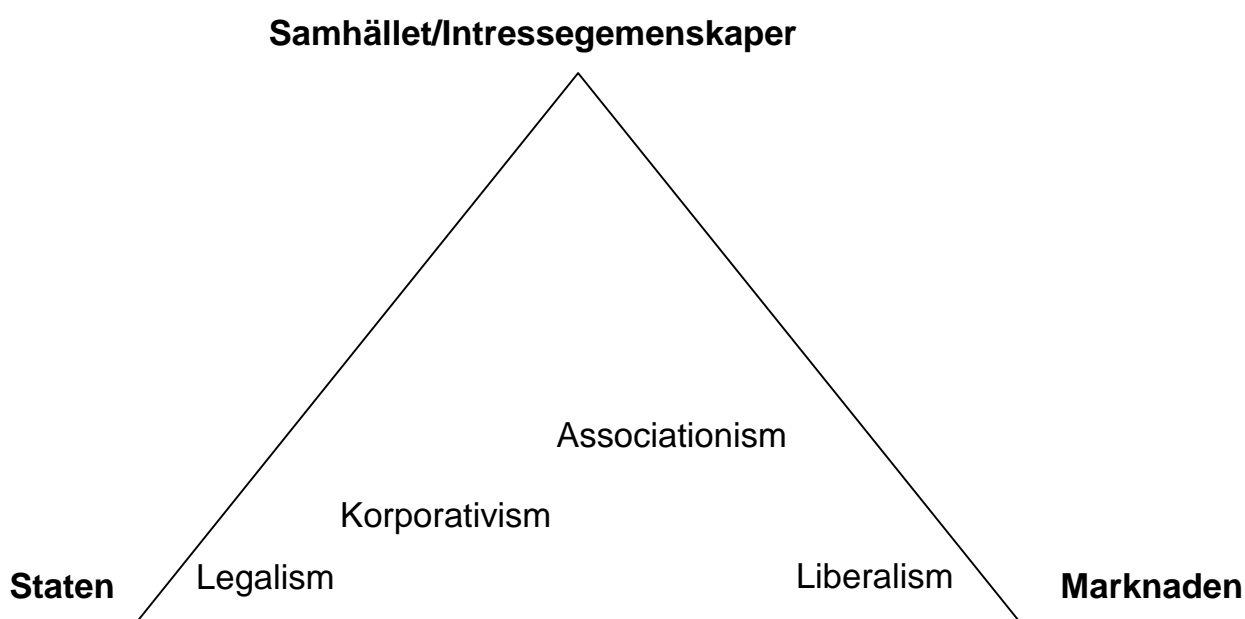
Företag skapas och drivs utifrån de möjligheter och begränsningar som samhället erbjuder. Deras agerande begränsas därigenom av samhällets institutioner. Genom att tillämpa institutionell teori kan vi studera vilka inbyggda incitamentsstrukturer som påverkar företagens beslut om återköp av egna aktier. Därigenom kan vi få en bild av vilka bakomliggande motiv som finns till återköpen. Institutionell teori framhåller vikten av att institutionerna även är adaptivt effektiva och frågan är hur återköp av aktier påverkar företagen på längre sikt. Kritiker till företags förvärv av egna aktier menar just att de sker på bekostnad av långsiktigt viktiga investeringar. Det föranleder oss till att ha investeringar som en av de variabler vi undersöker i innehållsanalysen.

Återköp av aktier var förbjudet i Sverige fram till år 2000 och är att betrakta som en institutionell förändring. Företagen själva var i allra högsta grad själva pådrivande i denna process (SOU 1997:22). Den institutionella teorin har i detta sammanhang en stor fördel då den såväl betonar interaktionen mellan berörda aktörer som mellan dessa och det existerande regelverket. Vad som är legitimt inom redovisningen har varierat kraftigt över tiden och just legitimitet är något som är väldigt viktigt vid utfärdande av normer och regler. Anses inte den utfärdande parten legitim kommer inte heller reglerna att anses vara det.

2.2 Utvecklingen av det svenska redovisningssystemet

Den historiska utvecklingen i ett land är av elementär betydelse för att förstå redovisningssystemets uppkomst och rådande utformning, då redovisningssystemets institutionella ram formats och utvecklats av ett lands historiska samt kulturella förhållanden (Willmott et al. 1992). För att få en så bra förståelse för det rådande svenska finansiella systemet har vi därför valt att göra en grundlig genomgång av det svenska finansiella systemets utveckling.

Hur den specifika regleringen i ett visst land ser ut bestäms av framförallt tre aktörer; staten, marknaden och samhället (intressegemenskaper) (figur 2.2) (Willmott et al. 1992)



Figur 2.2. Olika typer av reglering ställda i relation till de förhärskande modellerna för samhällsordning. (Baserad på Willmott et al. 1992).

Staten, marknaden och samhället är de tre extremformerna vad gäller redovisningsreglering. Legalism innebär att staten sköter och kontrollerar all reglering. I detta fall spelar lagstiftning och domstolsutslag stor roll för redovisningsutvecklingen. Den andra extremen, liberalism betyder att det inte finns någon reglering alls utan den sköts istället av marknadskrafterna. Den tredje och sista extremen innebär att rent privata organisationer i form av en intressegemenskap, såsom dåvarande amerikanska APB fram till 1973, sköter regleringen helt utan statlig inblandning. Normeringen sköts m.a.o. inte av en partsammansatt organisation (Artsberg 2003).

Utöver dessa tre extremer finns två blandformer; associationism och korporativism. Den senare uppstår då staten genom partsammansatta organisationer inordnar andra grupper av intressenter inom sin normering. Korporativism är och har varit vanligt förekommande i europeiska länder såsom Frankrike och Sverige. Associationism innebär att olika grupper i samhället går samman för att upprätta normer tillsammans. Denna form av reglering är vanlig i de anglosaxiska länderna där regleringen anses ta form i den privata sektorn (Artsberg 2003).

Redovisning kan betraktas som rapportering under ett formaliserat regelverk utformat för att se till att mottagaren inte blir vilseledd. Redovisning kan anses fylla en funktion då (a) något behövs för att rättfärdiga behovet av nya lagar och (b) någon anses tillförlitlig nog för att anförtros utarbetandet av de nya lagarna (Jönsson 1991)

Det första villkoret uppfylls vanligtvis av en kris eller skandal som visar att rådande förhållanden inte är ändamålsenliga. Genom denna skandal eller insikt uppdragas att en grupp i samhället står i konflikt med en utomstående överlägsen makt (staten). Det senare villkoret kan uppfyllas av en sammanhållen grupp som är tillräckligt väletablerad för att ikläda sig rollen som representativa experter (Ibid.).

Redovisningsförändringar uppstår sålunda främst genom finanskriser. För att kunna tala om en finanskris anses tre kriterier behöva vara uppfyllda:

1. Betydande banker har slagits ut
2. eller skulle ha slagits ut om inte statsmakterna ingripit samt
3. allmänhetens förtroende för det finansiella systemet skulle vid den aktuella tidpunkten vara satt i gungning (Lybeck 1992).

Sverige har de senaste 150 åren drabbats av fyra ”moderna” kriser som kan anses uppfylla dessa krav; 1878/79-års järnvägsobligationskris, deflationskrisen på 1920-talet, Kreugerkraschen samt 1990-talskrisen där de två sistnämnda fått störst konsekvenser för den institutionella utvecklingen i Sverige. Med moderna kriser menas att överflöd är ett nödvändigt villkor för att dessa kriser uppstår, dvs. den ökade produktionsvolymen efterfrågas inte av konsumenterna (Boksjö & Lönnborg-Andersson 1994).

2.2.1 Järnvägsobligationskrisen

Under slutet av 1860-talet och början av 1870-talet upplevde Sverige sin ditintills starkaste konjunkturuppgång och tog steget in i industrialismens tidevarv. Detta stimulerade utbyggnaden av det svenska järnvägsnätet som framförallt finansierades genom omfattande obligationslån (Boksjö & Lönnborg-Andersson 1994).

Världskonjunkturen nådde sin topp 1873, vilket ledde till prisfall på svenska industriprodukter, vilket i slutändan innebar att några privata järnvägsbolag år 1877 tvangs ställa in betalningarna av kupongränta på sina obligationslån. Detta medförde ett kraftigt prisfall på järnvägsobligationer under 1878 (Boksjö & Lönnborg-Andersson 1994).

Lågkonjunkturen innebar att talrika svenska företag fick ställa in betalningarna och gick i konkurs. Bankverksamheten drabbades därigenom allmänt av stora ekonomiska problem. Staten var till en början emellertid ovillig att ingripa då 1824 års banklag explicit betonade att, i Sverige verksamma banker inte under några omständigheter hade rätt att fordra statligt "låneunderstöd". Bolags- och redovisningslagstiftningen under denna tid grundades på den franska *Code de Commerce* och för att få bilda bolag krävdes statliga koncessioner. Efter omfattande debatt lade regeringen 1879 fram en proposition om inrättandet av en lånekassa, kallad Jernvägshypoteksfonden, där kreditanstalter kunde belåna sina järnvägsobligationer.

Obligationskrisen 1878/79 innebar att staten för första gången i Sveriges historia, visserligen på ett indirekt sätt, ställde sig som yttersta garant för insättningsmedlen ("Lender of last resort"). Principiellt viktigt är att statsmakterna valde att stödja kreditinstituten och att de inte lät dem gå i konkurs för att sedan ersätta spararna. I förlängningen innebar krisen början på framväxten av interventionistiska idéer i Sverige och en diskussion om statmakternas agerande under kristid grundades 1878 (Ibid.).

Revisorsprofessionen existerade inte under denna tid utan revision utfördes vanligtvis av lekmän. I syfte att markera professionen mot lekmanarevisorerna grundades år 1895 Svenska Revisorsamfundet (SRS) (Jönsson 1991)

2.2.2 Deflationskrisen

Stockholms Fondbörs grundades 1901 och medförde ökad spekulation i samhället. I syfte att balansera den ökade spekuleringen infördes år 1911 aktieförvärvsrätt för bankerna, vilken ökade bankernas roll för finansiering av nya industriella företag, då bankerna därigenom kunde agera direkta ägare i näringslivet samt delta i emissionsaffärer. Motiven bakom införandet av aktieförvärvsrätten var dels att öka tillgången på riskkapital och dels att förbättra allokeringen av kapital (Boksjö & Lönnborg-Andersson 1994; Jönsson 1991).

Första världskriget förde med sig en högkonjunktur med inflation och försörjningsproblem för den svenska ekonomin. Mot slutet av 1910-talet mattades den internationella högkonjunkturen och under 1920 övergick inflationen i deflation. Deflationen förstärktes av den ekonomiska politiken, där regeringen vidtog

åtstramningar i syfte att stärka kronans värde. Prisfallet orsakade förluster med fallande börskurser som följd. Redovisningen reglerades via lagar och det redovisningens huvudsakliga syfte vid denna tidpunkt ansågs vara att bestämma bolagens utdelningsbara medel. (Boksjö & Lönnborg-Andersson; Jönsson 1991).

På grund av fallande börskurser fick bankerna allvarliga problem då de hade beviljat lån mot aktiesäkerheter. För att rädda det finansiella systemet var staten tvungen att kliva in på marknaden och agera "lender of last resort" genom att aktivt stödja krisbanker genom den tillsammans med Riksbanken och Svenska Bankföreningen inrättade "Kreditkassan af år 1922".

Konsekvenserna av deflationskrisen på kort sikt blev att misstänksamheten för den sviktande aktiemarknaden tilltog och att stora aktieposter fanns till salu, vilket bl.a. Ivar Kreuger kom att utnyttja. Bland de mer långsiktiga effekterna märktes en omstrukturering av den svenska kreditmarknaden där affärsbankernas betydelse minskade samt att det blev förbjudet för banker att förvärva aktier i bolag som huvudsakligen sysslade med att förvalta eller driva handel med aktier och fast egendom. Den tidigare intentionen att affärsbankerna skulle dämpa spekulativen övergavs. Det svenska näringslivet genomgick också en rationalisering, vilket gjorde att det stod bättre rustat för att möta 1930-talets kris. En annan viktig händelse i deflationskrisen kölvatten var Föreningen Auktoriserade Revisorers grundande 1923. Föreningen bildades efter en utbrytning ur Svenska Revisorssamfundet. (Boksjö & Lönnborg-Andersson 1994; Jönsson 1991)

Den allmänna opinionen förändrades också såtillvida att krav restes på en striktare kontroll av bankverksamheten. AB Kreditkassan omvandlades till ett helstatligt bolag och de samarbetande affärsbankerna återfick sitt insatta kapital (Boksjö & Lönnborg-Andersson 1994).

2.2.3 Kreugerkraschen och dess följder

Kreugerkraschen 1932 är den enskilda händelse tillsammans med 1990-talskrisen som fått otvivelaktigt störst betydelse för utformningen av det finansiella systemet i Sverige. Till en början drabbades Sverige, tack vare de rationaliseringar som deflationskrisen förde med sig, inte lika hårt som resten av västvärlden av den internationella depressionen 1929-31. Men den finansiella kris som drabbade Europa 1931 fick konsekvenser även för den svenska ekonomin (Boksjö & Lönnborg-Andersson 1994).

För att förstå hur Kreugerkraschen kunde inträffa fordras en förståelse för hur Kreuger-imperiet var uppbyggt. Kreugerkoncernen var starkt beroende av ett högt förtroende hos kreditgivare och –placerare, då verksamheten byggde på expansion, något som krävde

en ständig tillförsel av kapital. För att möjliggöra de ständiga förvärven och bokföringsvinster vid koncerninterna transaktioner var tillgångarna i de olika koncernbolagen generellt sett övervärderade. De redovisade vinsterna samt de vinster som utbetalades hade därför ingen realistisk grund i den verkliga vinsten. Det stora problemet för koncernen var sålunda att nytt kapital ständigt måste tillföras för att koncernen skulle klara de stora utdelningarna, samtidigt som utdelningarna måste vara höga då dessa möjliggjorde framgångsrika emissioner på kapitalmarknaderna. Detta drev in koncernen i en ond spiral. Koncernen kunde komma runt problemet på kort sikt genom den internationella expansionen och upplåningen på den amerikanska kapitalmarknaden, men på längre sikt fanns små möjligheter att komma tillrätta med problemen och vad som inom en sund organisation skulle ha blivit en nedgång blev för Kreugerkoncernen istället en krasch.

De svenska statsmakterna tog efter Kreugerkraschen ett stort ansvar då de drev igenom en moratorielag som gav koncernen anstånd med skuldbetalningarna. Riksbanken tillsatte dessutom en utredning om koncernens ekonomiska ställning, varpå ansvaret överlämnades till Kreugerkommissionen. Dessutom anlätades den brittiska revisionsbyrån Price, Waterhouse & Co för att granska koncernens bokföring ytterligare. Anledningen till att en brittisk revisionsbyrå anlätades var att ingen svensk byrå hade de resurser som krävdes för att ta sig an uppgiften (Boksjö & Lönnborg-Andersson 1994; Jönsson 1992).

Kreugerkommissionen kom fram till att koncernens ekonomiska ställning inte tillät någon annan form av avveckling än genom konkurs. Samma dag lämnades bolagets konkursansökan in. Kreugerkoncernen hade vid ingången av 1932 krediter från svenska banker motsvarande 18 procent av bankernas totala utlåning.

Direkta effekter av kraschen var att bankerna förbjöds, med undantag för att skydda sig mot nödlidande fordringar, att för egen räkning äga aktier. Kreugerkraschen innebar också stora förändringar i ägarstrukturen inom den svenska industrin, då Kreugerkoncernens ägarintressen återigen hamnade i olika bankers maktsfärer.

En mer långsiktig effekt av Kreugerkraschen var att allmänhetens intresse för börsen sjönk i botten och att företagen därför sökte nya finansieringsmöjligheter, t.ex. via obligationsmarknaden. Tack vare den kraftiga konsolideringen under 1930-talet ökade också de svenska storbolagens självfinansiering markant och bankernas roll som finansiär för dessa minskade ytterligare (Boksjö & Lönnborg-Andersson 1994).

Den socialdemokratiska regeringen kom till makten under samma år (1932) och började bedriva en mer aktiv konjunkturpolitik och mot andra halvan av 1930-talet användes också Keynesiansk finanspolitik för att genom statsbudgeten jämna ut konjunktursvängningarna (Boksjö & Lönnborg-Andersson 1994). Näringslivet tappade mycket av sin legitimitet pga. Kreugerkraschen och depressionen, något som gav arbetarrörelsen möjlighet att ta ett fast grepp om statsapparaten. Arbetarrörelsen kunde härigenom lägga grunden till sitt framtida maktinnehav och regerade, med undantag för andra världskriget, fram till 1976. En anda av samförstånd växte fram mellan näringslivet och arbetarrörelsen, vilket inte minst tog sig uttryck i Saltsjöbadsavtalet mellan SAF och LO som bringade lugn på arbetsmarknaden (Jönsson 1991).

Saltsjöbadsavtalet fick marknaden för redovisningsreglering att mer eller mindre försvinna då överenskommelsen möjliggjorde självfinansiering för vinstgivande företag och medförde att redovisningen huvudsakligen blev en fråga då skatten skulle beräknas. Utöver detta var årsredovisningarna av liten betydelse då kapitalmarknaden var relativt betydelselös (Ibid.).

På lagstiftningsområdet kom Kreugerkraschen att få stor betydelse; bl.a. skärptes kraven på revisorns oberoende. Det svenska näringslivet hade fram till denna tidpunkt varit tämligen oreglerat. Revisorsprofessionen var vid denna tidpunkt för svag för att komma med egna förslag och åsikter på området och initiativen kom därför från staten. Sammantaget var dock Kreugerkraschen till stor hjälp för revisorerna som profession då de tack vare Kreugerkraschen dels fick ett erkännande om behovet av kvalificerad revision samt dels kunde etablera sig som en profession bestående av oberoende experter (Ibid.).

Deltagandet i utredningar i egenskap av experter kom också att bli kännetecknande för FAR:s arbetssätt. Då revisorsprofessionen var för svag för att själv ta initiativ på lagstiftningsområdet infiltrerade professionen istället på detta sätt de existerande maktstrukturerna. Det framstår som att det är staten som ligger bakom förändringarna men professionen har en röst där den gör sig bäst hörd. Jönsson (1991) gör liknelsen med en parasit, då FAR utnyttjade resurser på statens bekostnad.

Aktiebolagsutredningen som följde i Kreugerkraschens kölvatten mynnade ut i en ny aktiebolagslag som kom 1944. I förarbetena till den nya lagen angavs att bolaget inte bara skulle vara ett instrument för privat vinst utan också bidra till den industriella och samhällsliga utvecklingen. Bolaget skulle också skyddas från aktieägare och "andra element", vilka skulle kunna hota bolagets fortsatta existens. Samtidigt som bolagen skulle ges goda tillväxtmöjligheter. Detta tog sig uttryck dels i utdelningsrestriktioner samt dels i förbud mot utdelning av vinstmedel vid en ofördelaktig skuldsättningsgrad. Den nya aktiebolagslagen innebar också nya regler vad gällde koncernredovisningen.

Kreugerkraschen hade tydligt illustrerat hur det gick att kringgå den gamla aktiebolagslagen genom att upprätta stora koncerner.

År 1955 avskaffades den fria lagervärderingen och de fria avskrivningarna. De bakomliggande motiven var dels att förbättra redovisningen samt dels att regeringen ville styra näringslivets investeringar. I samband med avskaffandet av de fria avskrivningarna infördes, i form av investeringsfonderna, ett skatteincitament. Vinster som avsattes till investeringsfonderna fick dras av på skatten. Fondmedlen fick endast användas efter ett godkännande av staten. Investeringsfonderna avskaffades först i och med skattereformen 1991 (Jönsson 1991; Nationalencyklopedin)

Under 1960-talet ökad aktiemarknadens betydelse som finansieringskälla för näringslivet. Detta berodde till stor del på uppförandet av folkhemmet som slukade stora summor pengar och tvingade staten till en sträng reglering av den finansiella sektorn. Sålunda ökade efterfrågan på och behovet av informativ redovisning. Detta uppsving sammanföll med att FAR var redo att utfärda egna redovisningsrekommendationer och föreningen satte därför upp en redovisningskommitté med syftet att utfärda sådana (Jönsson 1991).

Den politiska viljan att reglera näringslivet var stor under slutet av 1960-talet och fram till mitten av 1970-talet. På redovisningsområdet tog detta sig uttryck i grundandet av den korporativistiska Bokföringsnämnden (BFN) år 1976. Syftet med BFN var bl.a. att fungera som uttolkare för god redovisningssed. FAR hade fram till dess varit den ledande organisationen. Motiven bakom inrättandet av BFN var att staten menade att FAR inte skulle fungera som uttolkare för god redovisningssed, då revisorer som profession inte var opartiska i sammanhanget. Utöver detta övertog staten genom Kommerskollegium rollen som utfärdare av auktorisation för revisorer samt tillsynsorganisation för revisorsprofessionen (Puxty et al. 1987; Jönsson; 1991 Willmott et al. 1992).

2.2.4 1990-talskrisen

Den senaste finanskrisen i Sverige inträffade i början av 1990-talet. Denna kris skiljer sig från tidigare finanskriser såtillvida att den drabbade hela banksystemet. Under tidigare kriser drabbades främst enskilda affärsbanker. För att få en full förståelse för 1990-talskrisen krävs en genomgång av 1980-talets institutionella utformning (Boksjö & Lönnborg-Andersson 1994).

Fram till 1985, då ränteregleringen och utlåningstaket avskaffades, hade Riksbanken ett batteri av instrument för att styra kreditströmmarna. I detta batteri ingick bl.a. valutareglering, rätetakt samt likviditetskvoter som angav bankernas utlåningstak.

Syftet med denna reglering var dels att motverka och styra konjunktursvängningarna samt dels att se till att medel fanns till det stora bostadsbyggandet och det växande statliga budgetunderskottet (Boksjö & Lönnborg-Andersson 1994).

