

2003-06-02

# Återköp

*- en studie av företag på Stockholmsbörsens A-lista som gjort återköp  
mellan åren 2000-2002 -*

Kandidatuppsats, 10 poäng, Företagsekonomi

Framlagd: 2 juni, 2003

Författare: Christian Eriksson, Ludvig Frick, Goran Ristov

Handledare: Hossein Asgharian

## Återköp

*- en studie av företag på Stockholmsbörsens A-lista som gjort återköp mellan åren  
2000-2002 -*

© Christian Eriksson, Ludvig Frick, Goran Ristov

Kandidatuppsats framlagd 2 juni 2003  
Omfång: ca 50 sidor inklusive bilaga  
Handledare: Hossein Asgharian

### Abstract

Det har varit tillåtet för noterade bolag att köpa tillbaka egna aktier sedan 10 Mars 2000, vilket gör Sverige till ett av de sista västländerna som införde återköp. Syftet med denna uppsats har varit att undersöka vilka utmärkande faktorer det finns för företag som gjort återköp mellan åren 2000-2002. Vi har undersökt 16 företag på A-listan som har gjort återköp. För att urskilja eventuella faktorer som ökar företagets benägenhet till återköp har vi jämfört de återköpande företagen med en lika stor kontrollgrupp, även den från A-listan. Skillnaderna har vi försökt påvisa kvantitativt genom att granska nyckeltal från företagets årsredovisningar. Resultatet av vår undersökning har inte kunnat påvisa några statistiskt säkerställda skillnader mellan de återköpande och icke återköpande företagen. Vi alltså inte lyckats identifiera något utmärkande motiv till företagets återköp. Även om de resultat vi har kommit fram till inte går att säkerställa statistisk så kan vi ändå notera diskrepanser grupperna emellan.

### Nyckelord

återköp, kapitalstruktur, aktieutdelning, kursvård, aktie, kassaflöde, Dittmar

# Innehållsförteckning

<b>1 Inledning</b> .....	<b>5</b>
1.1 Bakgrund.....	5
1.2 Problem .....	6
1.3 Syfte .....	6
1.4 Målgrupp.....	6
1.5 Avgränsningar .....	6
1.6 Tidigare arbete .....	7
1.7 Disposition och läsanvisningar .....	7
<b>2 Metodbeskrivning</b> .....	<b>8</b>
2.1 Övergripande angreppssätt .....	8
2.2 Undersökningsmetod .....	8
2.3 Litteratursökning .....	9
2.4 Hypoteser .....	9
2.5 Tillvägagångssätt .....	10
2.5.1 <i>Datainsamling</i> .....	10
2.5.2 <i>Urval undersökningsobjekt</i> .....	10
2.5.3 <i>Val av kontrollgrupp</i> .....	10
2.5.4 <i>Databearbetning</i> .....	10
2.5.5 <i>Datareduktion och presentation av data</i> .....	12
2.6 Metod- och källkritik .....	12
2.6.1 <i>Validitet</i> .....	13
2.6.2 <i>Reliabilitet</i> .....	14
<b>3 Teorier och motiv gällande återköp</b> .....	<b>15</b>
3.1 Lagar kring återköp.....	15
3.2 Återköpsprocessen .....	16
3.3 Motiv till återköp.....	16
3.3.1 <i>Utdelning eller återköp</i> .....	16
3.3.2 <i>Optionsprogram</i> .....	17
3.3.3 <i>Undervärderad aktie</i> .....	17

3.3.4 Undvika fientligt övertagande .....	18
3.3.5 Ägarstruktur .....	18
3.3.6 Optimering av kapitalstruktur .....	18
<b>3.4 Tillvägagångssätt vid återköp .....</b>	<b>19</b>
3.4.1 