Bankernas utlåning styrdes till prioriterade sektorer och konsumtionskrediter till konsumenter ransonerades mycket hårt. Av denna anledning uppstod finansbolag som kunde ge krediter till kunder som bankerna pga. reglering var förhindrade att ge. Staten försökte genom lagstiftning begränsa markanden för finansbolagen, men detta hjälpte föga då utlåningen till allmänheten ökade kraftigt under 1980-talet. Regleringssystemet framstod mot denna bakgrund som icke-ändamålsenligt och för att stimulera aktie- och finansmarknaderna ansågs det nödvändigt att avskaffa ränteregleringen för att på så sätt öka konkurrensen i den finansiella sektorn. Samtidigt gick den svenska ekonomin in i en högkonjunktur. Högkonjunkturen ledde till att den socialdemokratiska regeringen valde att expandera den offentliga sektorn ytterligare. Den expansiva politiken i kombination med avregleringarna på kreditmarknaderna bidrog till att bankernas utlåning sköt i höjden samt en hög inflationstakt (Ibid.)

Kapitalmarknadens starka tillväxt stimulerade innovationer inom finansiell redovisning och obefogad uppmärksamhet riktades mot nyckeltal istället för mot redovisningsprinciper. Fusioner och uppköp var patentreceptet för att uppnå tillväxt. I takt med kapitalmarknadens ökade betydelse började FAR i allt större utsträckning att anpassa sina rekommendationer efter kapitalmarknaden istället för staten. De stora multinationella företagen avvek emellertid trots detta från FAR:s rekommendationer och redovisade vissa poster efter eget tycke och smak. FAR tog därför initiativ till att bilda ett partsammansatt organ liknande FASB i USA. Så bildades Redovisningsrådet (RR) genom inrättandet av Stiftelsen för god redovisningssed år 1989 av staten genom BFN, FAR och dåvarande Sveriges Industriförbund (idag Svenskt Näringsliv) (Jönsson 1991; Artsberg 2003).

Kapitalmarknadens ökade betydelse tog sig även uttryck i politiken. Borgerliga partier, inspirerade av president Reagans politik i USA, framförde krav på ett systemskifte i nyliberal riktning. Dessa nya strömningar tog sig bl.a. uttryck i skattereformen samt avskaffandet av valutaregleringen som båda beslutades 1989. Skattereformen infördes dock inte fullt ut förrän 1991. Riksdagsvalet samma år ledde till ett maktskifte, vilket framförallt medförde privatiseringar, begränsningar av den offentliga sektorn samt minskat statligt inflytande. Dessutom vidtog den nya regeringen åtgärder för att främja företagsamheten i Sverige (Nationalencyklopedin).

Skattereformen och avskaffandet av valutaregleringen 1989 ledde till att efterfrågan på fastigheter sjönk, framförallt då skattereformen förväntades göra boende och lånefinansiering dyrare men även eftersom avskaffandet av valutaregleringen ökade

intresset för utländska investeringar på bekostnad av de inhemska. Detta ledde till ett stort ras på fastighetsmarknaden eftersom fastighetsbolagen led av likviditetskriser och stora kreditförluster pga. att de fastigheter som ställts som säkerhet för lånen sjönk kraftigt i värde. Dessutom hade antalet blanco-krediter ökat från åtta procent till närmare en fjärdedel av alla beviljade krediter under 1980-talet. I efterhand framstår det att tillväxt och erövrande av marknadsandelar, precis som under deflationskrisen 1922, ersatte marknadsmässig kreditbedömning (Boksjö & Lönnborg-Andersson 1994).

Under 1990 förvärrades krisen ytterligare allteftersom fastighetspriserna fortsatte nedåt och realräntorna steg till följd av sjunkande inflation som i vissa sektorer förbyttes till deflation. Dessutom tvingade beslutet om att hålla fast vid den fasta kronkursen i maj 1991 fram en deflationistisk räntepolitik, vilket ytterligare underblåste dessa tendenser. Finansbolagens ekonomiska problem spred sig snart till affärsbankerna, vilket hotade hela banksystemet. Då kreditförlusterna hotade insättarnas pengar tvangs staten att under 1991 vidta åtgärder för att hjälpa vissa banker. En likhet med deflationskrisen 1922 var inrättandet av den statliga Bankstödsnämnden som i likhet med Kreditkassan under 1920-talet skulle hjälpa banker i kris (Ibid.).

Under krisåren försvagades de svenska statsfinanserna kraftigt med en galopperande statsskuld som följd. Denna tendens hade börjat redan under 1970-talets lågkonjunkturer men trots detta fortsatte expansionen i den offentliga sektorn under 1980-talet. 1990-talskrisen ledde därför till omfattande nedskärningar i den offentliga sektorn och fallande förtroende för den svenska ekonomin. Den ökande statsskulden och det minskade förtroendet i den svenska ekonomin i kombination med att utländska långivare sade upp sina krediter till svenska finansbolag bidrog till att Sverige drabbades av en valutakris. Av denna anledning tvingades regeringen att utfärda en allmän garanti för bankernas och vissa bostadsinstituts förpliktelser. Beslutet om att hålla fast vid den fasta kronkursen, vilken för utländska placerare föreföll övervärderad, förstärkte det pågående kapitalutflödet från Sverige. För att försvara kronkursen höjde Riksbanken räntan till otroligt höga nivåer men då detta visade sig verkningslöst övergavs knytningen till Ecu och kronkursen fick flyta fritt. (Boksjö & Lönnborg-Andersson 1994, Nationalencyklopedin)

År 1991 lämnade Sverige in en ansökan om medlemskap i dåvarande Europeiska gemenskapen (EG). Sverige trädde in i EU 1995 och detta innebar en harmonisering av den svenska redovisningslagstiftningen till europarätten. Denna harmonisering resulterade bl.a. i att BFN fick utökade befogenheter genom tilldelandet av det övergripande ansvaret för den kompletterande normgivningen samt inrättandet av Revisorsnämnden (RN). RN övertog Kommerskollegiums uppgift som tillsynsmyndighet för landets godkända och auktoriserade revisorer samt registrerade revisionsbolag. RN är en partsammansatt organisation som lyder under

Justitiedepartementet och inrättades som en del av 1995 års revisorslag. I förarbetet till denna lag framhölls att överförandet av revisorsfrågorna till en självständig partsammansatt organisation. Vidare framhölls att den nya organisationen visade på revisionens betydelse (Artsberg 2003; Nationalencyklopedin; Revisorsnämnden).

År 1998 övertogs Stiftelsen för god redovisningsseds uppgifter av nuvarande Föreningen för god redovisningssed. Medlemmar är idag Stockholmsbörsen, FAR, Svenska Bankföreningen, Svenska Fondhandlareföreningen, Sveriges Försäkringsförbund, Svenskt Näringslivet samt Västsvenska och Sydsvenska Industri- och handelskamrarna. Till följd av föreningsformen har organisationen bytt karaktär från att vara en korporativistisk till att bli en helt privat organisation, vilket liknar strukturen i Förenta Staterna och Storbritannien. BFN har visserligen ansvaret för den kompletterande normgivningen men ska i likhet med amerikanska SEC inte utfärda några egna normer utan mer ha en tillsynsroll. År 2001 beslutade EU om att införa ett regelverk baserat på den privata internationella redovisningsorganisationen IASB:s normer, IFRS. Detta nya regelverk infördes 2005 och är tvingande för alla marknadsnoterade bolag inom EU. Av denna anledning har Redovisningsrådet (RR) upphört med att ge ut egna rekommendationer. RR har istället valt att inrikta sitt arbete mot tillämpnings- och efterlevnadsfrågor av IFRS i Sverige. IASB är liksom RR en privat partsammansatt organisation och menar att redovisningen i första hand ska vara användbar för dem som fattar beslut huruvida de ska sälja, köpa eller behålla ett företags aktier (Artsberg 2003; Willmott et al. 1992).

2.3 Shareholder Value-ansatsen

Rappaport (1986) skriver att företag i sin affärsidé allt som oftast hävdar att deras mål är att maximera aktieägarnas totala avkastning genom utdelning och ökning av aktiepriserna. Detta är ett allmänt vedertaget mål, men hur det ska uppnås råder delade meningar om. Det finns fyra anledningar för ledningen att ha en aktieägarorientering.

1) Ett relativt stort eget ägande innebär att aktieägarnas och ledningens intressen till viss del sammanfaller. Dock kan ledningens riskvillighet avvika från aktieägarnas, då aktieägare kan balansera ökad risk i företaget genom en väldiversifierad aktieportfölj, medan ledningen endast kan balansera risken mot andra aktiviteter inom företaget. Detta kan alltså leda till större riskaversion hos ledning än hos ägare.

2) Ersättning knuten till aktieägaravkastning i allmänhet och incitamentsprogram i synnerhet kan öka fokuset på aktieägarna. Optionsprogram och liknande har detta syfte. Dock kan rörelser i aktiekursen bero på faktorer som ledningen inte kan påverka. En del företag knyter istället incitamentsprogrammen till redovisningsmått, vilket kan innebära att ledningens strategier är dåliga ur ett aktieägarperspektiv.

3) Hotet om uppköp kan vara effektivt för att förmå ledningen att arbeta för aktieägarnas bästa. Om inte ledningen arbetar för aktieägarna torde det leda till sjunkande aktiekurser. Andra företag kan då se möjligheten att med en annan ledning öka värdet på bolaget och därför betrakta det som en intressant uppköpskandidat. Ledningens anställning hotas därför av låga aktiekurser.

4) Konkurrensen på arbetsmarknaden för chefer gör att de mer eller mindre tvingas ha aktieägarnas bästa för ögonen. En chef i ett företag som lyckats stegra aktiekursen blir eftertraktad av andra företag.

Shareholder Value-ansatsen är kritisk till redovisningsmässiga nyckeltal, såsom EPS (earnings per share), ROI (return on investment) och ROE (return on equity) och menar att det finns stora brister i dessa mått. Utan att gå för djupt in i detaljer följer här en summering av varför kritiken finns:

Beroende av hur man räknar blir vinstmättet olika och det finns flera olika accepterade metoder. Många egentligen fiktiva faktorer spelar roll, såsom hur man matchar kostnader och intäkter eller om man använder FIFO (first-in, first out) eller LIFO (last-in, first-out) vid beräkning av försäljningskostnader. Ingen hänsyn tas till hur riskfyllt projektet är. Lånefinansiering av ett projekt ökar avkastningsmöjligheterna, men också risken. Därför måste risken beaktas om man vill räkna ut om projektet verkligen tillför värde till företaget. Inte heller tas hänsyn till investeringar, vilket betyder att vinstmåttan är starka trots att stora kassaflöden flutit ut ur bolaget pga. nödvändiga investeringar i sysselsatt kapital samt i fasta tillgångar. Detta sker eftersom investeringarna inte kostnadsförs utan balanseras. Om framgången för företaget mäts i vinst, skulle det lätt leda till att inga pengar delas ut, utan istället investeras i projekt som ger en positiv avkastning. Men så länge avkastningen är lägre än den acceptabla minimiavkastningen, minskar företagets värde. Det vore då bättre att dela ut pengarna till aktieägarna och låta dem investera med bättre avkastning. Det sista argumentet är att redovisningsmått inte tar hänsyn till pengarnas tidsvärde, vilket är grundläggande vid beräkning av värdet av en investering. Det för oss in på hur Shareholder Value-ansatsen menar att ett företag ska drivas.

Verksamheten skall öka värdet på företaget och generera pengar till dess ägare. I centrum står ett starkt kassaflöde, som innebär att de olika intressenterna kan tillfredsställas och möjliggör utdelning till aktieägarna (alternativt återköp av aktier) samt en stegring av aktiekursen. Det ekonomiska värdet av en investering beräknas genom att diskontera framtida kassaflöden med kapitalkostnaden. Företagets värde består av dessa kassaflöden under prognosperioden plus det totala värdet av alla kassaflöden efter prognosperioden. Till dessa läggs dessutom de värdepapper och andra

investeringar som kan omvandlas till likvida medel och som inte behövs i verksamheten (Rappaport 1986).

Trots att Shareholder Value-ansatsen utsatts för en hel del kritik (se Stakeholder View), menar vi att den har haft och fortfarande har ett stort inflytande på svenska företag och dess ledningar. Betydelsen av Shareholder Value framhålls bland annat i den aktuella affären mellan Old Mutual och Skandia. Dels från Skandias sida där de menar att en affär skulle inverka negativt på Shareholder Value, och dels från Old Mutuals sida, vilka menar det motsatta. Dessutom tas Shareholder Value upp som en viktig del i finanskurser på svenska universitet och högskolor (Skandia; Old Mutual; Arnold 2002; Ross et al. 2002).

2.4 Stakeholder View

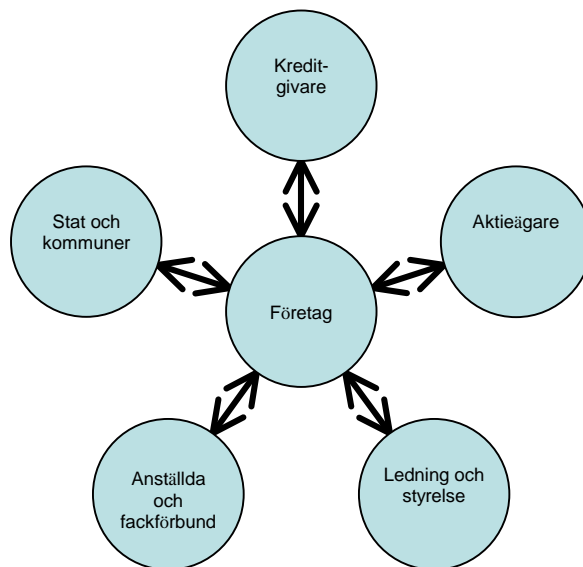
Som en till vissa delar motsägande och till andra delar konvergerande teori till Shareholder Value-ansatsen kan man betrakta Stakeholder View. Denna teori kritiserar Shareholder Value-ansatsen för att vara för smal och försumma viktiga intressenter i företaget. Samtidigt ser den aktieägarna som en självklar och mycket viktig intressent, för vilkas bästa företaget måste arbeta, men utan att förbise övriga intressenter.

I Stakeholder View ingår inte enbart ekonomiska intressen, utan även etiska, politiska m fl., vilket har stora likheter med den institutionella teorin. En indelning kan göras i *intresse*, *rättighet* och *ägande*. Intresse är brett och kan röra många olika intressenter i en enskild fråga. Om kommunen vill stänga en skola, så kan kommunen, föräldrar, lärare, elever ha ett intresse i denna fråga. Rättigheter kan vara legala och moraliska och ägande rör i många fall aktieägare. Det gäller för företagen att definiera de övergripande grupper av intressenter som finns och inom dessa de specifika. Om företaget lyckas definiera dessa och sedan arbeta så att allas intressen tillgodoses, bidrar detta till att göra företaget framgångsrikt i ekonomiska termer (Carroll & Buchholtz 2000). Längre ned i texten har vi fastställt en del nyckelintressenter i ett företag, då det handlar om vad företaget ska göra med sina vinster. Då vi inte går på djupet i Stakeholder View, utan framförallt använder modellen för att legitimera våra val av variabler i innehållsanalysen, har vi inte definierat alla tänkbara intressenter, utan håller oss till de mest väsentliga.

Stakeholder View är deskriptiv, instrumentell, normativ samt ”managerial” (Donaldson & Preston 1995). Att den är deskriptiv innebär att den beskriver organisationen utifrån ett Stakeholder-perspektiv. Dess instrumentella natur går ut på att Stakeholder View kan användas för att uppnå klassiska mål, såsom lönsamhet och tillväxt. Den normativa sidan visar företagets funktioner och beskriver intressenternas roll. Intressenterna är de som har intressen i företaget, oavsett om företaget har något egentligt intresse av dem.

Dessa olika intressen skapar tillsammans värde för företaget. Att teorin är ”managerial” innebär att den inte bara beskriver hur situationen ser ut idag eller beskriver orsak-verkan-samband. Istället rekommenderar den attityder, strukturer och metoder som tillsammans utgör Stakeholder Management, dvs. hur företaget bör drivas för att tillgodose intressenternas intressen. Samtidigt klargörs att inte alla intressenter bör ha lika stort inflytande på processer och beslut.

Vi har definierat ett antal intressenter som vi menar är aktuella då det handlar om vad ett företag gör med sina vinster i allmänhet och aktieåterköp i synnerhet (Figur 3.1). Alla dessa har olika sorters intresse i företaget, men också företaget har ett stort intresse i dem.



Figur 3.1. De olika intressenter (stakeholders) kring ett företag som är aktuella i samband med aktieåterköp.

Interna intressenter är:

Aktieägarnas intresse är tydligt och är ett genomgående tema i uppsatsen, inte minst i kapitel 2.3 Shareholder Value-ansatsen, och behöver inte ytterligare förklaras här. Intresse och ägande är aktuellt för denna grupp.

Ledningens och styrelsens intresse i företaget menar vi främst består i att behålla sin anställning, ekonomiskt intresse i form av aktie- samt optionsinnehav och att styra ett så stort företag som möjligt (makt). För ledning och styrelse är såväl intresse som legala rättigheter en fråga. Dessutom ägande, i de fall de har aktier eller optioner i företaget.

Anställda, ofta genom sina företrädare fackförbunden, har intresse i att behålla sin anställning och att få en lön (legala och moraliska rättigheter). För dem kan det därför

vara negativt om företaget återköper aktier och avskedar istället för att investera och anställa.

Externa intressenter är:

Stat och kommuner är intresserade av att företaget sysselsätter många personer, vilket i det långa loppet bygger på att företagen investerar. I grund och botten handlar det mycket om att få in skatteintäkter. Därför kan man säga att stat och kommuner har ett allmänt intresse samt en legal rättighet att uppbära skatt.

Kreditgivare har intresse av att företaget kan betala tillbaka sina lån. Dessutom vill de inte att risken, efter vilken de fastställt räntan, ska öka. Högre skuldsättning och investeringar i högriskprojekt leder till detta. Kreditgivarna har framför allt en legal rättighet att få ränta och amorteringar betalda.

2.4.1 Corporate Governance

Liksom i Shareholder Value-ansatsen är corporate governance ett centralt tema i Stakeholder View. Det är viktigt för ett företag att vara legitimt, dvs. agera på de grundvalar som gäller i samhället. Om ett företag verkar i samklang med den sociala kontexten och möter de förväntningar som finns, så är det också legitimt (Epstein 1998). Detta resonemang är i mångt och mycket analogt med den institutionella teorins legitimitetsbegrepp. Företagen uppnår troligen olika mycket legitimitet beroende på om de använder sina vinster för att investera och bygga ut verksamheten eller till att förvärva egna aktier.

Corporate governance har ett klart samband med legitimitetsbegreppet genom att vara ett medel för att uppnå legitimitet. Om företaget inte styrs i enlighet med vad lagen och övriga implicita normer säger ses det inte som legitimt (jämför med fotbollsmetaforen i kapitel 2.2, Institutionell teori). Det finns fyra huvudgrupper inblandade i corporate governance-problematiken; aktieägare, styrelse, ledning och anställda (Carroll & Buchholtz 2000). Dessa fyra har vi också identifierat (se ovan) i samband med återköp. Grundläggande är principal-agentproblemet, dvs. att aktieägarna med hjälp av styrelsen vill vara säkra på att ledningen arbetar för deras och företagets bästa och inte för att sko sig själva. Dessutom vill ledningen (och indirekt självklart även aktieägare och styrelse) att de anställda gör vad de ska så effektivt som möjligt (Nygaard & Bengtsson 2002). Resonemanget går till stor del igen i Shareholder Value-ansatsen. Möjliga sätt för att kunna påverka ledningen att arbeta i aktieägarnas intresse är bl.a. att ge styrelsen stor inblick i verksamheten samt genom incitamentsprogram knutet till aktiekursen (Carroll & Buchholtz 2000).

2.5 Tidigare studier av återköp

Företag i USA förvärvar egna aktier i allt större omfattning. Medan utgifterna för återköp mellan 1980 och 2000 hade en årlig tillväxttakt på i genomsnitt 26,1 procent, ökade utdelningarna med bara 6,8 procent i genomsnitt per år. År 2000 var det t.o.m. så att återköpen som andel av de totala utdelningarna vuxit till 113,1 procent, dvs. företagen i USA köpte tillbaka aktier för större summor än vad de delade ut (Grullon & Michaely 2002). Att bolag betalar ut pengar till sina aktieägare, oavsett i form av utdelningar eller i form av återköp av aktier, kan ses som en allmänt vedertagen åtgärd för att förändra kapitalstrukturen eller höja värdet på aktieägarnas tillgångar.

Då företag har överskott på kapital och de saknar projekt att investera i kan de välja att behålla kapitalet oanvänt i företaget eller att föra det vidare till aktieägarna genom utdelning eller aktieåterköp. En av fördelarna med att köpa tillbaka egna aktier är att marknaden inte förväntar sig fortsatta kapitalåterföringar. Om företaget istället ökar utdelningen förväntar sig marknaden en fortsatt utdelning på samma nivå och straffar företaget med sjunkande aktiekurser om så inte är fallet (Dittmar 2000).

Ett annat skäl till att välja återköp framför utdelning är de skattemässiga konsekvenserna. I USA är skillnaderna stora, eftersom utdelning beskattas som inkomst, medan reavinst på aktier beskattas som inkomst av kapital. Skattesatsen för kapitalinkomster är betydligt lägre än vanlig inkomstbeskattning. I Sverige beskattas dock utdelning och realisationsvinst vid aktieförsäljning likadant för privatpersoner; nämligen som inkomst av kapital med 30 procent skatt. För institutioner ser situationen dock något annorlunda ut. Svenska aktiebolag med ett innehav på mer än 10 procent av rösterna i ett marknadsnoterat bolag betalar ingen skatt på utdelning eller reavinst. I övriga fall betalas 28 procent bolagsskatt. Investmentbolag och värdepappersfonder (mellanhandsägare) skattar temporärt på mottagen utdelning, till dess utdelningen tillfaller investeraren för vilkens räkning mellanhandsägaren förvaltar aktierna. Realisationsvinster är å andra sidan helt skattefria för investmentbolag och värdepappersfonder. Staten och dess institutioner beskattas varken för utdelning eller för reavinst. Flera stiftelser är också helt skattebefriade när det gäller utdelning och reavinst. Utländska bolag och andra juridiska personer är endast skattskyldiga för utdelningar (30 procent kupongskatt), även om denna skatt ofta reduceras av dubbelbeskattningsavtal mellan länderna. Däremot är reavinst helst skattefri. Dessutom är det faktum att återköp ger aktieägarna möjlighet att skjuta upp beskattningen till den tidpunkt i framtiden då de säljer sina aktier en viktig fördel (Lodin 2004; Grullon & Michaely 2002).

Företag kan med återköp signalera att deras aktie är undervärderad. Ledningen, som har insiderinformation, kanske bedömer att aktien borde vara högre värderad utifrån information som investerare inte besitter (informationsasymmetri). Extra tydlig blir signaleringseffekten eftersom företaget kan köpa tillbaka aktier när det vill och således väntar tills de anser att aktien är så undervärderad att återköp kan motiveras. Tydligast blir signaleringseffekten i stora bolag vars aktie har hög omsättning på börsen, eftersom dessa bevakas i större utsträckning av media och analytiker än mindre bolag, vilket förstärker signaleringseffekten. Aktieåterköp minskar inte, till skillnad från utdelning, företagets värde per aktie. Detta faktum tillsammans med signaleringseffekten tyder på att återköp höjer aktiekursen, vilket torde vara intressant i företag med stora optionsprogram eller där ledning och styrelse innehar stora aktieposter. Återköp är också ett sätt att motverka utspädning på aktierna i samband med t ex ett optionsprogram (Dittmar 2000; Grullon & Michaely 2002).

Ett annat förhållande som diskuterats är om utdelning substitueras mot återköp. Grullon och Michaely (2002) menar detta, medan Dittmar (2000) är av motsatt åsikt. De förstnämnda menar att tack vare att återköpen ökar kraftigt håller sig de totala utbetalningarna på en relativt jämn nivå, trots att utdelningarna minskat kraftigt. Besked om att minska utdelningen uppfattas mindre negativt om företaget samtidigt gör förvärv av egna aktier. En av slutsatserna är att utdelning och återköp fungerar som substitut för varandra. Dittmar, å andra sidan, menar i sin artikel att de återköpande företagen snarare lämnar högre utdelningar än de ej återköpande. Inte under något år betalar de ej återköpande företagen högre utdelningar än de återköpande. Skillnaden mellan Grullon och Michaelys och Dittmars undersökning är att Grullon och Michaely tittar på förändringen över tid och konstaterar att de totala utdelningarna har minskat medan återköpen har ökat och att "total payouts" därför ligger på en relativt jämn nivå, medan Dittmar jämför återköpande och ej återköpande företag och noterar att de förstnämnda fortfarande delar ut mer än de ej återköpande. Utdelning och investeringar påverkar normalt sett varandra negativt, men det är mer oklart om ett sådant samband finns mellan återköp och investeringar. Men om återköp och utdelning är två sidor av samma mynt, kan man tänka sig att ett liknande samband de facto existerar mellan återköp och investeringar. I likhet med delar av kontentan i Shareholder Value-ansatsen är rädslan för uppköp samt en icke-optimal kapitalstruktur med för liten andel skulder ytterligare två anledningar till att återköpa egna aktier (Grullon & Michaely 2002; Dittmar 2000).

Anledningen till att amerikanska företag inte börjat med återköp i stor skala tidigare beror enligt Grullon och Michaely (2002) framför allt på förändrad lagstiftning. Tidigare var företagen rädda för att bli anklagade för manipulation av aktiekursen, men året efter det att SEC antog en lag som tillät förfarandet tredubblades summan av återköpen. I Sverige kan paralleller dras till förändringen i ABL år 2000 menar vi. I Sverige var återköp uttryckligen förbjudet i lagen innan år 2000.

2.6 Sammanfattning av teori och litteratur

2.6.1 Institutionell teori

Den institutionella teorin utgör grunden för de övriga delarna av litteraturgenomgången. Den institutionella teorin menar att det inte går att förstå samhället och ekonomin var för sig utan dessa båda utgör en helhet som hela tiden förändras samt utvecklas i en ständigt pågående evolutionär process. Språngvisa förändringar i de institutionella ramarna orsakas av kriser såsom finansiella kriser, krig och naturkatastrofer. Ekonomin som sådan är integrerad i hela samhället och för att analysera och förstå denna måste hänsyn tas till institutioner såsom lagstiftning, politik, kulturella mönster och traditioner. Dessa institutioner ger en vägledning för samspelet människor emellan. Syftet med institutionerna är att minska transaktionskostnaderna.

Organisationer skapas i syfte att utnyttja de möjligheter institutionerna i kombination med den ekonomiska teorins vanliga begränsningar erbjuder. Då en organisation påverkas av och skapas i syfte att utnyttja de institutionella omgivningarna måste en organisation vara legitim i ögonen på dessa. Med legitim avses att något uppfattas som giltigt och acceptabelt. Handlingar ska inte enbart vara effektiva utan måste även vara socialt godtagbara eller erkända.

2.6.2 Utvecklingen av det svenska redovisningssystemet

Willmott et al. (1992) hävdar att den historiska utvecklingen i ett land är av elementär betydelse för att förstå redovisningssystemets uppkomst och rådande utformning, då redovisningssystemets institutionella ram formats och utvecklats av ett lands historiska samt kulturella förhållanden. Hur den specifika regleringen i ett visst land ser ut bestäms framförallt tre aktörer; staten, marknaden och samhället/intressegrupper.

Jönsson (1991) hävdar i likhet med den institutionella teorin att redovisningsförändringar orsakas av en kris eller skandal som visar att rådande förhållanden inte är ändamålsenliga. Sverige har under de senaste 130 åren drabbats av fyra moderna finanskriser. Dessa kriser är 1878/79-års järnvägsobligationskris, Deflationskrisen 1922, Kreugerkraschen 1932 samt Fastighetskrisen i början av 1990-talet som alla haft konsekvenser för det svenska finansiella systemet. Järnvägsobligationskrisen innebar att den svenska staten för första gången ingrep för att hjälpa banker i kris. Deflationskrisen och Kreugerkraschen ledde till en lång period av misstro mot näringslivet och främjade framväxten av en stark stat, ”den svenska modellen”. 1990-talskrisen innebar slutet för statens stora inblandning i det svenska

näringslivet, vilket har kännetecknats av avregleringar och ökat inflytande för näringslivet i samhällsdebatten.

2.6.3 Shareholder Value- och Stakeholder View

Shareholder Value-ansatsen framhåller vikten av att tillgodose aktieägarnas intressen. Detta är inte bara av godo för aktieägarna, utan även företaget gagnas av det. Det finns flera sätt att påverka företaget att arbeta för aktieägarna, varav incitamentsprogram och att ledningen äger aktier är det kanske viktigaste. Rädsla för uppköp och status för ledningen är två andra viktiga anledningar till att ledningen ska vilja höja värdet på aktien. Trots att Shareholder Value-ansatsen fått utstå en hel del kritik de senaste åren, har den gjort stora avtryck i företagsvärden och får fortfarande mycket uppmärksamhet.

Stakeholder View liknar på flera sätt Shareholder Value-ansatsen, men menar det finns en mängd intressenter vars intressen måste tillvaratas. Teorin är deskriptiv (beskriver företag), instrumentell (kan användas som instrument för att uppnå diverse mål), normativ (beskriver företagets funktioner och intressenternas roll) samt ”managerial” (rekommenderar attityder, strukturer och metoder som tillsammans utgör Stakeholder Management). Det är viktigt att lyckas definiera de rätta interna och externa intressenterna. Slutligen är corporate governance ett viktigt begrepp i både Shareholder Value-ansatsen och Stakeholder View.

2.6.4 Tidigare studier av återköp

De tidigare studierna av återköp ger en mängd intressanta inputs för uppsatsen. Återköpen ses öka för varje år som går på bekostnad av utdelningar. De skattemässiga fördelarna för vissa institutionella ägare när det gäller reavinst i förhållande till aktieutdelningar föranleder oss att undersöka hur ägarstrukturen ser ut med fokus på institutionella ägare respektive fysiska personer. Vidare är det intressant om utdelning och återköp kan betraktas som substitut eller inte. Förhållandet mellan återköp och investeringar är ytterligare en intressant faktor, liksom det faktum att återköpen används för att signalera att aktien är undervärderad.

3 Metod

Inför och under skrivandet av en uppsats uppstår en mängd frågor. Många av dem rör angelägenheter som problemformulering, syfte och hur empirin ska analyseras. Men många andra handlar om hur uppsatsen ska struktureras och forskningen utformas, på vilka teoretiska modeller den ska grundas och varför det ska ske på just detta sätt.

Vi ska nedan beskriva de metodologiska ansatser som används i uppsatsen, samt motivera varför vi har valt just dessa. Det finns självfallet flera alternativa sätt att genomföra ett forskningsarbete på, vilket leder till att någon läsare säkert tycker att någon annan metod än den eller de vi använt oss vore bättre lämpad. För att kringgå denna problematik kommer vi att motivera våra val och därmed betrakta dem som legitima.

3.1 Fenomenologi

Vid arbetet med denna uppsats har vårt arbete till stor del kännetecknas av fenomenologin. Denna teori är en metateori och innehåller grundläggande antaganden och förutsättningar om vetenskapen. Sålunda är fenomenologin inte att betrakta som en handlingsteori utan en medvetandeteori som kännetecknas av ett ”medvetet arbete med att bli medveten”. Utgångspunkten är perceptionen, den intuitiva varseblivningen och målet är att tränga bakom det upplevda (Danermark et al. 2002; Bjurwill 1995).

Centralt i fenomenologin är en process som kallas reduktionen. Denna term ska inte förväxlas med reduktion i meningen att förklaringen av ett fenomen på ett stratum (skikt) förklaras med ett fenomen på ett annat stratum som att t.ex. reducera att känslor till biologiska mekanismer. Den första reduktionen benämns den *fenomenologiska reduktionen* och har som mål att gå tillbaka till sakerna själva (*Zu den Sachen selbst*) dvs. att försöka förstå saker och ting utifrån studieobjektets perspektiv. Den reella världen sätts av denna anledning ”inom parentes”, då intresset ska centreras kring fenomenvärlden. Varken vetenskapliga teorier, det sunda förnuftet eller vilka som helst åsikter tas härigenom för givna. Sålunda bortses från de reellt existerande objekten för att istället inskränka sig till idévärlden, vilket m a o är *sakerna själva* och vår tillgång till dem är erfarenheten. Sammantaget omvandlas således den subjektiva uppfattningen till ett objektivet givet fenomen helt fritt från fördomar och värderingar (Alvesson & Sköldberg 1994; Bryman & Bell 2005; Bengtsson 1987; Danermark et al. 2002).

Den andra reduktionen är den *eidetiska reduktionen* vars syfte är att exkludera de enskilda fenomenen och nå fram till s.k. *Väsen (Wesen)*. Med detta uttryck avses allmänbegrepp såsom begreppet bord istället för det konkreta bordet. Dessa

allmänbegrepp har en faktisk existens på det fenomenologiska planet. Detta plan är varken objektivt eller subjektivt utan är ett mellanting– det levda som är helt fritt från fördomar. Genom en komparativ analys av tankematerialet benämnd *Väsensskådande* (*Wesenschau*) är det möjligt att gå från det enskilda fenomenet till något mer generellt. *Väsensskådande* är en typ av imaginär variation och medelst denna uppnås något gemensamt, en invariants (*Väsen*), för gruppen av fenomen som helhet. Man ser således det allmänna i det enskilda, dvs. i de enskilda fenomenen, intuition av generella *Väsen* och söker sig härigenom fram till de egenskaper som konstituerar fenomenets väsen. Understrykas måste att detta sker utan att avlägsna sig från det konkreta då det allmänna eller gemensamma hela tiden är kvar i det konkreta och inte avskilt (Alvesson & Sköldberg 1994; Danermark et al. 2002).

Fenomenologin är sålunda fri från fördomar samt värderingar och menar att sinneserfarenheten är källan till kunskap, vilket har likheter med positivismen. Men till skillnad från denna teori söker sig fenomenologin mot helheten och inte mot delarna. Även om sinnesdata i likhet med positivismen är den primära kunskapskällan är det genom tänkande den djupare kunskapen om verkligheten erhålles –alltså genom iakttagelse av egna upplevelser. För att uppnå detta sätts tvivlet i främsta rummet varför fenomenologin karaktäriseras som empirinära och rationalistisk. Den sanna kunskapen uppnås genom det rena tänkandet som utgår från rena sinnesdata (Alvesson & Sköldberg 1994; Danermark et al. 2002).

Börsbolagens återköp av egna aktier är en mänsklig företeelse eftersom företag ytterst styrs och består av människor och av mänskliga handlingar. Av denna anledning vore det inte tillfredsällande att tillämpa en positivistisk syn i uppsatsen. Syftet med denna uppsats är att påvisa gemensamma karaktäristika för de börsbolag som återköper respektive inte återköper aktier samt beskriva varför.

För att kunna reducera återköp till ett fenomen sätter vi medelst den fenomenologiska reduktionen vår egen förståelse och våra egna tolkningar inom parentes för att tränga in bakom fenomenet återköp. Vidare finner vi den *eidetiska reduktionen* intressant då vi genom denna kan finna gemensamma karaktäristika för dels den grupp företag som återköper aktier samt dels för den gruppen som väljer att inte göra det. Vi skiljer emellertid inte det allmänna från det konkreta och beskriver sålunda dels karaktäristika för de enskilda bolagen samt dels centrala allmänbegrepp, *Väsen*, som är utmärkande för respektive grupp. Fenomenologin förhåller sig delvis annorlunda till generaliseringar än andra teorier då den betonar det gemensamma hos olika objekt istället för att kräva att vissa villkor är uppfyllda (transfaktiska villkor) för att man ska kunna generalisera (Danermark et al. 2002). Av denna anledning är det möjligt för oss att genom att betona det gemensamma hos respektive grupp dra slutsatser för respektive grupp som helhet då vi genom fenomenologin inte är subjektiva.

3.2 Induktiv ansats

Syftet med uppsatsen är som tidigare nämnts att kartlägga och beskriva karaktäristika för de företag som gör respektive inte gör aktieåterköp, inte att underkasta en teori empirisk granskning. Således tar studien sin utgångspunkt i verkligheten och utifrån denna försöker vi med hjälp av olika teorier förklara och förstå företagens återköp av egna aktier för att senare kunna bygga upp ny kunskap eller nya teorier i ämnet. Studien har m a o gått från empiri till teori, något som enligt Bryman och Bell (2005) kännetecknar induktiv ansats.

Fördelen med att använda den induktiva ansatsen är att insamlandet av information inte begränsas av tidigare valda teorier och uppställda hypoteser. Därigenom föreligger det inte heller lika stor risk för att uppsatsen endast ger stöd åt de tidigare utvalda teorierna samt uppställda hypoteserna då forskaren går in i studien med ett öppet sinne (Jacobsen 2002). Den induktiva metoden kan också användas av rena kunskapsskäl, utan något direkt instrumentalt syfte (Artsberg 2003), vilket också överensstämmer med syftet i denna uppsats.

Inom ämnet redovisning är det viktigt skilja huruvida studien är deskriptiv eller normativ av sin natur. Eftersom denna uppsats har som syfte att beskriva ett fenomen, inte att ta fram en lösning på problemet är syftet med denna uppsats deskriptivt (Ibid.). Vi kommer sålunda att kombinera det induktiva tillvägagångssättet med ett deskriptivt syfte.

3.3 Kvalitativ och kvantitativ metod

Traditionellt har man skiljt på kvalitativ och kvantitativ metod och motsättningarna mellan anhängarna av respektive metod har varit många. De senaste 15-20 åren har dock ett nytt synsätt vuxit fram, nämligen att kombinera de båda metoderna för att få en ökad förståelse av studieobjektet. Detta anses vara den modernaste och vanligaste synen på hur metoderna bör användas. Vi använder oss av en kombination av kvalitativ och kvantitativ metod. Studien över utvecklingen av det svenska redovisningssystemet och det därav följande teoretiska bidraget är av kvalitativ art, medan innehållsanalysen är kvantitativ till sin natur.

Kvantitativ forskning innebär inte bara att företeelser kvantifieras, utan begreppet innehåller mer än så. Typiskt för kvantitativ forskning är att forskarens idéer styr vilka dimensioner och kategorier som ska stå i centrum för undersökningen. Detta överensstämmer med innehållsanalysen såtillvida att vi har sett ett fenomen i verkligheten som vi valt att granska (induktiv ansats). En vanlig kritisk åsikt om

kvantitativ forskning är att den inte skiljer på naturvetenskap och samhälle (Bryman & Bell 2005; Danermark 2003)). Metoden kan användas utan någon direkt koppling till en metateoretisk bas, dvs. grundläggande filosofiska antagandena (här: fenomenologi) (Andersen 1998; Danermark et al. 2003).

Kvalitativ metod kan betraktas som en samlingsbeteckning på icke-kvantitativa metoder. En av de metateoretiska utgångspunkterna för kvalitativ metoder är fenomenologin. Centralt för kvalitativ metod är att beskriva och därigenom skapa en djupare förståelse för det problemkomplex som studeras samt att förstå problemkomplexets samband med helheten. Syftet är m a o framförallt förstående och inte förklarande. Ett annat utmärkande drag är att den kvalitativa metodens fokusering på enskilda fall. Detta fall kan vara händelser eller en process (Andersen 1997; Danermark et al. 2003). Detta överensstämmer med denna uppsats såtillvida att vi beskriver hur och varför olika finanskriser uppstått samt vilken inverkan de haft på utvecklingen av det svenska redovisningssystemet, vilken är att betrakta som en process över tiden. Utifrån denna process kan vi sedan generera teorier om denna process, vilket är kännetecknande för en induktiv ansats (Danermark et al. 2003).

3.4 Urval

Den teoretiska populationen utgörs av samtliga företag noterade på Stockholmsbörsen. Det faktum att återköpen under 2005 kommer att nå historiskt höga nivåer avgränsar uppsatsen till att endast omfatta år 2005. Återköp av egna aktier har som tidigare nämnts endast varit tillåtet sedan mars år 2000 och det tar alltid tid för en förändring att få fullt genomslag i praxis. Med tanke på uppsatsens syfte skulle det inte heller tillföra studien någonting att studera återköpens utveckling över tiden. Studien är sålunda statisk (Andersen 1998).

Utifrån den teoretiska populationen har vi skapat två grupper; företag som återköpt respektive aldrig återköpt egna aktier. Vid årsskiftet 2004/2005 var 292 företag noterade på Stockholmsbörsen. Av dessa hade 79 utnyttjat möjligheten att återköpa egna aktier sedan detta blev tillåtet enligt ABL år 2000. Under 2005 genomförde 19 svenska företag återköp av egna aktier (Stockholmsbörsen). Samtliga av dessa företag inbegrips i innehållsanalysen och vi har en total population, varför urvalsproblematiken vad gäller denna grupp är irrelevant. Då inget urval behöver göras, skapas en så heltäckande och nyanserad bild som möjligt av företagen samt minimeras risken för att några data skulle förbises. Huruvida dessa 19 företag gjort återköp något tidigare år bortser vi ifrån.

Vad gäller urvalet av den andra gruppen, dvs. de företag som inte återköpt egna aktier sedan detta blev tillåtet år 2000, har ett slumpmässigt urval med hjälp av slumpvalsgenerator, i datorprogrammet MS-Excel, utförts för att få fram ett stickprov

om 30 företag av det totala antalet bolag (221) som återköpt egna aktier. Ett stratifierat urval efter Stockolmsbörsens branschsammanställning för att därigenom få en överensstämmelse med Stockolmsbörsens branschsammanställning vore möjligtvis att föredra i sådana fall men pga. stickprovets storlek (30 företag) är detta inte praktiskt genomförbart. T.ex. är det inte möjligt att beräkna en (1) procent av 30 företag. Genom att istället göra ett slumpmässigt urval som motsvarar 13,6 procent av den faktiska populationen erhålles ett sånär representativt urval som möjligt. Det är dock viktigt att påpeka att det inte finns någon garanti för full spridning från hela populationslistan och att stickprovet är en exakt spegelbild av populationen (Jacobsen 2002).

3.5 Generaliserbarhet

Genom att använda ett fenomenologiskt synsätt i uppsatsen är vi fria från fördomar och tar därigenom inte ställning till eller värderar resultaten vid tolkningen av innehållsanalysen. Vi vill framhålla det gemensamma för de två grupperna då vi söker oss mot helheten. Fenomenologin menar att det är möjligt att se det allmänna i det enskilda genom att finna *Väsen* för gruppen som helhet.

Vi betonar sålunda det gemensamma hos de två grupperna och inte heller lägger några värderingar samt inte heller tar ställning i någon fråga. Av denna anledning är det möjligt att generalisera resultaten av ett relativt litet urval på populationen som helhet.

3.6 Innehållsanalys

Att välja innehållsanalys som arbetssätt för vårt problem ter sig ganska självklart. Alternativ som skulle kunna tänkas är intervjuer alternativt enkätfrågor. Resultatet skulle då antagligen bli smalare och djupare och få karaktären av kvalitativ studie. Detta stämmer alltså inte överens med vårt syfte. Innehållsanalysen möjliggör att genomföra en studie på fler företag med ett större antal variabler som grund. Innehållsanalysen är dessutom betydligt mer tidseffektiv än de båda ovan nämnda arbetssätten, då de data som skall analyseras går snabbt att inhämta. Vid intervjuer och enkäter måste samma urvalsprocess genomgå som vid innehållsanalys, men sedan är genomförandet, dvs. inhämtandet av data, tidsödande, medan våra data i form av årsredovisningar redan existerar och i princip direkt kan bearbetas. Huvudskälet till val av arbetssätt är dock att vi anser det ge bäst resultat.

Innehållsanalysen präglas enligt Bryman och Bell (2005) av objektivitet och systematik. Med objektivitet menar författarna att forskaren, innan han börjar studera sitt material, ska bestämma hur innehållet skall kategoriseras. Detta för att i möjligaste mån undvika att forskarens personliga värderingar påverkar studien. Vi kommer att följa detta råd

genom att i förväg bestämma vilka faktorer vi ska titta på, dela in företagen i branscher, fastställa intervall etc.

Systematik innebär enligt Bryman och Bell att de regler och kategorier man definierat för att skapa objektivitet måste användas konsekvent. Vi kommer alltså att granska varje enskild årsredovisning på precis samma sätt. Skulle en faktor i någon årsredovisning avvika på ett sådant sätt att vi inte anser att vi kan vara helt konsekventa, har detta angivits.

För att kunna se likheter i t ex storlek och finansiell styrka mellan de företag som gör återköp respektive de som inte gör återköp måste vi ha mått för dessa begrepp. I fallen storlek och finansiell styrka kan måtten tänkas vara omsättning respektive storlek på kassaflödet. För att mäta storleken kan andra mått användas, såsom antalet anställda eller balansomslutning. Liksom i övriga delar av uppsatsen finns med andra ord alternativa val, men för att studien ska bli överskådlig och transparent kommer varje variabel i innehållsanalysen att ha endast ett mått (undantaget utdelning, där även direktavkastningen mäter samma sak). Dessutom menar vi att resultaten blir mindre svårtolkade och att oklarheter undviks på detta sätt. För varje mått vi använder i innehållsanalysen, kommer en motivering av valet att göras.

Måtten skall uppfylla kraven att kunna användas likadant (systematiskt) även av andra forskare samt att de inte förändras över tiden, utan mäter samma sak i dag som i morgon. Dessa två krav handlar om reliabilitet (Bryman & Bell 2005). Genom att använda standardiserade och allmänt vedertagna mått hämtade ur eller baserade på årsredovisningar menar vi att våra mått uppfyller kraven.

3.6.1 Val av dokument

Vi har valt att analysera årsredovisningar för år 2004. I de fall då ett företag har brutet räkenskapsår blir det årsredovisningen 2004/2005. Ett undantag är Wedins Skor & Accessoarier, där vi granskat årsredovisningen för 2003/2004, då deras räkenskapsår ligger så sent som september-augusti. Eftersom aktieåterköp har gjorts vid skilda tillfällen av de olika företagen och även under mer eller mindre långa perioder, har vi valt att granska fenomenet under ett år. Kvartalsrapporter har vi valt bort, då de dels inte innehåller lika mycket information samt dels pga. att säsongfluktuationer kan ge en missvisande bild av företaget. Därför anser vi att de inte skulle tillföra studien något. Enligt ABL 7:11 är det bolagsstämman som beslutar om aktieåterköp, alternativt ger styrelsen mandat att besluta om dito. Detta leder oss till att anta att beslutet om återköp baseras på föregående års verksamhet, i vårt fall alltså årsredovisningen 2004.

3.6.2 Kodning

Genom att ge de olika variabler som undersöks en siffra, kvantifieras materialet och görs lättöverskådligt. Kodning av materialet är en av innehållsanalysens grundpelare. Dock har inte alla variabler kodats. Endast då koder gör materialet mer lättöverskådligt eller är motiverat av någon annan anledning har kodning skett; i övriga fall redovisas de absoluta talen. Vi väljer att i stort följa Bryman och Bells (2005) utformning av kodningsschema och kodningsmanual och väljer att konstruera ett relativt enkelt schema. Anledningen härtill är framförallt att göra uppsatsen så överblickbar som möjligt men också för att vi menar att de 12 variabler vi valt att undersöka är de som är relevanta och tillför studien något. Under arbetets gång har flera variabler förkastats pga. att de inte varit motiverade av ett eller annat skäl. De 12 variabler som återstår har alltså klarat sig igenom en gallringsprocess och är välmotiverade, menar vi. Ett och samma kodningsschema används på varje årsredovisning. Det konstrueras enligt följande, men innehåller 12 variabler:

Nummer	Variabel	Kod
I	Bransch	
II	Omsättning	

Figur 3.1. Exempel på kodningsschema. Kodningsschemana sammanfattade i bilaga 7.2.

Vidare fastställs koderna i en kodningsmanual. Ett förenklat exempel på hur en sådan kan se ut är som följer:

Variabel	Kod
I. Bransch	1) Consumer Discretionary 2) Consumer Staples 3) Energy
II. Storlek	1) 1 - 49 999 2) 50 000 - 99 999

Figur 3.2. Exempel på kodningsmanual. Fullständig kodningsmanual finns som bilaga 7.1.

Kodningsmanualen skall vara utformad på ett så tydligt sätt att varje variabel skulle ges samma kod oavsett vem som genomför analysen (objektivitet och systematik). Det innebär att en del av variablerna kommer att få en djupare förklaring i kodningsmanualen och att vissa instruktioner ges angående hur koderna skall fördelas. Exempelvis behöver variabeln ”bransch” i figur 3.2 och tillhörande koder förklaras, så att det inte blir godtyckligt i vilken bransch företagen delas in. För att säkerställa att kodningsmanualen uppfyller dessa krav, har vi prövat den genom att låta två oberoende studenter gå igenom den och ge sina synpunkter. Utifrån deras synpunkter har vi gjort

förändringar och förtydliganden. De två studenterna var teknologi- respektive ekonomistuderande och studerade på sitt fjärde år.

3.6.3 Praktiskt genomförande

Alla siffror och annan fakta i kodningsschemana är hämtade från respektive företags årsredovisning. I de fall då variabeln är ett nyckeltal eller ett absolut tal som finns angivet i årsredovisningen, har vi använt detta. I övriga fall har vi själva genomfört beräkningarna utifrån innehållet i årsredovisningarna och på så sätt skapat nya nyckeltal. Då variabeln inte varit möjlig att fastställa har ett frågetecken (?) noterats i kodningsschemat. AstraZeneca, Nordea, Stora Enso och TietoEnator redovisar i euro. För att räkna om till svenska kronor har vi antingen använt samma växelkurs som företaget självt använt vid omräkning, och, då ingen sådan kurs anges, har vi använt Riksbankens växelkurs per den 30/12 2004.

3.7 Reliabilitet

I kapitel 3.6 Innehållsanalys beskrivs hur viktigt det är att en innehållsanalys är systematisk. I mer generella ordalag handlar detta om innehållsanalysens reliabilitet och i synnerhet dess stabilitet. Undersökningens resultat vid en viss tidpunkt skall överensstämma med en likadan undersöknings resultat vid en annan tidpunkt. Självfallet betyder inte detta att reella förändringar inte ska ge utslag. Har det man mäter ändrats, skall det naturligtvis ge ett annat resultat. Vidare betyder intern reliabilitet att om man har flera indikatorer för att mäta något, måste dessa indikatorer verkligen vara relaterade till samma mått. Reliabilitetsbegreppets sista del är interbedömarreliabilitet, vilket innebär att olika personer kategoriserar eller kodar informationen på samma sätt. I kapitel 3.6 Innehållsanalys betecknas denna del som objektivitet (Bryman & Bell 2005).

Genom att använda allmänt vedertagna mått och variabler baserade på årsredovisningar reducerar vi stabilitetsproblematiken. Dessutom menar vi att det faktum att innehållsanalysen till sin karaktär är objektivt ytterligare ökar stabiliteten. Något som skulle kunna påverka stabiliteten är framtida förändringar i redovisningsregler, men då detta troligen skulle påverka samtliga företag på samma sätt torde det inte ha någon inverkan på förhållandet mellan företagen.

I och med att vi väljer att ha ett mått per variabel och alltså inte multipla indikatorer är kraven för intern reliabilitet uppfyllda.

Med en noggrant utformad kodningsmanual minskar risken för att olika forskare kodar variablerna på olika sätt. Analogt med resonemanget om stabilitet påverkar arbetssättets

objektiva karaktär också interbedömarreliabiliteten positivt. Likaledes innebär kodningsmanualen att stabiliteten ökar.

3.8 Validitet

Validitet och reliabilitet är två begrepp som hänger ihop i mångt och mycket; ”validitet förutsätter reliabilitet” (Bryman & Bell 2005). Begreppsvaliditeten (att ett mått verkligen mäter vad det avser att mäta) måste säkerställas. Detta är vad vi i fortsättningen menar med validitet. För att kunna legitimera våra val av mått, har vi prövat dem mot två oberoende studenter, båda på kandidatnivå i företagsekonomi. Vi ställde frågan om de anser att måtten mäter de variabler som är avsedda. Utifrån deras svar har vi sedan justerat variablerna i den mån det har behövts. I de flesta fall kan dock objektivt sägas att måtten är valida, då, likartat med diskussionen om stabilitet ovan, det faktum att måtten är allmänt vedertagna medför att de också är valida.

3.9 Kausalitet

Kausalitet är ett viktigt begrepp i vår uppsats, då vi inte enbart strävar efter att påvisa likheter mellan återköpande respektive ej återköpande företag, utan också vill visa på vilka bakomliggande faktorer som styr företagens beteende. Detta möjliggörs av fenomenologin, då vi genom att använda denna ansats inte lämnar det konkreta. Härigenom kan vi både påvisa gemensamma *Väsen* för de enskilda bolagen som för de båda grupperna som helhet. Intern validitet handlar om kausalitet, dvs. om ett kausalt förhållande mellan två variabler verkligen existerar (Bryman & Bell 2005). I vårt fall är den beroende variabeln återköp av aktier och de oberoende variablerna de som i kodningsschemat kallas ”variabel”. Samtidigt vill vi påpeka att vissa av de oberoende variablerna ändras då företagen återköper egna aktier. Ett exempel på detta är P/E-talet som påverkas om ett företag återköper aktier och ogiltigförklarar dessa. Detta betyder dock inte att P/E-talet är en beroende variabel i frågan om *varför* företag återköper aktier och om det finns likheter mellan dessa företag. I kodningsschemat är P/E-talet alltså en oberoende variabel som vi förmodar kan ha påverkan på företags beslut att återköpa aktier. Uppsatsen syftar därmed också till att kunna avvisa vissa av de oberoende variablerna, om det inte visar sig finnas något samband med återköp. Enligt Bryman och Bell (2005) får forskaren utgå ifrån sunt förnuft och teoretiska idéer för att fastställa variabler och dess inbördes kausalitet, vilket också varit vår metod för att bestämma vilka variabler vi vill ha med i undersökningen.

3.10 Replikerbarhet

Ett av kraven på uppsatsen är att den ska kunna replikeras. Forskningen ska gå att upprepa på såväl Stockholmsbörsen (kanske med andra företag i urvalet) som på utländska företag. Bryman och Bell (2005) nämner följande viktiga punkter:

Möjligheten att replikera och inte att det verkligen sker är huvudsaken. Objektiviteten hos forskning som inte är replikerbar kan ifrågasättas. En detaljerad beskrivning av hur forskningen genomförts är en förutsättning för replikation.

En av de viktigaste förutsättningarna för att vår uppsats skall vara replikerbar är kodningsmanualen. Att vi gör en innehållsanalys av noterade bolags årsredovisningar, som är offentligt material, innebär att andra forskare i framtiden inte får problem med att inhämta underlagen. Vi har också en väldefinierad population och en pålitlig källa i Stockholmsbörsen/OMX när det gäller statistisk data om återköp.

Att göra en replik på uppsatsen i Sverige bör inte vara några problem. Vi har identifierat följande faktorer som skulle kunna innebära problem vid en studie i vissa länder: Det krävs enhetliga redovisningsregler och en öppenhet som ger tillgång till företagens finansiella information. En välfungerande börs till vilken företagen måste anmäla återköp underlättar eller t.o.m. möjliggör studien. Med andra ord krävs det välfungerande institutioner i samhället och i synnerhet på de finansiella marknaderna.

4 Empiri

Innehållet i empirikapitlet grundar sig framför allt på teori- och litteraturgenomgången, på så sätt att det är utifrån denna vi bestämt vilka variabler som ska undersökas. Teori- och litteraturgenomgången kan sägas vara empirins teoretiska utgångspunkt och grund. Empirins praktiska grund är metodkapitlet i allmänhet och dess underkapitel Innehållsanalys i synnerhet.

Kapitlet innehåller 12 variabler och bör läsas parallellt med bilaga 7.1 Kodningsmanual och 7.2 Sammanställning av variabler. För varje variabel finns en motivering av valet och sedan kommentarer om eventuella problem eller egenheter i samband med variabeln. Kärnan i kapitlet är dock de resultat vi fått fram genom innehållsanalysen. Resultaten redovisas i form av diagram, medelvärden och kommentarer till dessa, samt obehandlade i tabellform i bilaga 7.2. Resultatet redovisas objektivt och utan egna tankar och reflektioner, så långt det är möjligt.

4.1 Variabler och resultat

4.1.1 Bransch

Att vilja titta på bransch grundar sig dels i ett allmänintresse men framför allt i den institutionella teorin. På samma sätt som att man i finansbranschen ofta klär sig i strikt kostym, medan man i reklambranschen klär sig betydligt mer ledigt, eller att ett finansbolag förväntas ge ut en i det närmaste exemplarisk årsredovisning rörande den finansiella informationen medan ett reklam- eller medieföretag har större förväntningar på sig då det gäller den grafiska utformningen, kan olika branscher ha olika syn på återköp. Det kan enkelt uttryckt ha blivit mode eller en trend att inom en viss bransch förvärva egna aktier. Något som ses som legitimt i en bransch kanske ses som en främmande fågel i en annan.

Över- eller underrepresentation av återköpande bolag i en bransch kan dock även ha andra förklaringar. T ex. kan det vara så att en viss bransch har många återköpande företag, men att detta beror på att just denna bransch upplever en stark konjunktur och därför gör stora vinster, har stora kassor eller något annat som är den egentliga bakomliggande faktorn. En intressant faktor är hur branscherna utvecklats på Stockholmsbörsen, och om man möjligtvis kan koppla signaleringseffekt till detta. För att bringa klarhet i frågan har vi tittat på börsutvecklingen för respektive bransch för åren 2004 och 2005 för att utröna om det finns något samband mellan återköp och börsutveckling; parallellt kan dras till P/E-tal. Allmänintresset av att titta på variabeln bransch kommer av att bransch är en vanlig indelning av företag på börslistor och i diverse statistiskt material.

4.1.1.1 Branschindelning

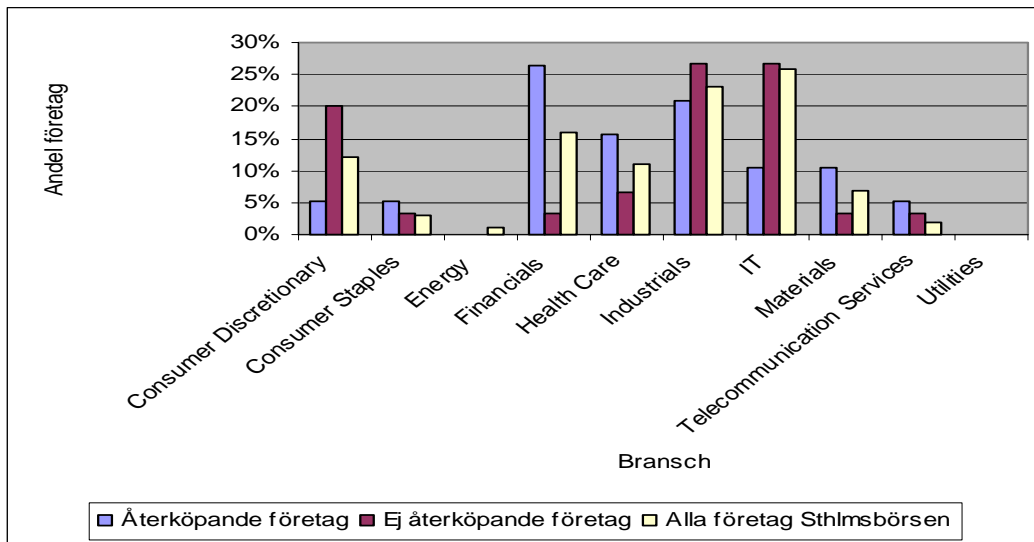
En fråga av stor vikt då företag ska delas in i klasser, grupper eller, som i detta fall, branscher är efter vilken standard denna indelning skall ske. Vi har valt att använda oss av GICS, Global Industry Classification Standard, samma standard som OMX:s börser i Stockholm, Helsingfors, Köpenhamn, Riga, Tallinn och Vilnius använder. Den är utvecklad av Morgan Stanley Capital International och Standard & Poor's, två ansedda aktörer på de finansiella marknaderna. Indelning görs efter *sektor*, *branschgrupp*, *bransch* och *delbransch*. Vi har delat in vårt urval efter *sektor*, vilket innebär 10 olika möjligheter; dessa är:

1) Consumer Discretionary (Sällanköpsvaror- och tjänster), 2) Consumer Staples (Dagligvaror), 3) Energy (Energi), 4) Financials (Finans och fastighet), 5) Health Care (Hälsovård), 6) Industrials (Industrivaror- och tjänster), 7) IT (Informationsteknik), 8) Materials (Material), 9) Telecommunication Services (Telekomoperatörer), 10) Utilities (Kraftförsörjning).

Att vi ändå kallar variabeln bransch beror på att vi menar att det är tydligare och mer talande än *sektor*. Företagen delas av Stockholmsbörsen in efter deras huvudsakliga affärsverksamhet (där lejonparten av intäkterna genereras). Detta innebär att flera av företagen också har verksamhet inom andra sektorer (Stockholmsbörsen; Morgan Stanley Capital International Inc.)

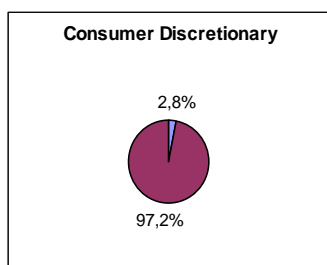
4.1.1.2 Resultat bransch

I figur 4.1 redovisas dels hur stor andel av de återköpande företagen och de ej återköpande företagen som tillhör de olika branscherna. Dessutom visas, som referens, hur stor andel av Stockholmsbörsens alla företag som tillhör respektive bransch.

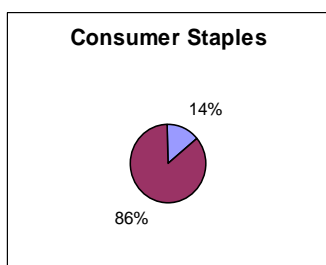


Figur 4.1. Hur stor andel av de återköpande och ej återköpande bolagen samt alla bolag på Stockholmsbörsen som delas in i respektive bransch.

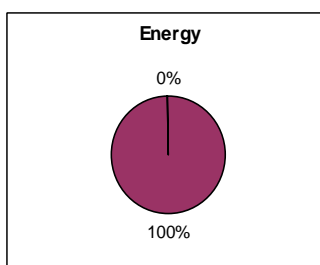
Ur stapeldiagrammet kan utläsas att Financials, Health Care och Industrials tillsammans utgör drygt 60 % av de återköpande företagen. Consumer Discretionary, Industrials och IT utgör drygt 70 % av de ej återköpande företagen. Samtidigt utgör IT och Industrials ca. ¼ av det totala antalet företag vardera. Under 2005 har 19 av 292 företag noterade på Stockholmsbörsen gjort återköp, vilket motsvarar **6,5 %**. Inga företag noterade på Stockholmsbörsen är indelade under Utilities. För att ge ytterligare perspektiv redovisas i figurerna 4.2 – 4.9 hur stor andel av företagen i respektive bransch som gör återköp:



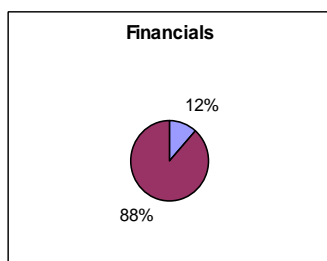
Figur 4.2



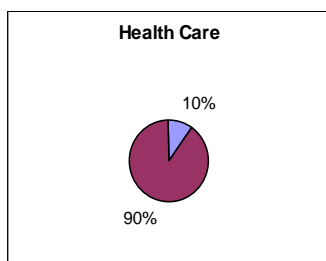
Figur 4.2



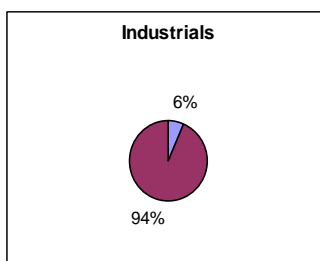
Figur 4.3



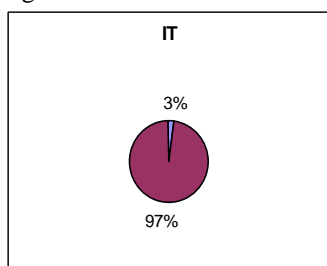
Figur 4.4



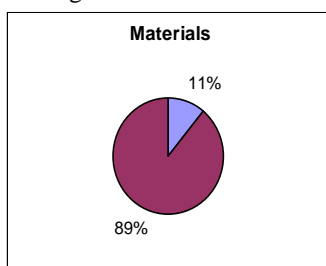
Figur 4.5



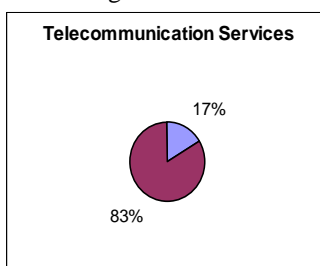
Figur 4.6



Figur 4.7



Figur 4.8



Figur 4.9

Consumer Staples, Financials, Health Care, Materials och Telecommunication Services är de branscher som har större andel återköpande bolag än Stockholmsbörsens genomsnitt på 6,5 %.

Gällande utvecklingen av branscherna på Stockholmsbörsen är det tre branscher som har utvecklats bättre än SAX-index för perioden, nämligen Energy, IT samt Telecommunication Services. Utvecklingen av branscherna Consumer Staples, Financials, Health Care och Materials (fyra av fem branscher som har gjort större återköp än genomsnitt) på Stockholmsbörsen har varit sämre än SAX-index, framför allt under 2005. Industrials uppvisar en likartad utveckling som SAX-index under 2004 och en något bättre utveckling under 2005. Consumer Discretionary uppvisar åtminstone en nästan lika bra utveckling som SAX-index (Aktiespararnas Aktieinvest).

4.1.2 Ägarstruktur

Det är bolagsstämman som beslutar om återköp, alternativt ger styrelsen mandat att besluta om att återköpa aktier (ABL 7:11). Därför har aktieägarna en viktig roll att spela i frågan om återköp av aktier. Motivet att titta på ägarstrukturen i termer av institutionellt och utländskt ägande (i&u ägande) respektive svenskt privat ägande grundar sig i de olika skattekonsekvenserna för dessa två grupper beroende på om ett bolag höjer aktiekursen genom återköp av aktier eller lämnar aktieutdelning. Här måste poängteras att även höjd utdelning tenderar att öka aktiens värde, dock inte i samma utsträckning som återköp, bl.a. då signaleringseffekten inte är lika stark. Dessutom faller aktiekursen i regel om företaget året efter drar ner utdelningen igen, vilket inte är fallet vid aktieåterköp, eftersom detta betraktas som en engångsföreteelse (Dittmar 2000).

Utländska bolag och andra juridiska personer samt investmentbolag och värdepappersfonder är de som har störst fördelar av att få avkastning i form av reavinst istället för utdelning. För övriga i gruppen i&u ägande, är de skattemässiga konsekvenserna desamma (Lodin). För att kunna dela upp ägandet mer krävs dock betydligt mer detaljerad information än vad företagen lämnar i sina årsredovisningar. I flera fall har vi dessutom nödgats att med hjälp av kvalificerade uppskattningar fastställa ägarstrukturen, då denna inte fullständigt redovisats i årsredovisningen. De siffror vi redovisar är med andra ord i vissa fall inte exakta, men då samma typ av fel föreligger i de båda grupperna (återköpande respektive ej återköpande bolag) torde felen så gott som ta ut varandra. Bland de återköpande bolagen har vi inte lyckats fastställa AstraZenecas ägarstruktur och i den andra gruppen faller Daydream Software och Softronic bort av samma anledning.

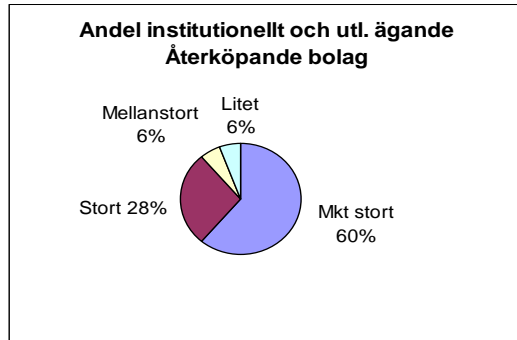
Om företaget i enlighet med Shareholder Value-ansatsen vill öka värdet på aktieägarnas innehav genom höga utdelningar eller ökande aktiekurs, finns all anledning för företagen att ta hänsyn till skatten, särskilt i ett land som Sverige där det relativt höga skattetrycket ger stora effekter på nettoinkomsten.

4.1.2.1 Klassindelning av ägarstruktur

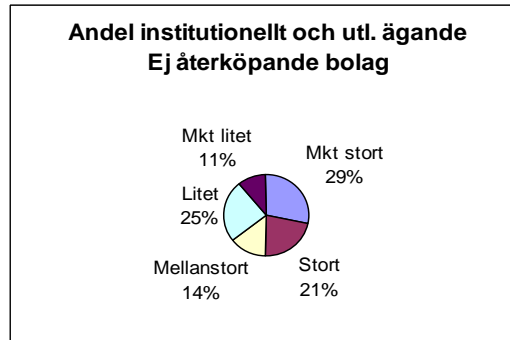
Indelning av ägarstrukturen i klasser har inte skett utifrån någon standard, utan vi har skapat en indelning med intervaller på 20 procentenheter, vilken ser ut som följer:
1) Mkt litet 0-20% 2) Litet 21-40% 3) Mellanstort 41-60% 4) Stort 61-80% 5) Mkt stort 81-100%. Med mellanstort menas inte ett medelvärde, utan endast att det i&u ägandet ligger på 50 % +/- 10 procentenheter. Detsamma gäller övriga klasser.

4.1.2.2 Resultat ägarstruktur

I figurerna 4.10 och 4.11 återges ägarstrukturen i grupperna återköpande samt ej återköpande bolag:



Figur 4.10. Andelen institutionellt och utländskt ägande bland de återköpande bolagen.



Figur 4.11. Andelen institutionellt och utländskt ägande bland de ej återköpande bolagen.

Det genomsnittliga i&u ägandet i gruppen återköpande bolag uppgår till **77 %** och i gruppen ej återköpande bolag till **57 %**.

Ur figurerna ovan framgår tydligt att en stor andel av de återköpande bolagen har ett stort eller mycket stort i&u ägande; 88 % av företagen har sådant ägande medan motsvarande siffra för de ej återköpande bolagen endast är 50 %. Därutöver kan utläsas att ägandet är mycket mer jämnt fördelat mellan de olika ägarstruktur-klasserna i gruppen ej återköpande bolag än i den andra gruppen. Inget av bolagen i den sistnämnda gruppen har ett mycket litet i&u ägande. Andelen litet eller mycket litet i&u ägande i denna grupp är 6 %, medan siffran för de ej återköpande bolagen är 36 %.

4.1.3 Storlek

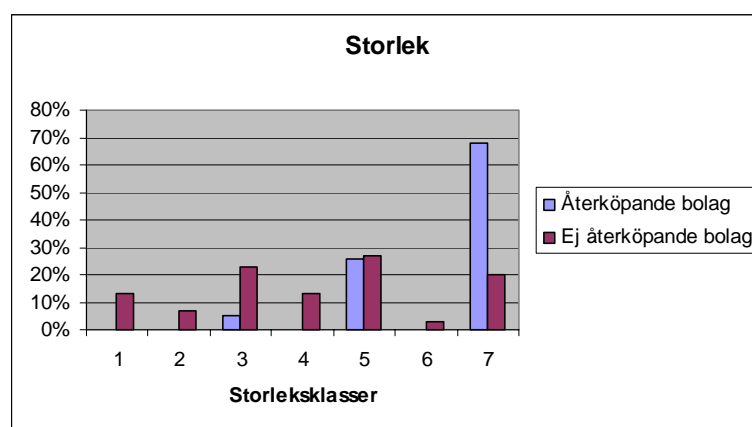
Variabeln storlek tar framförallt sin utgångspunkt i den institutionella teorin men även i artiklarna om tidigare studier av återköp i USA. Företag i en viss storleksklass kan i syfte att uppnå legitimitet välja att återköpa aktier, det skulle så s kunna bli mode bland företag i en viss storlek att förvärva egna aktier. Signalerings-effekten bör vara starkare i ett stort företag än i ett mindre, då det stora företaget bevakas i större utsträckning av media och analytiker.

Denna variabel har även den ett allmänintresse då det är intressant att se huruvida bolagens storlek påverkar bolagens beslut om att återköpa egna aktier samt om återköp av egna aktier framförallt är en angelägenhet för bolag av en viss storlek.

Vi har valt att klassificera bolagen utifrån Statiska Centralbyråns företagsregister. Av praktiska skäl har vi valt att slå ihop klass 1-6 i detta register till en och samma klass. Klassindelningen är som följer (omsättning tkr): klass 1) 1 - 49 999, 2) 50 000 - 99 999, 3) 100 000 - 499 999, 4) 500 000 - 999 999, 5) 1 000 000 - 4 999 999, 6) 5 000 000 - 9 999 999 samt 7) 10 000 000-.

4.1.3.1 Resultat storlek

I nedanstående diagram visas den procentuella andelen återköpande och ej återköpande bolag i respektive storleksklass.



Figur 4.12. Andelen återköpande samt ej återköpande bolag i respektive storleksklass

Av detta diagram kan utläsas att återköpande bolag är klart överrepresenterade i klass 7 (omsättning högre än 10 miljarder SEK) medan de ej återköpande bolagen har en mer jämn spridning och har större andel än de återköpande bolagen de övriga klasserna. Notabelt är den låga andelen företag i klass 6, vilket kan bero på tillfälligheter då urvalet inte behöver spegla det svenska näringslivets sammansättning som helhet. De återköpande företagen har en omsättning på i genomsnitt **44 044 602 TSEK** (median på 24 631 000 TSEK), medan omsättningen bland de ej återköpande bolagen i genomsnitt ligger på **9 598 378 TSEK** (median på 789 572 TSEK) De återköpande företagen är med andra ord ca. 4,5 gånger större än de ej återköpande i genomsnitt.

4.1.4 Vinst

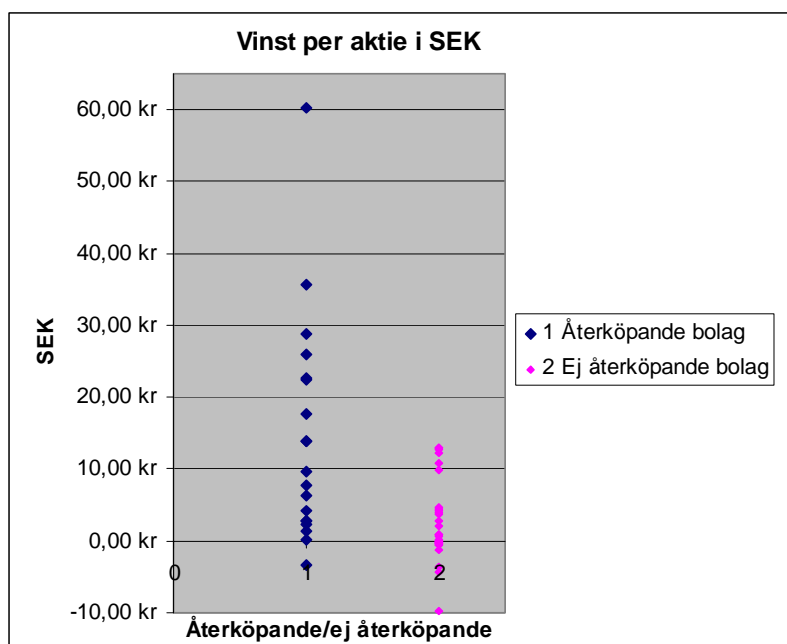
För att kunna jämföra företagens vinst oavsett bolagets storlek är vinst (eg. resultat) per aktie (EPS) ett bra mått. Det är dessutom allmänt vedertaget och angivet i varje årsredovisning, vilket möjliggjort för oss att bara plocka siffrorna ur årsredovisningarna utan att behöva behandla dem på något vis. Vi har därför inte fått något bortfall gällande variabeln vinst. Vinst per aktie är ett mått som får stor uppmärksamhet från investerare, då det presenteras i årsredovisningar, affärstidningar och annat dylikt material, inte minst därför att det är konkret och lättförståeligt menar vi. Detta är företagen naturligtvis väl medvetna om och torde därför vara måna om en hög vinst per aktie för att vara attraktiva för investerare. Dock inte bara av denna anledning, utan även därför att vinst är ett av de grundläggande mål företagen arbetar efter. Shareholder Value-ansatsen kritiserar, som tidigare nämnts, denna typ av redovisningsmått som varande osakliga och missvisande (Rappaport 1986). Oavsett riktigheten i denna kritik har de fortfarande en framträdande roll.

Då ett företag köper tillbaka egna aktier och makulerar dessa minskar antalet aktier, vilket betyder att vinsten per aktie ökar. Om ett företag köper tillbaka det maximala antalet aktier som är tillåtet, vilket är 10 % av totalantalet aktier (SOU 1997:22), och året efter har samma vinst som föregående år, kommer vinsten per aktie att öka med 11%².

4.1.4.1 Resultat vinst

I figur 4.12 är vinsttalen för återköpande respektive ej återköpande bolag plottade. Med all önskvärd tydlighet framgår att vinsten per aktie överlag är högre bland återköpande företag än bland de ej återköpande. Medel för grupperna är **14,5** SEK (median 9,69 SEK) respektive **1,81** SEK (median 0,74 SEK). Det skiljer alltså drygt 12 SEK, dvs. de återköpande bolagen har 801 % högre vinst per aktie. Om ”uteliggaren” i sammanhanget, TietoEnator med en vinst per aktie på 60,34 SEK, exkluderas blir medel för de återköpande bolagen istället **11,9** SEK och procentsatsen 657 %. För detaljer, se bilaga 7.2.

² År 1: vinst 100 000 000/ antal aktier 100 000 000 =1; År 2: vinst 100 000 000/antal aktier 90 000 000 =1,11



Figur 4.13. Spridningen av vinst per aktie i grupperna återköpande samt ej återköpande bolag.

4.1.5 Värdering av aktien

En variabel som har sin grund i och hänger samman mycket med vinst per aktie är värdering av aktien i form av P/E-tal. Det är en i sammanhanget mycket intressant variabel. Inte endast aktieägarna, utan även företagsledningen har ett intresse av en högt värderad aktie, inte minst om de har aktieinnehav i bolaget, eller optionsprogram eller liknade incitamentsprogram knutet till aktiekursen. Aktieägarna (där i många fall ledning och styrelse ingår) är intresserade av en stigande aktiekurs, vilket aktieåterköp kan leda till bl.a. genom signaleringseffekten om aktien kan betraktas som undervärderad (Dittmar 2000). Ledningen är intresserad av en hög aktiekurs pga. rädsla för uppköp och för att en hög aktiekurs ses som en kvalitetsstämpel på ledningen (Rappaport 1986).

Vi menar alltså att P/E-talet kan ha en central betydelse när företag beslutar sig för att köpa tillbaka aktier. Variabeln är dock sådan till sin natur att den kräver en del reflektioner över hur den ska användas och tolkas, vilket följer i nästa del.

4.1.5.1 Tolkning och indelning av P/E-tal

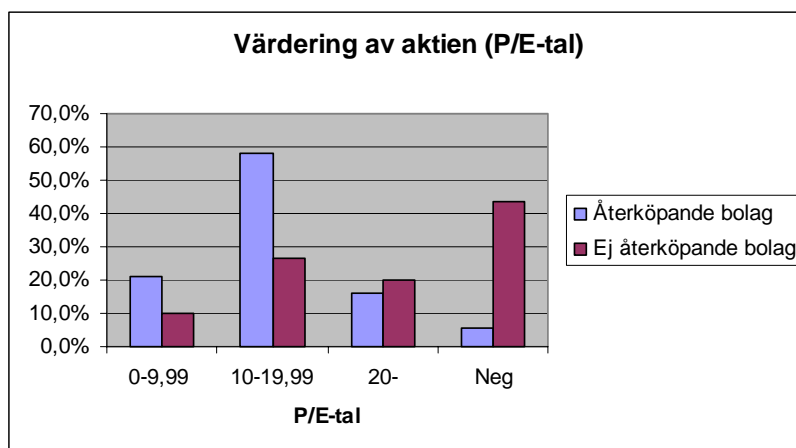
Vad som är ett högt, lågt eller genomsnittligt P/E-tal varierar över tiden och framför allt mellan olika branscher. Därför är en sådan generell indelning inte rekommendabel. De företag som redovisar ett negativt resultat får alla ett negativt P/E-tal, utan någon

ytterligare indelning, eftersom ju större förlust företaget gör, desto mer närmar sig P/E-talet noll. Detta ger alltså en helt felaktig bild av negativa P/E-tal och bildar ingen löpande skala mellan positiva och negativa P/E-tal. Följaktligen kan inget medelvärde beräknas för denna variabel. Är man bara medveten om dessa egenheter och att P/E-talet helt naturligt varierar mellan företag i olika branscher, menar vi att variabeln är mycket välmotiverad i undersökningen.

Indelning har gjorts i klasserna 1) 0-9,99 2) 10-19,99 3) 20- 4) Neg.

4.1.5.2 Resultat värdering av aktien

Runt 80 % av de återköpande bolagen har ett positivt P/E-tal under 20. Samma siffra för de ej återköpande är ca. 35 %. Således har ca 65 % av de ej återköpande bolagen ett P/E-tal som antingen ligger över 20 eller är negativt, medan siffran för de återköpande bolagen ligger på runt 20 %. Endast ett företag (5 %) bland de återköpande har negativt P/E-tal, vilket hos de ej återköpande motsvaras av 13 företag (43 %). Se även figur 4.12 ovan samt bilaga 7.2.



Figur 4.14. P/E-tal fördelat på fyra storleksklasser och uppdelat på återköpande respektive ej återköpande företag.

4.1.6 Utdelning

Utdelning och återköp har det gemensamt att det är de två möjligheter företag har att dela ut vinstmedel till sina aktieägare. De är båda ett led i Shareholder Value-ansatsen, genom att tillföra aktieägarna värde. Beroende på ägarstruktur borde företaget välja att i huvudsak antingen dela ut eller återköpa aktier (se kapitel 1.2.2). Grullon och Michaely (2002) menar att utdelning och återköp är substitut, medan Dittmar (2000) är av motsatt åsikt. Det leder oss till att vilja undersöka hur det verkar förhålla sig bland våra företag.

Även den institutionella teorin skulle kunna förklara en övergång från utdelning till återköp genom att institutionen lagstiftning tillåter det och att det därefter blir allt mer populärt, rentav ett mode, att använda sina vinstmedel till förvärv av egna aktier istället för att göra utdelningar.

Som utdelning har vi använt föreslagen utdelning i bolagens årsredovisningar. Denna kan avvika från verkligt utfall, vilket vi dock bortser ifrån. För att göra materialet mer jämförbart mellan företagen har vi dessutom tittat på direktavkastningen. Denna har vi definierat som föreslagen utdelning dividerad med aktiekursen per 30/12 2004. Två problem uppstår vid denna beräkning. En del av företagen har brutna räkenskapsår, därför beräknas direktavkastningen för de flesta företagen per bokslutsdatum, men inte för alla. Vi har valt att ändå använda 30/12 för alla bolag, eftersom vi menar att detta är mest rättvisande med tanke på tillfälliga fluktuationer under året, exempelvis ”köp till sillen och sälj till kräftorna”. Det andra problemet är att flera företag har genomfört split, nämligen Elekta, Gambro, Nefab, SKF, Tele2 och Wallenstam, vilket leder till att slutkurserna och föreslagen utdelning inte stämmer överens. Vi har justerat detta genom att multiplicera slutkursen med splitens storlek, även om detta inte ger ett hundra procentigt tillfredsställande resultat med tanke på att spliten i sig kan ha haft en extraordinär inverkan på aktiekursen. Denna inverkan bedömer vi dock vara försumbar i sammanhanget. Vid förekomsten av fler aktieslag har vi valt den mest spridda aktien (vanligtvis den med lägst röstvärde).

4.1.6.1 Klassificering av utdelning

Utdelning och direktavkastning har ej delats in efter någon standard, utan indelning har skett för att ge en så tydlig bild av förhållandet som möjligt.

Utdelningen har delats in i 1) ingen utdelning 2) 0-2,99 SEK 3) 3-5,99 SEK 4) 6-9,99 SEK 5) 10- SEK, dvs. i storleksklasser om 3 SEK.

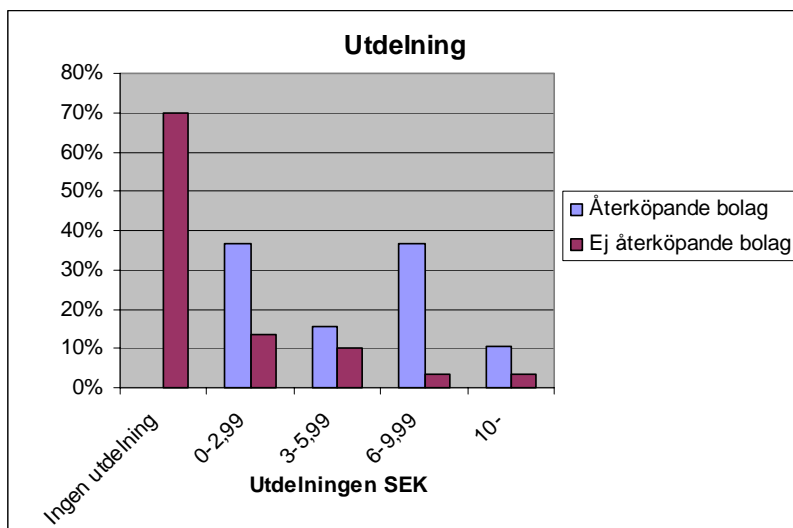
Direktavkastningen har delats in i 1) 0 % 2) 0-1,99 % 3) 2-2,99 % 4) 3-3,99 % 5) 4 % -.

Storleksklasserna är 1 procentenhet i storleksklass 3 och 4. I klass 2 är den 2 procentenheter, då mycket få företag har en direktavkastning inom detta spann.

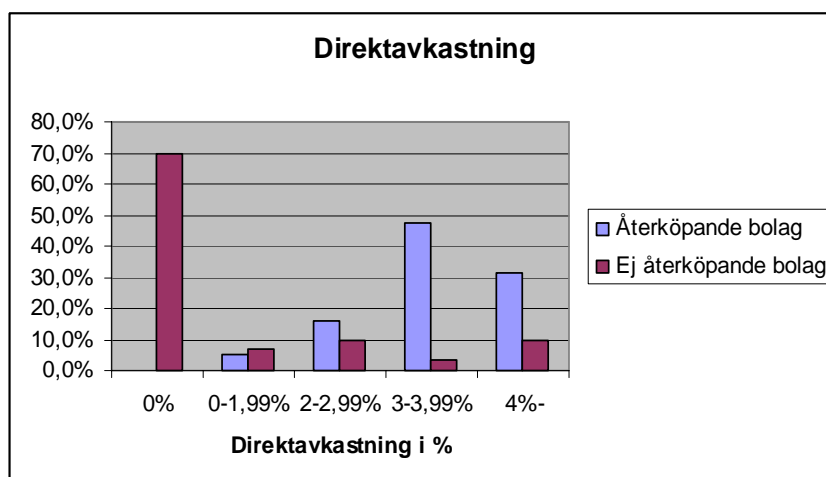
4.1.6.2 Resultat utdelning

I så många som 70 % av de ej återköpande företagen har ingen utdelning föreslagits. Siffran för de återköpande företagen är 0 %. Nära 80 % av de återköpande företagen har föreslagit utdelning antingen mellan 0-2,99 SEK eller mellan 6-9,99 SEK.

Resultatet är mer entydigt om man tittar på utdelningen relativt aktiekursen (direktavkastningen i figur 4.16) istället för på absolut utdelning (figur 4.15).



Figur 4.15. Utdelningen i absoluta tal fördelat på fem storleksklasser och uppdelat på återköpande och ej återköpande bolag.



Figur 4.16. Direktavkastningen, dvs. utdelning i relation till aktiekurs, fördelat på de två grupperna av företag.

Runt 80 % av de återköpande företagen föreslog en utdelning som skulle innebära en direktavkastning på över 3 %. Motsvarande antal för de ej återköpande bolagen är knappt 15 %. Direktavkastningen i gruppen med återköpande bolag är överlag avsevärt mycket högre än i gruppen med ej återköpande bolag. Genomsnittlig föreslagen utdelning i den förstnämnda gruppen är **5,15 SEK** (median 4,35 SEK) och i den sistnämnda **1,27 SEK** (median 0 SEK). Direktavkastningens medel är, i samma ordning, **3,7 %** (median 3,5 %) respektive **1 %** (median 0 %). Skillnaderna är, som synes, markanta.

4.1.7 Likviditet

I artiklarna om tidigare studier av återköp hävdas det att återköp dels kan vara ett sätt för bolagen att förändra kapitalstrukturen samt dels ett sätt att återföra pengar till aktieägarna då ledningen inte finner några goda investeringsmöjligheter för bolaget. Dock utan att förväntningarna om framtida utdelningar skruvas upp. Den institutionella teorins resonemang om att uppnå legitimitet är också intressant, då synen på likviditet skiljer sig åt mellan olika branscher.

De motiv som bolagen själva anger i årsredovisningarna till att återköpa aktier är framförallt att de anser sig ha stora kassor och inte finner några goda investeringsmöjligheter och/eller att de vill förändra kapitalstrukturen i bolaget. Ett annat motiv är självklart att de vill överföra vinstmedel till aktieägarna. Det är sålunda intressant att undersöka huruvida de återköpande bolagen har en större likviditet än de ej återköpande.

Med likviditet avses kvoten av likvida medel och totala tillgångar. Med likvida medel avser vi summan av kassa samt kortfristiga fordringar och placeringar. För att möjliggöra jämförelse mellan företag i olika storleksklasser har vi valt ett relativt mått. Detta mått säger emellertid ingenting om den absoluta storleken på kassan och detta är något som är viktigt att ha i åtanke vid en jämförelse av bolagen.

4.1.7.1 Resultat likviditet

Vi väljer att redovisa den genomsnittliga likviditeten för respektive grupp. De återköpande bolagen uppvisar en genomsnittlig likviditet på **11 %** medan de ej återköpande bolagen uppnår en likviditet på **19 %** (bilaga 7.2). Som framgår av tidigare variabler är det dock framförallt storföretag som återköper egna aktier och den faktiska likviditeten i dessa bolag är betydligt större än i småbolagen.

4.1.8 Ledningens belöningsystem och aktieinnehav

När företag förvärvar egna aktier minskar antalet utestående aktier, vilket leder till högre aktiekurser och aktiekursrelaterade nyckeltal samt högre vinst per aktie. Många företag har idag optionsprogram och/eller belöningsystem som är kopplade till bolagets aktiekursutveckling. Belöningsystemet utformning grundar sig i två teorier; institutionell teori och shareholder value-ansatsen. Det finns även ett allmänintresse gällande denna variabel, inte minst efter Skandia-skandalen, då företagsledare ofta anklagas för att bry sig mer om storleken på sin lön än om bolaget som betalar den.

Shareholder Value-ansatsen menar att aktiekursrelaterade ersättningssystem är att föredra framför sådana kopplade till redovisningsmått. Aktiekursrelaterade mått skapar överensstämmelse mellan aktieägarnas och ledningens intressen och därigenom öka fokus på aktieägarna. Samma effekt uppnås om ledningen innehar aktier i bolaget varför även detta är bra då det skapar samstämmighet mellan ledningens och ägarnas intressen. Rörelser i aktiekursen kan dock bero på faktorer utanför ledningens kontroll varför en del företag väljer att därför att koppla belöningsystemen till redovisningsmått, vilket anses dåligt ur aktieägareperspektiv.

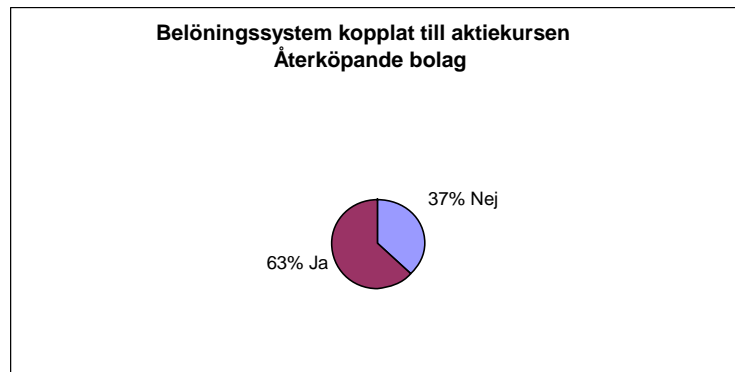
Den institutionella teorin har ett liknande synsätt och hävdar att företag tillkommer för att främja sina skapares syften och dess huvudsakliga syfte är att efter skaparens målsättningar maximera välbefinnande och inkomst. Företagsledares handlande styrs av vilka incitamentsstrukturer som finns inbyggda i institutionerna, vilket liknar Shareholder Value-ansatsen till viss del, men institutionerna kan även ge felaktiga incitament. Ledningen skulle kunna ha ett egenintresse i att höja aktiekursen för att maximera sin ersättning samt höja värdet på sina optioner och aktieinnehav. Personliga aspekter såsom att det kan vara ett tecken på hög status bland företagsledare att arbeta för ett bolag med hög aktiekurs och utdelning kan också spela en roll i sammanhanget.

4.1.8.1 Indelning av materialet

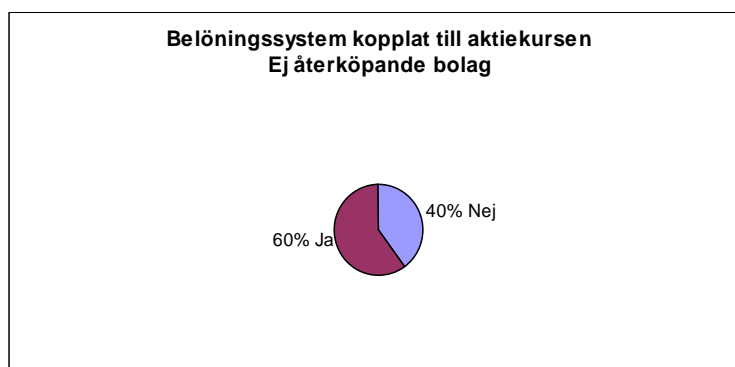
Vi har delat upp företagen beroende på om de har någon typ av belöningsystem kopplat till aktiekursutvecklingen och därefter jämfört de bolagen som inte gjort återköp med dem som har gjort det. Vi har inte gjort någon uppdelning mellan allmänna belöningsystem kopplade till aktiekursen och optionsprogram, då vi menar att effekten av dem båda är densamma och att de egentligen bara är två sidor av samma mynt. Vad gäller definitionen av bolagsledning har vi valt de personer som bolaget betraktar som ledning i årsredovisningen, varför antalet personer i ledningen kan skilja sig åt något mellan de olika bolagen. Detta medför att variabeln ledningens aktieinnehav avser det samlade aktieinnehavet för respektive bolagsledning.

4.1.8.2 Resultat belöningsystem och aktieinnehav

I figurerna nedan visas hur stor del av de företag som återköper egna aktier respektive inte gör detta som har belöningsystem kopplat till aktiekursen och/eller optionsprogram för ledningen.



Figur 4.17. I figuren visas hur stor andel av de återköpande bolagen som har belöningsystem för ledning eller styrelse kopplad till aktiekursen.



Figur 4.18 I figuren visas hur stor andel av de ej återköpande bolagen som har belöningsystem för ledning eller styrelse kopplad till aktiekursen.

Av materialet ovan framgår att 63 % av bolagen som återköper aktier respektive 60 % av dem som inte gör det har belöningsystem kopplat till aktiekursutvecklingen. Vad gäller ledningens aktieinnehav är det genomsnittliga aktieinnehavet för bolag som återköper respektive inte återköper egna aktier **2,33 %** och **19,08 %** (Bilaga 7.2). Ännu tydligare blir skillnaden om vi tittar på medianen, som är 0,07 % för de återköpande företagen och 13,13 % för de ej återköpande. Detta kan delvis förklaras med att bolagen i den ej återköpande gruppen innehåller flera mindre bolag medan lejonparten av den återköpande gruppen består av stora väletablerade bolag med ett högre marknadsvärde, vilket i princip oundvikligen leder till att aktien är spridd på fler aktieägare.

4.1.9 Skuldsättningsgrad

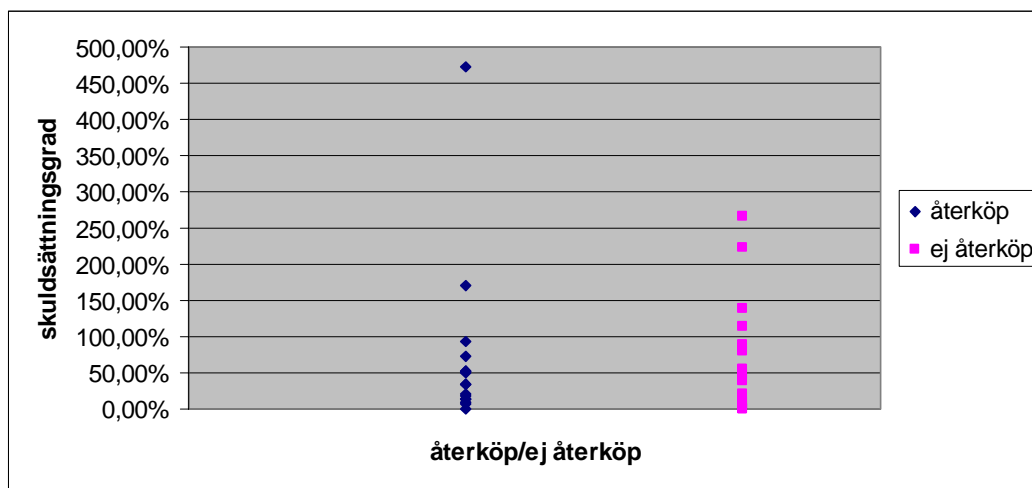
Variabeln skuldsättningsgrad baserar sig på samtliga av våra teorier. Sett utifrån institutionell teori kan det vara så att det är mer legitimt i vissa branscher än i andra att ha en hög skuldsättningsgrad. Vad som anses vara en legitim skuldsättningsgrad har också varierat kraftigt över tiden. Utifrån Shareholder Value-ansatsen torde en högre skuldsättningsgrad och en därigenom högre finansiell risk ogillas av de mer riskaverta

ägarna. Artiklarna om tidigare studier av återköp gör gällande att återköpen är ett sätt för företagen att förändra kapitalstrukturen. Liksom andra variabler skiljer sig även skuldsättningsgraderna åt mellan olika branscher. Utifrån Stakeholder View definierade vi ett antal intressenter. Kreditgivarna är en sådan intressent som i allra högsta grad är väsentlig i samband med skuldsättningsgraden. Högre skulder innebär en större risk för kreditgivaren.

Bankföretagen har exkluderats vid jämförelsen eftersom dessa av naturliga skäl har en väldigt hög skuldsättningsgrad, över 1000 %, vilket skulle snedvrída jämförelsen. Detta då bankerna sysslar med just inlåning av pengar, vilket skapar en hög skuldsättning. Vid beräkningen av skuldsättningsgraden hos de olika bolagen har vi valt att dividera endast räntebärande skulder med eget kapital. Den absoluta skuldnivån är i sammanhanget irrelevant då företag av olika storlek ingår i studien.

4.1.9.1 Resultat skuldsättningsgrad

Nedan visas skuldsättningsgraden för samtliga bolag förutom bankerna. Värt att påpeka är att åtta företag i den ej återköpande gruppen uppvisar en skuldsättningsgrad på 0 % samt att den ej återköpande gruppen är betydligt större varför spridningen blir större. Inget företag bland återköparna har en skuldsättningsgrad på 0 %.



Figur 4.19. Skuldsättningsgraden uttryckt i absoluta tal för grupperna återköpande respektive ej återköpande bolag. Bankernas skuldsättningsgrad är inte med i diagrammet.

Den genomsnittliga skuldsättningsgraden för bolagen som återköper aktier är **69 %** och **40 %** för de ej återköpande bolagen (bilaga 7.2). Som illustreras ovan har de återköpande bolagen generellt sett en högre skuldsättningsgrad även om genomsnittet dras upp av en uteliggare (Wallenstam). Exkluderas även detta bolag, samt Skandia ifrån de ej återköpande, blir medelvärdena istället **42 %** respektive **39 %**.

4.1.10 Investeringar

Med utgångspunkt i Stakeholder View kan man säga att de anställda samt stat och kommun har ett stort intresse i att företagen investerar sitt kapital i verksamheten för att bygga ut denna och kunna ge de anställda fortsatt anställning eller t.o.m. anställa fler. Markus Wallenberg, Investors förre VD, anser att företagen först och främst måste investera och har en inte helt positiv syn på återköp av aktier. En annan vanlig uppfattning är att många svenska företag idag saknar investeringsmöjligheter och därför återköper egna aktier (se kapitel 1.1).

Enligt den institutionella teorin spelar samhällets incitamentsstrukturer en stor roll, då avkastningen bestäms av dessa institutioner. Företagsledningen och aktieägarna kan kortsiktigt tjäna pengar på att företagen återköper aktier eller gör utdelningar istället för att investera, men vi menar att den allmänna uppfattningen är att företagen i det längre perspektivet måste investera för att vara konkurrenskraftiga eller för att överhuvudtaget överleva. Detta resonemang förekommer även i den institutionella teorin där vikten av adaptivt effektiva institutioner framhålles. Allokativt effektiva institutioner kan trygga företagets överlevnad på kort sikt men på bekostnad av utvecklingen på längre sikt. Denna kortsiktighet, kvartalskapitalism, står inte heller i överensstämmelse med samhällets syn på hur företag bör agera och innebär därför att företaget kan förlora legitimitet. Företagens investeringar är alltså en fråga som är intressant ur både ett mikro- och ett makroperspektiv.

4.1.10.1 Klassificering av investeringar

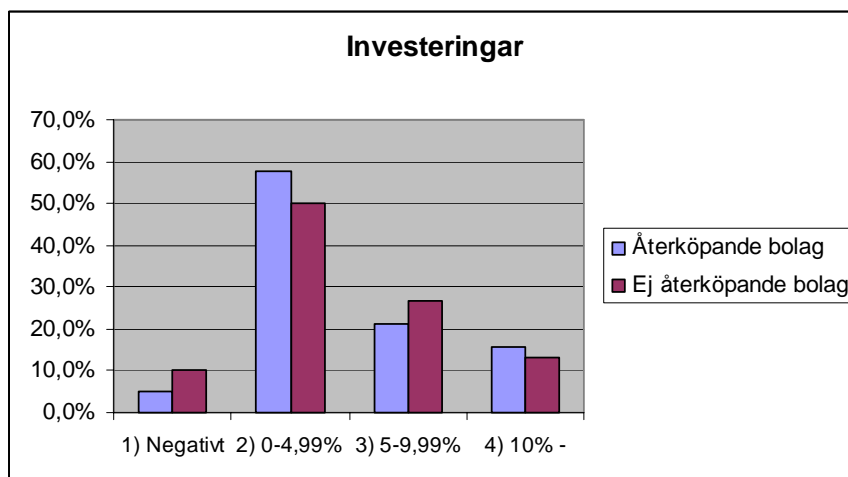
Variabeln investeringar har vi undersökt genom att dividera kassaflödet från investeringsverksamheten med omsättningen, för att därigenom sätta investeringarna i proportion till företagets storlek. Denna variabel brister på en punkt; den tar ingen hänsyn till bransch. Exempelvis investerar ett industri- eller fastighetsföretag naturligtvis mer än ett konsultföretag. Därför kan skillnaden mellan grupperna återköpande respektive ej återköpande företag delvis bero på att de består av företag i branscher där investeringsverksamheten generellt sett är relativt låg. Vi menar att variabeln ändå är mycket intressant.

För att göra materialet lättöverskådligt har vi delat in det i 1) Negativt (kassaflödet från investeringsverksamheten är positivt, då företaget t ex. har avyttrat tillgångar till högre värde än vad det har investerat för). 2) 0-4,99 % 3) 5-9,99 % 4) 10 %-.

4.1.10.2 Resultat investeringar

En skillnad mellan de återköpande och de ej återköpande bolagen finns, men är inte så stor. Likheterna grupperna emellan i figur 4.20 är stora. Visserligen är andelen företag med positivt kassaflöde (klass 1) dubbelt så stor bland de ej återköpande företagen som bland de återköpande, men det absoluta antalet är mycket litet (1 respektive 3 företag).

Medelvärde för de återköpande företagen är **5,7 %** med en standardavvikelse på 12 % medan medelvärdet och standardavvikelsen för den andra gruppen av företag är **7,25 %** samt 28 %. I vårt material investerar alltså de företag som inte återköper aktier något mer än de företag som återköper i genomsnitt. Dessutom är investeringsnivån mer homogen bland de återköpande, då standardavvikelsen är lägre. Tittar vi däremot på medianen, så är den 4 % för de båda grupperna.



Figur 4.20. Kassaflödet från investeringsverksamheten i förhållande till omsättningen. Negativt innebär ett positivt kassaflöde.

4.2 Sammanfattning Empiri

Med mycket få undantag har vi tagit fram de 12 variablerna för de 19 återköpande och de 30 ej återköpande bolagen. Bortfallet var endast variabeln ägarstruktur för AstraZeneca, Daydream Software och Softronic. En del variabler har visat upp signifikanta skillnader mellan de återköpande och de ej återköpande bolagen, medan skillnaden varit mycket liten gällande andra variabler. Men även det är ett resultat värt att analysera. All den empiri som vi samlat in och sammanställt måste naturligtvis tolkas och analyseras för att tjäna något syfte. Det leder uppsatsen in på dess sista kapitel, nämligen kapitel 5 Slutdiskussion. Först följer dock en sammanfattning av empirin i form av "typföretag" för de återköpande och ej återköpande företagen.

4.2.1 Typföretag

- Ett typföretag i vår undersökning som **återköper aktier** ser ut som följer:

Det är i första hand ett företag inom Consumer Staples, Financials, Health Care, Materials eller Telecommunication Services, allra mest troligt är Financials.

Företaget har ett stort institutionellt och utländskt ägande, närmare bestämt 77 %.

Vidare är det ett mycket stort företag, med en omsättning på drygt 44 miljarder SEK i genomsnitt. Medianen ligger på ca. 24,6 miljarder SEK.

Företaget redovisar en god vinst per aktie. Medelvärde är 14,50 SEK och medianen 9,69 SEK. Aktien har i 80 % av fallen ett P/E-tal på under 20 och det är föga troligt att det är negativt.

Utdelningen ligger troligen runt 5,15 SEK och direktavkastningen på 3,7 %. Detta är nämligen medelvärdena. Med andra ord är det ett företag med generös utdelningspolitik.

De likvida medlen i förhållande till totala tillgångar är 11 %.

Företaget har troligen belöningsystem kopplat till aktiekursen, oftast i form av optionsprogram, och ledningens och styrelsens aktieinnehav ligger på ca. 2,33 % i genomsnitt. Dock har medianföretagets ledning och styrelse ett aktieinnehav om endast 0,07 %.

Skuldsättningsgraden ligger på 69 % och företagets kassaflöde från investeringsverksamheten är 5,7 % av dess omsättning i genomsnitt.

- Typföretaget som **inte återköper aktier** ser å andra sidan ut enligt följande:

Det är i första hand ett företag inom Consumer Discretionary, Energy, Industrials eller IT. Allra mest troligt är Industrials och IT.

Företaget har ett medelstort institutionellt och utländskt ägande, närmare bestämt 57 %.

Vidare är det ett stort företag, med en omsättning på drygt 9,6 miljarder SEK i genomsnitt. Medianen ligger på knappt 0,8 miljarder SEK.

Företaget redovisar en låg vinst per aktie. Medelvärdet är 1,81 SEK och medianen 0,74 SEK. Aktien har i 65 % av fallen ett P/E-tal som antingen ligger över 20 eller är negativt.

Utdelningen ligger troligen runt 1,27 SEK och direktavkastningen på 1 %. Detta är nämligen medelvärdena. Medianen är i båda fallen 0. Det är alltså ett företag som lämnar en låg utdelning.

De likvida medlen i förhållande till totala tillgångar är i 19 %.

Företaget har troligen belöningsystem kopplat till aktiekursen, oftast i form av optionsprogram, och ledningens och styrelsens aktieinnehav ligger på ca. 19,08 % i genomsnitt. Medianföretagets ledning och styrelse har ett aktieinnehav om 13,13 %.

Skuldsättningsgraden ligger på 40 % och företagets kassaflöde från investeringsverksamheten är 7,25 % av dess omsättning i genomsnitt.

5 Slutdiskussion

5.1 Inledning

Börsbolagens omfattande förvärv av egna aktier är något som debatterats och uppmärksammats i affärspress de två-tre senaste åren. I USA där förfarandet varit tillåtet sedan 1982 har det gjorts flera studier på området med delvis varierande slutsatser.

Konstateras kan att återköp av egna aktier är en förändring i de återköpande börsbolagens redovisning samt att återköpen, speciellt det senaste året, ökat i omfattning sedan förfarandet blev tillåtet. Det främsta motivet till att investera i aktier torde vara förhoppningen om god framtida avkastning på det investerade kapitalet. Återköp av egna aktier är ett nytt sätt för börsbolagen att återföra medel till sina ägare.

Syftet med denna uppsats är att:

- göra en kartläggning av redovisningspraxis för börsbolagens återköp av egna aktier. Utifrån denna kartläggning vill vi påvisa gemensamma karaktäristika för såväl de återköpande som de ej återköpande bolagen.
- Vidare ämnar vi beskriva och skapa förståelse för vad som har legat bakom denna förändring i redovisningspraxis

Uppsatsen mynnar ut dels i ett praktiskt bidrag och dels i ett teoretiskt. I uppsatsens praktiska bidrag återkopplar vi till syftet och det innehåller konkreta slutsatser om de återköpande respektive inte återköpande bolagen baserat på resultaten av innehållsanalysen. Det teoretiska bidraget kommer att ta sin utgångspunkt i litteraturgenomgången och med hjälp av den institutionella teorin förklara hur och varför redovisningsförändringar i Sverige uppstår samt varför det svenska redovisningssystemet har sitt nuvarande utseende.

5.2 Studiens praktiska bidrag

Innehållsanalysen har givit en stor mängd information, vilken vi hittills presenterat, men inte tolkat och dragit slutsatser utifrån. I empirikapitlet kan man lätt se att vissa variabler skiljer sig mycket åt mellan de återköpande och de ej återköpande bolagen. Variablerna Likviditet och Investeringar uppvisar däremot små skillnader, varför vi behandlar dem tillsammans i kapitlet ”Övriga variabler”.

Detta kapitel syftar till att utifrån skillnader och likheter i innehållsanalysen, med hjälp av litteratur- och teorigenomgången, tolka och dra slutsatser. Hela kapitlet ska ses som en slutsats där vi återkopplar till syftet. I konklusionerna redovisar vi avslutningsvis de slutsatser vi anser vara viktigast.

5.2.1 Bransch

Consumer Staples, Financials, Health Care, Materials och Telecommunication Services är de branscher som kan betraktas som överrepresenterade bland de återköpande företagen, då andelen återköpande bolag i var och en av dessa branscher överstiger Stockholmsbörsens snitt på 6,5 %. Således är övriga fyra branscher, Consumer Discretionary, Energy, Industrials och IT, att betrakta som underrepresenterade då deras snitt understiger 6,5 %.

Detta resultat skulle, utifrån ett institutionellt synsätt, kunna bero på att det blivit mode att inom dessa branscher återköpa aktier. Å andra sidan kan det vara så att det är just de återköpande branscherna som har goda tider bakom sig och därför har kapital till att återköpa egna aktier. Vår jämförelse med SAX-index visar att det inte finns något samband mellan god utveckling av branschen på Stockholmsbörsen och återköp. Vi menar istället att det finns ett samband mellan svag utveckling på börsen och återköp respektive mellan stark utveckling och små eller inga återköp. Signaleringseffekten av återköp verkar därmed påverka företagen att förvärva egna aktier. Det kan tänkas att de branscher som utvecklats relativt sett sämre återköper aktier för att signalera att deras aktie är köpvärd och därmed hoppas att marknaden ska värdera aktien högre. Särskilt tydliga är tendenserna under 2005, vilket torde innebära att företagen under 2004 har givits mandat att återköpa egna aktier under år 2005, vilket ledningen utifrån utvecklingen på börsen sedan har fattat beslut att genomföra eller inte. Detta resonemang stöds av Dittmar (2000) som menar att bolagen återköper aktier för att signalera en för låg aktiekurs.

5.2.2 Ägarstruktur

Variabeln ägarstruktur visar en tydlig skillnad mellan de återköpande och de ej återköpande företagen. Bland de återköpande företagen är den institutionella och utländska ägandet i genomsnitt 77 % medan motsvarande siffra för de ej återköpande är 57 %.

Skattesystemets uppbyggnad i Sverige gör att institutionella och utländska ägare gynnas av reavinst på aktier i förhållande till aktieutdelning. Svenska privata ägare är däremot opåverkade av i vilken form vinsten tillfaller dem. Bolagen bör därför anpassa vad de gör med sina vinstmedel till hur ägarstrukturen ser ut. Detta tycks också vara fallet då de återköpande bolagen uppvisar ett större institutionell och utländskt ägande än de ej återköpande. Resonemanget är analogt med kontentan i Shareholder Value-ansatsen, dvs. att ge aktieägarna största möjliga avkastning.

5.2.3 Storlek

Den genomsnittliga omsättningen i gruppen återköpare är ungefär 4,5 gånger större än för gruppen som inte återköper. Det är utan tvekan så, att de företag som återköper aktier i regel är betydligt större än de som inte återköper. Det skulle kunna bero på att det anses mer legitimt för storföretag än för mindre företag att återköpa aktier. Mindre företag kanske inte har samma kompetens på finansområdet som de större bolagen, som oftast har egna corporate finance-avdelningar inom företaget eller samarbetar med någon av de externa aktörer som finns på marknaden. De mindre företagen har kanske helt enkelt inte uppmärksammat möjligheten i lika stor utsträckning som storföretagen. Större betydelse menar vi dock att följande förklaring har: En större andel av de återköpande företagen än de ej återköpande är noterade på Stockholmsbörsens A-lista, mest omsatta. De bevakas mer än de mindre bolagen av media och analytiker, både därför att deras aktie är mer omsatt, men också eftersom de är större företag. Detta innebär att signaleringseffekten som uppstår vid återköp av egna aktier förstärks och att återköp därmed blir ett effektivare medel för att signalera att aktien är köpvärd.

5.2.4 Vinst

Vinsten, här i form av vinst per aktie, är avsevärt mycket högre bland de återköpande företagen än bland de ej återköpande; närmare bestämt åtta gånger större. Vinst per aktie är ett populärt mått att redovisa, och förvärv av egna aktier, ceteris paribus, höjer vinsten per aktie för nästa år. Resultatet är på ett sätt svårtolkat, då förvärv av egna aktier borde vara ett bra sätt för företag med låg vinst per aktie att höja denna, men det i

själva verket främst är företag med en hög vinst som verkligen återköper. Anledningen härtill är dock inte särskilt svår att inse. De medel företagen delar ut eller återköper aktier för är vinstmedel, vilket således förklarar situationen. Företag som redovisar en låg vinst, eller t.o.m. förlust, får troligen svårt att motivera, och därigenom legitimera, att man återköper egna aktier. Att återköpande bolag överlag har en hög vinst visar på att återköp, precis som utdelning, är ett sätt för företagen att föra över vinstmedel till sina aktieägare.

5.2.5 Värdering av aktien

De ej återköpande företagen är i regel betydligt högre värderade i relation till sin vinst än de återköpande. Ovan, i diskussionen om bransch, konstaterades att det finns en negativ korrelation mellan branschens utveckling i förhållande till SAX-index och återköp. Sämre utveckling verkar leda till återköp. Det resonemanget och studien av P/E-tal stämmer väl överens och förstärker varandra. Det är alltså så att företag med en relativt sett lågt värderad aktie gör återköp i större utsträckning än de företag vars aktie är högre värderad. Återköpen ska signalera att aktien är undervärderad. Anledningarna till att ledningen väljer att förvärva egna aktier är troligen till stor del att finna i Shareholder Value-ansatsen. Aktieägarna ska ges så hög avkastning som möjligt, ledningen vill avvärja uppköp och dessutom betraktas ledningen som kompetent om de lyckas lyfta aktiekursen.

5.2.6 Utdelning

Utdelning tillsammans med återköp är som sagt två möjliga sätt för företag att föra över vinstmedel till aktieägarna. Resultatet utifrån innehållsanalysen är mycket tydligt, både gällande absolut utdelning och direktavkastning. De återköpande bolagen lämnar en väsentligt mycket större utdelning (3,7 % direktavkastning) än de som inte återköper (1 % direktavkastning).

Grullon och Michaely (2002) menar att återköp leder till lägre aktieutdelning, medan Dittmar menar att det inte påverkar. Vår studie visar på samma resultat som Dittmars, nämligen att de återköpande bolagen också är de som lämnar störst utdelning. Eftersom minskningar i återköpsnivån, till skillnad från sänkt utdelning, inte tenderar att leda till sjunkande aktiekurs, menar vi att återköp är att betrakta som ett alternativ till extrautdelning (ibland även kallad bonusutdelning). Dessutom kan återköp användas som metod för att höja den framtida utdelningen per aktie. Eftersom vi inte studerat fenomenet över tiden, kan vi inte se om företagen delar ut mindre pengar då de gör återköp, eller om utdelningarna förblir opåverkade

5.2.7 Ledningens belöningsystem och aktieinnehav

Det föreligger inget direkt samband mellan återköp av aktier och belöningsystemets utformning, då en övervägande del (ca. 60 %) av bolagen i båda grupperna har belöningsystem kopplade till aktiekursen. Optionsprogram och liknande tycks alltså inte påverka företagsledningen att återköpa aktier.

Variabeln ledningens och styrelsens aktieinnehav uppvisar däremot en markant skillnad mellan grupperna. Innehavet är betydligt större i gruppen ej återköpande bolag. Shareholder Value-ansatsen och avsnittet om corporate governance i Stakeholder View menar att ledningens och styrelsens aktieinnehav tenderar att leda till att de arbetar i aktieägarnas intresse. I fallet med återköp tycks dock varken aktierelaterade belöningsystem eller ett stort aktieinnehav leda till att bolaget återköper aktier.

5.2.8 Skuldsättningsgrad

De återköpande bolagen har en högre skuldsättningsgrad i genomsnitt än de bolag som inte återköper aktier. Återköp av egna aktier betraktas allmänt som ett tillvägagångssätt för att påverka kapitalstrukturen, då skuldsättningsgraden ökar när eget kapital minskar. I vår studie är det de med högre skuldsättning som återköper och därigenom ökar sin skuldsättning ytterligare. Inget tyder alltså på att företagen med låg skuldsättning återköper aktier för att öka andelen skulder och därmed förändra kapitalstrukturen. Det kan helt enkelt vara så att många av de ej återköpande företagen eftersträvar en låg skuldsättning och därför inte förvärvar egna aktier. Faktumet att åtta (27 %) av de ej återköpande företagen, men inget av de återköpande, har 0 % i skuldsättning pekar i den riktningen. Med andra ord kan troligen företagets allmänna skuldsättningspolicy påverka beslutet att återköpa aktier eller inte.

5.2.9 Övriga variabler: Likviditet och investeringar

Variablerna likviditet och investeringar visar inga tydliga skillnader mellan grupperna vilket föranleder slutsatsen att dessa variabler inte påverkar bolagen huruvida de ska återköpa aktier.

5.2.10 Konklusioner

Om återköp av aktier är en varaktig trend eller en övergående modenyck är för tidigt att sia om. I USA, som kan betraktas som ett föregångsland på det finansiella området, har återköp varit tillåtet i snart ett kvarts sekel och de har nu nått en nivå som överstiger

aktieutdelningarna (Grullon & Michaely 2002). I USA har det således inte visat sig vara ett övergående mode.

Återköp är framförallt att betrakta som en signal om att bolaget går bra men att detta inte återspeglas i tillräcklig utsträckning i värderingen av bolaget. Detta bevisas framförallt av att de återköpande bolagen uppvisar stora vinster men samtidigt låga P/E-tal. Återköp ersätter inte aktieutdelningar, utan är snarare att betrakta som ett komplement till dessa. Företagen strävar efter att skapa värde för sina ägare och tar därför viss hänsyn till skatteeffekter vid överföring av medel till ägarna. Slutsatsen blir sålunda att återköp av aktier framförallt är en signaleringseffekt.

5.3 Studiens teoretiska bidrag

Betydande förändringar i de institutionella ramarna på redovisningsområdet orsakas enligt den institutionella teorin av finansiella kriser. Detta resonemang återfinns även i respektive forskningsartikel av Jönsson (1991), Puxty et al. (1987) och Willmott et al. (1992) som alla grundar sig i den institutionella teorin.

Då forskningsartiklarna är publicerade innan 1992 är de skrivna samt baserade på händelser och förhållanden innan den senaste svenska finanskrisen, 1990-talskrisen, inträffade. 1990-talskrisen innebar en urholkning av de svenska statsfinanserna med en galopperande statsskuld som följd. I syfte att åter få balans i statsbudgeten tvingades staten att vidta omfattande sparåtgärder, vilka betydde stora nedskärningar i den offentliga sektorn samt stora avregleringar av det svenska näringslivet. Staten tvingades sålunda att överge de tidigare intentionerna att styra näringslivet samt gav marknadskrafterna ökat spelrum. Detta tog sig bl.a. uttryck i skattereformen 1991 samt avskaffandet av investeringsfonderna. Aktie- och kapitalmarknaderna fick härigenom ökad betydelse som finansieringskälla för de svenska bolagen. En annan viktig händelse som har haft stor inverkan på den svenska institutionella utvecklingen är Sveriges inträde i den Europeiska Unionen (EU) 1995.

Med utgångspunkt i den institutionella teorin kan sägas att den svenska staten pga. 1990-talskrisen förlorade i legitimitet och tvingades lämna sin framskjutna position i samhället. Detta yttrade sig i att statens lät marknadskrafterna sköta sig själva i större utsträckning. Incitamentsstrukturerna i samhället förändrades som en effekt av detta såtillvida att egenskaper såsom profithunger och entreprenörskap kom att belönas i större utsträckning än tidigare. Näringslivet fick härigenom ökad legitimitet och kunde ta initiativet i samhällsdebatten. Detta liknar i mångt och mycket situationen efter Kreugerkraschen 1932 men då var det istället staten och arbetarrörelsen som vann legitimitet på näringslivets bekostnad. Den gången tog det den ”förlorande sidan” (näringslivet) över 30 år att återhämta sig och åter kunna börja resa krav.

Inträdet i EU 1995 kan delvis ses som ett försök av staten att återvinna legitimitet efter 1990-talskrisen, då EU vid denna tidpunkt stod för ökad marknadsliberalism. Genom EU-medlemskapet blev Sverige tvunget att liberalisera flera institutioner såsom att göra Riksbanken oberoende från Riksdagen.

Statens reträtt och framväxten av nya ideal började redan under 1980-talet, vilket återspeglades i avregleringen av kreditmarknaden och "yuppien" under 1980-talet samt de framväxande nyliberala strömningarna under samma årtionde. Dessa tendenser kunde sedan få bredare genomslag efter 1990-talskrisen. Även här finns likheter med den tidigare historien där deflationskrisen på 1920-talet föregicks av försämrad kreditbedömning av bankerna samt ökande konkurrens inom finanssektorn och hög inflation (Boksjö & Lönnborg-Andersson 1994).

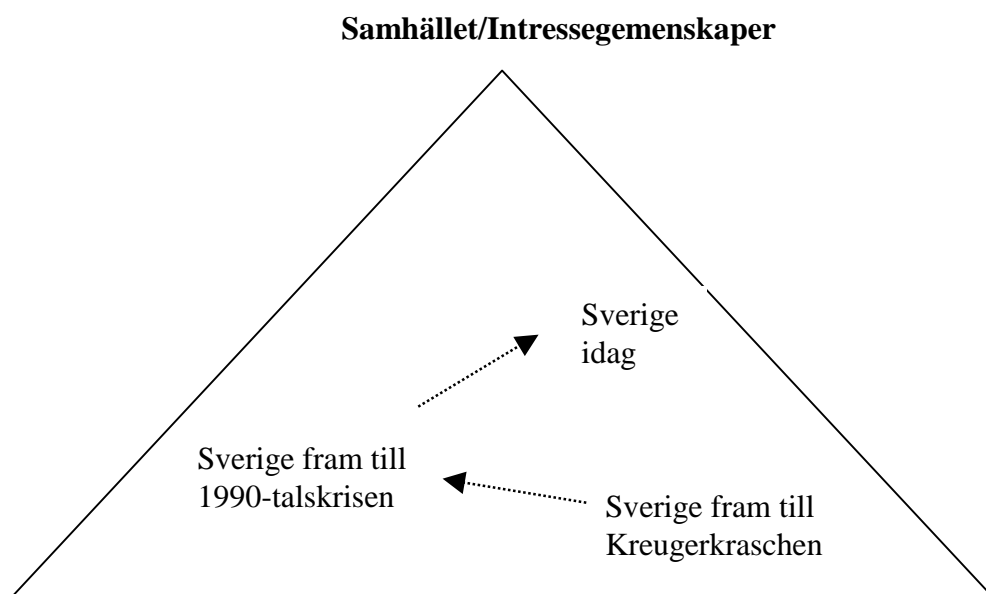
Deflationskrisen ledde till minskad legitimitet för aktiemarknaden och näringslivet, vilket accentuerades efter Kreugerkraschen tio år senare, då det svenska näringslivets legitimitet nådde botten. Även detta mönster går igen i 1990-talskrisen som även denna föregicks av en period där en part, i detta fall staten, tappade i legitimitet.

Staten har efter 1990-talskrisen lämnat rollen som marknadsaktör på många områden för att istället ha övergått till att inta en roll som garant för en fri och rättvis konkurrens i samhället. Detta återpeglar sig dels i inrättandet av Konkurrensverket 1992 och den skärpning av konkurrensreglerna som införandet av den nya konkurrenslagen 1993 innebar samt dels i inrättandet av Finansinspektionen 1991. Dessa institutioners respektive uppgift är: "[...] att arbeta för en effektiv konkurrens i privat och offentlig verksamhet" (Konkurrensverket 2 januari, 2006) respektive att övervaka finansmarknaden och "[...] bidra till att det finansiella systemet fungerar effektivt och uppfyller kravet på stabilitet" (Finansinspektionen 2 januari, 2006). På redovisningsområdet visade sig statens nya roll i att en partsammansatt organisation, Revisorsnämnden, övertog statliga Kommerskollegiums uppgift som tillsynsmyndighet för Sveriges godkända och auktoriserade revisorer samt registrerade revisionsbolag (Konkurrensverket; Finansinspektionen).

Jönsson (1991), Puxty et al. (1987) och Willmott et al. (1992) hävdar alla att redovisningsregleringen i Sverige kännetecknas av korporativism och stor statlig inblandning. Korporativismen och statens stora inblandning i det svenska näringslivet grundlades efter Kreugerkraschen 1932. Detta regleringssystem var rådande fram till 1990-talet då staten successivt lämnade rollen som normbildare i och med grundandet av Föreningen för god redovisningssed. I den nya föreningen är uteslutande privata aktörer, som FAR, Stockholmsbörsen och Svenskt Näringsliv, medlemmar. Staten har istället även på detta område intagit en tillsynsroll genom BFN. Föreningen består

sålunda av olika grupper i samhället som gått samman för att tillsammans upprätta normer; något som är liktydigt med associationism. Denna form av reglering har stora likheter med den som finns i de anglosaxiska länderna där normbildningen anses ta form i den privata sektorn. Beslutet om att införa IFRS som redovisningsstandard inom EU förstärker dessa tendenser då IASB, liksom Föreningen för god redovisningssed, är en privat partsammansatt organisation med en tydlig fokus mot aktiemarknaden.

Det kan således konstateras att den svenska regleringen på redovisningsområdet under 1990-talet har gått från att tidigare ha kännetecknats av korporativism till att istället ha stora inslag av associationism. Marknadskrafterna och deras intresseorganisationer har härigenom fått ett ökat inflytande på normbildningen då flera är medlemmar av Föreningen för god redovisningssed, vilket är en effekt av att associationism som regleringsform ligger närmare marknaden jämfört med korporativism. Privata lösningar ersätter härigenom delvis offentliga dito och regleringen bestäms sålunda i ökad utsträckning av marknaden. Aktie- och kapitalmarknaderna har härigenom fått ökad betydelse i det svenska samhället. Privata lösningar blir allt vanligare i Sverige, bl.a. inom sjukvården genom ökningen av privata sjukvårdsförsäkringar samt på skolområdet i ökningen av friskolor. Förändringarna av det svenska regleringssystemet över tiden illustreras i figur 5.1 som är baserad på Willmott et al. (1992).



Figur 5.1 Förändringarna av den svenska regleringen i förhållande till de förhärskande modellerna för samhällsordning

Fenomenet som studeras i denna uppsats, börsbolagens återköp av egna aktier, möjliggjordes inte genom förändringar i normbildningen utan genom ändrad lagstiftning, men ändringen infördes efter påtryckningar från näringslivet (SOU 1997:22). Sådana påtryckningar hade troligtvis inte varit framgångsrika innan 1990-talskrisen, vilket är ytterligare ett tecken på kapitalmarknadens och intresseorganisationers ökade betydelse i Sverige. I USA och Storbritannien, där återköp av aktier varit tillåtet sedan början av 1980-talet, är associationism den gällande regleringsformen. Vi menar alltså att regleringen i Sverige de senaste åren gått alltmera från korporativism mot associationism, vilket bl.a. har lett till att återköp av aktier kommit att tillåtas även i Sverige.

5.4 Egna reflektioner över studien

Under arbetet med denna uppsats har självklart en hel del tankar väckts om ämnet samt om resultatet av uppsatsen. Återköp av egna aktier är ett ganska välbelyst ämne i de anglosaxiska länderna medan det i Sverige oss veterligen ännu inte har genomförts några större studier i ämnet.

Vad gäller uppsatsens resultat och hur vi nått fram till dessa anser vi att ett gott resultat uppnåtts och vi är i stort sett nöjda. Naturligtvis inser vi dock att det finns saker vi kunde ha gjort annorlunda. Dessa punkter koncentrerar vi oss på nedan.

Vad vi framförallt hade kunnat göra annorlunda är upplägget av innehållsanalysen. Ett alternativt upplägg av innehållsanalysen vore att studera företagen under flera år bakåt i tiden. Vi skulle då ha kunnat se hur variabelerna förändrats när företagen börjat göra återköp och härigenom hade vi kunnat ge en tydligare bild av hur framförallt aktieutdelningarna har påverkats av återköpen. Nackdelen vore att urvalet av företag hade behövt göras mindre. Ett annat alternativ hade varit att göra studien under ett år, men att vi hade tagit med alla företag som inte gjort återköp. Detta skulle dock inte vara genomförbart på den tid vi haft till förfogande och vi menar likväl att vi har fått ett gott resultat.

Denna uppsats har till stor del utgått från den institutionella teorin. Svagheter med denna återfinns framförallt i dess begreppsapparat då det i verkligheten inte är alldeles självklart var gränserna mellan de olika begreppen ska dras. Aktörer och organisationer inom redovisnings- och det finansiella systemet tenderar att över åren dyka upp på fler än ett ställe. Detta är något som framförallt gäller staten och dess representanter, men även andra organisationer såsom FAR har intagit olika positioner under årens lopp. Med denna vetskap i åtanke har vi varit noga med att belysa vilken position staten, marknaden och intresseorganisationerna intagit vid varje enskilt tillfälle.

5.5 Förslag till fortsatta studier

Vi har två förslag på vidare studier inom ämnet. Det första liknar vår studie, men med annorlunda tillvägagångssätt, medan det andra förslaget är en strikt kvalitativt inriktad studie.

1. En kvantitativ undersökning av karaktäristika, men med en tidshorisont på flera år bakåt i tiden. Det skulle förslagsvis räcka att enbart undersöka återköpande företag med fokus på förändringar över tiden.
2. En kvalitativ undersökning med syftet att fastställa vilka motiv återköpande företag har till att förvärva egna aktier. Exempelvis kunde man intervjua företrädare för samma urval av återköpande företag som vi använt, och jämföra resultatet med vårt resultat. Då skulle man kunna se hur väl motiven stämmer överens med verkligheten

6 Källförteckning

Skriftliga källor:

Alvesson, Mats & Sköldberg, Kaj (1994) *Tolkning och reflektion – Vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*. Studentlitteratur, Lund.

Artsberg, Kristina (2003) *Redovisningsteori – Policy och praxis*. Liber ekonomi, Malmö.

Andersen, Ib (1998) *Den uppenbara verkligheten. Val av samhällsvetenskaplig metod*. Studentlitteratur, Lund.

Arnold, Glen (2002) *Corporate Financial Management*. 2:a upplagan. Pearson Education Limited, Essex, England.

Bengtsson, Jan (1987) *Edmund Husserls filosofi - En introducerade översikt över hans fenomenologi och dess inflytande*. Forskningsrapport nr. 90, Sociologiska Institutionen Göteborgs Universitet.

Bjurwill, Christer (1995) *Fenomenologin*. Studentlitteratur, Lund.

Boksjö, Alexander & Lönnborg-Andersson Mikael (1994) *Svenska finanskriser – Orsaker, förlopp, åtgärder och konsekvenser*. Uppsala Papers in Financial History, Report No. 2 1994

Bryman, Alan & Bell, Emma (2005) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Liber, Malmö.

Buchholtz, Ann K. & Carroll, Archie B (2000) *Business & society*. 4:e upplagan. South-Western College Publ., Cincinnati, Ohio.

Danermark, Berth; Ekström Mats; Jacobsen Liselotte Jakobsen; Karlsson Kaj Ch. (2003) *Att förklara samhället*. Studentlitteratur, Lund.

Dittmar, Amy K. (2000) Why do firms repurchase stock? *The Journal of Business*, vol. 73, nr.3, s. 331-355.

Donaldson, Thomas; Preston, Lee E. (1995) The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, vol. 20, nr. 1, s. 65-92.

- Epstein, Edwin M. (1998) Business ethics and corporate social policy. *Business & Society*, vol. 37, nr. 1, s. 7-40.
- Grullon, Gustavo; Michaely, Roni (2002) Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *The Journal of Finance*, vol. 57, nr. 4, s. 1649-1684.
- Jacobsen, Dag Ingvar (2002) *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Studentlitteratur, Lund.
- Jönsson, Sten (1991), Role Making for Accounting While the State is Watching, *Accounting, Organization and Society*, vol. 16, s. 521-547
- Lybeck, J.A. (1992), *Finansiella kriser förr och nu*. SNS Förlag, Stockholm.
- March, James G & Olsen, Johan P (1989) *Rediscovering Institutions: The Organizational Basis of Politics*. Free Press, New York.
- North, C. Douglass (1990) *Institutionerna, tillväxten och välståndet*. SNS Förlag 1993, Stockholm.
- Nygaard, C., & Bengtsson, L., (2002). *Strategizing- en kontextuell organisationsteori*, Studentlitteratur, Lund.
- Puxty, Anthony G.; Willmott, Hugh C.; Cooper, David J.; Lowe, E. Anthony (1987), Modes of Regulations in Advanced Capitalism: Locating Accountancy in Four Countries. *Accounting, Organization and Society*, vol 12, s. 273-291
- Pålsson Syll, Lars (1998) *De ekonomiska teoriernas historia*. Lund, Studentlitteratur. 3:e upplagan.
- Rappaport, Alfred (1986) *Creating Shareholder Value The New Standard for Business Performance*. The Free Press, New York
- Rienecker, Lotte; Stray Jørgensen (2002) *Att skriva en bra uppsats*. Liber, Malmö.
- Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph W.; Jaffe, Jeffrey (2002) *Corporate Finance*. 6:e upplagan. McGraw-Hill, Boston.

Willmott, Hugh C.; Puxty, Anthony G.; Robson, Keith; Cooper, David J.; Lowe, E. Anthony (1992). Regulation of Accountancy and Accountants. A Comparative Analysis of Accounting for research and development in Four advanced Capitalist Countries. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 1992, vol. 5, s. 32-56.

Årsredovisningar:

A-Com 2004/2005
AstraZeneca 2004
Axfood 2004
Beijer Alma 2004
BioPhausia 2004
Boliden 2004
Boss Media 2004
BRIO 2004
Clas Ohlson 2004/2005
Daydream Software 2004
Diamyd Medical 2004/2005
Duroc 2004
Elekta 2004/2005
Eniro 2004
Enlight 2004
Gambro 2004
Getinge 2004
Handelsbanken (SHB) 2004
Intrum Justitia 2004
Lagercrantz Group 2004/2005
Midway Holding 2004
Modern Times Group (MTG) 2004
MSC Konsult 2004
Nefab 2004
Net Insight 2004
Nordea 2004
Optimail 2004
Proffice 2004
Ratos 2004
ReadSoft
Sandvik 2004
SEB 2004
Securitas 2004

Skandia
Skanditek
SKF 2004
Softronic
SSAB 2004
Stora Enso 2004
Studsvik
Swedish Match 2004
Switchcore
Tele2
TeliaSonera 2004
Ticket Travel Group
TietoEnator 2004
Wallenstam 2004
Wedins Skor & Accessoarer 2003/2004
Volvo 2004

Elektroniska källor:

Aktiespararnas Aktieinvest
www.aktieinvest.se (Besökt 2005-12-28)

Finansinspektionen
http://www.fi.se/Templates/StartSectionPage____168.aspx (Besökt 2006-01-02)

Investor Substansvärderapport januari-september 2004
<http://nweb.waymaker.se/bitonline/2004/10/12/20041011BIT21990/wkr0019.pdf>
(Besökt 2005-11-12)

Konkurrensverket
www.konkurrensverket.se
<http://www.konkurrensverket.se/konkurrens/historik.shtm> (Besökt 2006-01-02)
http://www.kkv.se/om/om_konkurrensverket.shtm (Besökt 2006-01-02)

Lodin, Sven-Olof (2004). *Utredningsrapport för Förtroendekommissionen*
<http://www.regeringen.se/content/1/c6/02/04/45/f41d2dfb.pdf> (Besökt 2005-11-28)

Morgan Stanley Capital International Inc.
www.msci.com (Besökt 2005-11-20)

Nationalencyklopedin

Investeringsfond: http://www.ne.se/jsp/search/article.jsp?i_art_id=212891

(Besökt 2005-12-03)

Sveriges historia: http://www.ne.se/jsp/search/article.jsp?i_art_id=320855

(Besökt 2005-12-29)

Europeiska unionen: http://www.ne.se/jsp/search/article.jsp?i_art_id=165550

(Besökt 2006-01-05)

Finansinspektionen: http://www.ne.se/jsp/search/article.jsp?i_art_id=169607

(Besökt 2006-01-02)

Old Mutual, US Prospectus

[http://www3.oldmutual.com/download/2169/UK_Prospectus%20\(392%20pages\).pdf](http://www3.oldmutual.com/download/2169/UK_Prospectus%20(392%20pages).pdf)

(Besökt 2005-12-15)

Frick, Lars. www.n24.se. *Återköp gynnar småsparare* (Besökt 2005-11-11)

SFS 2000:66

<http://80->

[www.nj.se/ludwig.lub.lu.se/NJAB/FFS/ffspdf.nsf/ByKey/000066/\\$file/000066.pdf](http://www.nj.se/ludwig.lub.lu.se/NJAB/FFS/ffspdf.nsf/ByKey/000066/$file/000066.pdf)

(Besökt 2006-01-12)

Skandia Press Release 19 October 2005

<http://www.skandia.com/en/press/detailedpressrelease.jsp?id=2005101920180>

(Besökt 2005-12-15)

SOU 1997:22.

<http://www.regeringen.se/content/1/c4/13/37/a27f7765.pdf> (Besökt 2005-11-12)

Statistiska Centralbyråns företagsregister

http://www.scb.se/Grupp/Foretagsregistret/_Dokument/Broschyr2005.pdf

(Besökt 2005-11-21)

Stockholmsbörsen

Återköp: <http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/se/index.aspx?lank=32>

(Besökt 2005-11-11)

Branschindelning: <http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/se/index.aspx?lank=46>

(Besökt 2005-11-21)

URA 24

<http://www.redovisningsradet.se/ura-pdf/URA24.pdf> (Besökt 2006-01-12)

Zachrisson Östhols, Ingrid. www.aktiespararna.se, 2005-05-04. *Belöningsprogram och återköp i fokus*. (Besökt 2005-11-12)

7 Bilagor

7.1 Kodningsmanual

Kodningsmanual	
Variabel	Kod
I Bransch	Indelning efter samma standard som Stockholmsbörsen använder, Global Industry Classification Standard, GICS 1) Consumer Discretionary 2) Consumer Staples 3) Energy 4) Financials 5) Health Care 6) Industrials 7) IT 8) Materials 9) Telecommunication Services 10) Utilities
II Ägarstruktur	Andel institutionellt och utländskt ägande. 1) Mkt litet 0-20% 2) Litet 21-40% 3) Mellanstort 41-60% 4) Stort 61-80% 5) Mkt stort 81-100%
III Företagets storlek	Omsättning enligt SCB:s företagsregister. Klass 1-6 sammanslagna, Tkr. 1) 1 - 49 999 2) 50 000 - 99 999 3) 100 000 - 499 999 4) 500 000 - 999 999 5) 1 000 000 - 4 999 999 6) 5 000 000 - 9 999 999 7) 10 000 000 -
IV Vinst	Mäts genom EPS i SEK 1) -0 2) 0-5 3) 5-10 4) 10-15 5) 15-
V Värdering av aktien	P/E-tal 1) 0-9,99 3) 10-19,99 4) 20- 5) Neg.
VI Utdelning	Föreslagen utdelning per aktie i SEK 1) 0 2) 0-2,99 3) 3-5,99 4) 6-9,99 5) 10-
VII Direktavkastning	Föreslagen utdelning per aktie i SEK/aktiekurs 30/12 2004. Mest spridda aktien om flera aktieslag. Justerat för split. 1) 0% 2) 0-1,99% 3) 2-4,99% 4) 5%-
VIII Företagets likviditet	Likvida medel/tot.tillgångar
IX Belöningsystem till ledningen kopplat till aktiekursen	1) Nej 2) Ja
X Ledningens och styrelsens aktieinnehav	Ledningens och styrelsens totala aktieinnehav (st.) / Totalt antal aktier

XI Skuldsättningsgrad	Räntebärande skulder / eget kapital, i %
XII Investeringar	Kassaflöde investeringsverksamhet / omsättning. Positivt KF innebär negativ mått. 1) Negativt 2) 0-4,99 % 3) 5-9,99 % 4) 10 %-

7.2 Sammanställning av variabler

7.2.1 Återköpande bolag

Bolag som återköpt	Bransch		Ägarstruktur	
Astra	5	Health Care	? ?	
Elekta	5	Health Care	5	83,00%
Eniro	1	Consumer Discretionary	5	92,60%
Gambro	5	Health Care	4	75,00%
Lagercrantz	7	IT	4	61,70%
Nordea	4	Financials	5	87,00%
Optimail	6	Industrials	4	68,00%
Ratos	4	Financials	4	60,00%
Sandvik	6	Industrials	5	84,50%
SEB	4	Financials	5	83,10%
SHB	4	Financials	2	28,00%
SKF	6	Industrials	5	92,10%
SSAB	8	Materials	4	70,00%
Stora Enso	8	Materials	5	94,20%
Swedish Match	2	Consumer Staples	5	90,20%
		Telecommunication		
Telia Sonera	9	Services	5	96,50%
TietoEnator	7	IT	5	88,20%
Wallenstam	4	Financials	3	40,00%
Volvo	6	Industrials	5	89,00%
Medel:				77%

Bolag som återköpt	Storlek		Vinst		Värdering aktien	
Astra	7	141 720 134	4	14	2	17,25
Elekta	5	3152000	3	7,69	2	17,1
Eniro	5	4918000	2	2,82	3	24,1
Gambro	7	26617000	1	-3,47	4	Neg.
Lagercrantz	5	1518000	2	0,21	3	93
Nordea	7	54515519	3	6,22	2	10,77
Optimail	3	428835	2	1,4	2	15
Ratos	5	3907000	5	22,69	1	6,3
Sandvik	7	54610000	5	17,7	2	15,1
SEB	7	28225000	3	9,69	2	13,3
SHB	7	23179000	4	13,81	2	12,5
SKF	7	44826000	5	25,99	2	11,4
SSAB	7	24631000	5	35,55	1	4,5
Stora Enso	7	111648971	2	2,25	3	45
Swedish Match	7	13007000	2	4,13	2	13,7
Telia Sonera	7	81937000	2	2,77	2	14,37
TietoEnator	7	13738377	5	28,73	1	7
Wallenstam	5	2772600	5	60,34	1	5
Volvo	7	201496000	5	22,33	2	11,8
Medel:		44 044 602		14,46579		18,73278
Median:		24 631 000		9,69		

Bolag som återköpt	Utdelning		Direkt-avkastning		Likviditet
Astra	4	6,22	3	2,6%	35%
Elekta	4	6,6	4	3,4%	16,61%
Eniro	2	2,2	4	3,2%	4,40%
Gambro	2	1,3	2	0,9%	2,09%
Lagercrantz	2	0,75	4	3,4%	11,64%
Nordea	2	2,52	4	3,8%	2,37%
Optimail	2	0,75	4	3,5%	35,78%
Ratos	4	8,5	5	5,9%	18,06%
Sandvik	5	11	5	4,2%	3,36%

SEB	3	4,35	4	3,4%	0,82%
SHB	4	6	4	3,5%	0,47%
SKF	3	4	5	5,9%	8,83%
SSAB	4	7,5	5	4,9%	15,82%
Stora Enso	3	4	4	3,9%	1,67%
Swedish Match	2	1,9	3	2,5%	20,53%
Telia Sonera	2	1,2	4	3,1%	8,93%
TietoEnator	4	9	5	4,2%	6,34%
Wallenstam	4	7,5	3	2,6%	2,33%
Volvo	5	12,5	5	4,7%	16%
Medel:		5,14684211		3,7%	11%
Median:		4,35		3,5%	

Bolag återköpt	Belöningsystem kopplat till aktiekursen		Lednings och styrelses aktieinnehav	Skuld-sättningsgrad		Investeringar	
Astra	2	Ja	0,02%		8,07%	3	6,0%
Elekta	1	Nej	8,47%		33,02%	4	46,0%
Eniro	1	Nej	0,08%		170%	2	4,0%
Gambro	2	Ja	0,17%		33,46%	3	7,0%
Lagercrantz	2	Ja	3,50%		14,41%	2	0,4%
Nordea	1	Nej	0,0054%		1565%	2	2,2%
Optimail	1	Nej	7,00%		0,47%	2	1,5%
Ratos	2	Ja	7,31%		19%	1	-19,5%
Sandvik	2	Ja	0,03%		51,21%	2	4,8%
SEB	2	Ja	0,01%		2146%	2	1,4%
SHB	1	Nej	0,18%		1588%	3	5,7%
SKF	2	Ja	0,07%		6,53%	2	4,3%
SSAB	1	Nej	0,03%		51,14%	2	2,7%
Stora Enso	2	Ja	0,01%		49,19%	4	10,8%
Swedish Match	2	Ja	0,03%		73,03%	2	3,6%
Telia Sonera	2	Ja	0,0016%		20,70%	3	9,8%
TietoEnator	2	Ja	0,11%		14%	2	3,7%
Wallenstam	1	Nej	17,32%		473,57%	4	13,6%
Volvo	2	Ja	0,03%		93%	2	0,9%
Medel:			2,33%		337,36%		5,7%
Median:			0,07%				4%

7.2.2 Ej återköpande bolag

Bolag som ej återköpt	Bransch		Ägarstruktur	
A-Com	1	Consumer Discretionary	1	10%
Axfood	2	Consumer Staples	2	40%
Beijer Alma	6	Industrials	3	60%
BioPhausia	5	Health Care	5	90%
Boliden	8	Materials	4	75%
Boss Media	7	IT	4	65%
BRIO	1	Consumer Discretionary	2	30%
Clas Ohlson	1	Consumer Discretionary	3	47%
Daydream Software	7	IT	? ?	
Diamyd Medical	5	Health Care	2	40%
Duroc	6	Industrials	2	39%
Enlight	7	IT	4	80%
Getinge	5	Health Care	4	71,70%
Intrum Justitia	6	Industrials	5	92,40%
Midway Holding	6	Industrials	1	5%
MSC Konsult	7	IT	3	50%
MTG	1	Consumer Discretionary	5	90%
Nefab	6	Industrials	2	21%
Net Insight	7	IT	4	70%
Proffice	6	Industrials	5	80%
ReadSoft	7	IT	2	50%
Securitas	6	Industrials	5	90%
Skandia	4	Financials	5	81,20%
Skanditek	7	IT	3	49%
Softronic	7	IT	? ?	
Studsvik	6	Industrials	4	67%
Switchcore	7	IT	1	8%
Tele2	9	Telecommunication Services	5	90%
Ticket Travel Group	1	Consumer Discretionary	2	20,40%
Wedins Skor & Acc.	1	Consumer Discretionary	5	80%
Medel:				57%

Bolag som ej återköpt	Storlek		Vinst		Värdering aktien	
A-Com	3	197411	1	-0,44	4	Neg.
Axfood	7	33826000	4	12,19	2	18,46
Beijer Alma	5	142300	4	12,76	2	10,54
BioPhausia	1	7786	1	-0,3	4	Neg.
Boliden	7	17928000	2	4,31	1	6,59
Boss Media	3	213000	2	1	3	24
BRIO	5	1165500	4	10,77	1	6,41
Clas Ohlson	5	2954800	2	4,65	3	29,89
Daydream Software	1	8042	1	-3,59	4	Neg.
Diamyd Medical	1	2603	1	-4,4	4	Neg.
Duroc	3	192499	2	2,77	1	5,7
Enlight	2	60500	1	-24,6	4	Neg.
Getinge	7	10888880	2	4,53	2	18,27
Intrum Justitia	5	2848800	2	3,68	2	13,99
Midway Holding	5	2082200	2	2,13	2	11,31
MSC Konsult	2	31974	1	-0,62	4	Neg.
MTG	6	6835700	3	9,85	2	18,38
Nefab	5	1318667	4	13,01	2	13,72
Net Insight	1	40503	1	-0,29	4	Neg.
Proffice	5	2833000	1	-1,16	4	Neg.
ReadSoft	3	358700	2	0,9	2	15,83
Securitas	7	59686600	2	4,01	3	28,43
Skandia	7	98000000	1	-0,16	4	Neg.
Skanditek	4	617280	2	0,23	3	106,52
Softronic	3	189900	1	-0,06	4	Neg.
Studsvik	5	1095800	1	-9,75	4	Neg.
Switchcore	3	132131	1	-0,23	4	Neg.
Tele2	7	43033000	4	12,86	3	20,3
Ticket Travel Group	3	297902	2	0,57	3	20,44
Wedins Skor & Acc.	4	961864	1	-0,38	4	Neg.
Medel:		9598378,07		1,81		21,6929412
Median:		789572		0,74		

Bolag som ej återköpt	Utdelning		Direkt-avkastning		Likviditet
A-Com	1	0	1	0,0%	3,46%
Axfood	5	11	5	4,9%	13,87%
Beijer Alma	3	5	4	3,7%	9,51%
BioPhausia	1	0	1	0,0%	22,73%
Boliden	1	0	1	0,0%	4,37%
Boss Media	1	0	1	0,0%	29%
BRIO	1	0	1	0,0%	13,01%
Clas Ohlson	2	2,5	3	2,0%	27,83%
Daydream Software	1	0	1	0,0%	32,53%
Diamyd Medical	1	0	1	0,0%	92,08%
Duroc	1	0	1	0,0%	17,48%
Enlight	1	0	1	0,0%	9,63%
Getinge	2	1,65	3	2,0%	3,96%
Intrum Justitia	1	0	1	0,0%	9,54%
Midway Holding	2	2,28	5	9,4%	5,79%
MSC Konsult	1	0	1	0,0%	65,81%
MTG	1	0	1	0,0%	9,44%
Nefab	4	7,2	5	4,0%	18,16%
Net Insight	1	0	1	0,0%	52,24%
Proffice	1	0	1	0,0%	16,09%
ReadSoft	1	0	1	0,0%	11,72%
Securitas	3	3	3	2,6%	8,61%
Skandia	2	0,35	2	1,1%	0,51%
Skanditek	1	0	1	0,0%	4,09%
Softronic	1	0	1	0,0%	23,32%
Studsvik	1	0	1	0,0%	28,04%
Switchcore	1	0	1	0,0%	12,19%
Tele2	3	5	2	1,6%	4,49%
Ticket Travel Group	1	0	1	0,0%	22,32%
Wedins Skor & Acc.	1	0	1	0,0%	2,57%
Medel:		1,266		1,0%	19,15%
Median:		0		0	

Bolag som ej återköpt	Belöningsystem kopplat till aktiekursen		Lednings och styrelses aktieinnehav	Skuldsättningsgrad	Investeringar	
A-Com	2	Ja	12,07%	222,62%	2	0,11%
Axfood	2	Ja	44,57%	10,90%	2	1,25%
Beijer Alma	2	Ja	26,64%	49,55%	2	2,77%
BioPhausia	1	Nej	4,43%	39,35%	4	130,21%
Boliden	2	Ja	2,24%	79,63%	3	8,41%
Boss Media	2	Ja	0,48%	0,00%	4	25,40%
BRIO	2	Ja	17,88%	88,25%	1	-24,82%
Clas Ohlson	1	Nej	2,41%	0,00%	2	4,44%
Daydream Software	2	Ja	47,75%	8,15%	1	-60,32%
Diamyd Medical	1	Nej	8,32%	0,00%	2	1,15%
Duroc	1	Nej	2,29%	0,00%	2	4,57%
Enlight	2	Ja	4,88%	0,00%	1	-9,92%
Getinge	2	Ja	14,19%	83,95%	3	7,24%
Intrum Justitia	2	Ja	20,07%	54,67%	3	6,07%
Midway Holding	1	Nej	58,56%	53,61%	2	0,83%
MSC Konsult	1	Nej	46,27%	0,00%	2	2,65%
MTG	2	Ja	0,02%	40,01%	2	2,19%
Nefab	1	Nej	57,56%	21,24%	2	2,72%
Net Insight	2	Ja	5,04%	0,00%	4	42,78%
Proffice	1	Nej	17,12%	139,04%	2	1,69%
ReadSoft	1	Nej	27,01%	8,83%	3	7,43%
Securitas	2	Ja	16,42%	114,30%	3	7,18%
Skandia	2	Ja	0,03%	264,78%	2	3,55%
Skanditek	1	Nej	40,92%	4,34%	3	7,30%
Softronic	1	Nej	31,47%	0,00%	2	0,46%
Studsvik	2	Ja	38,74%	45,18%	2	4,55%
Switchcore	2	Ja	9,42%	47,94%	4	18,78%
Tele2	2	Ja	0,21%	15,77%	3	7,94%
Ticket Travel Group	2	Ja	1,31%	5,49%	2	1,40%
Wedins Skor & Acc.	1	Nej	7,00%	0,45%	3	9,47%
Medel:			19,08%	46,60%		7,25%
Median:			13,13%			3,99%

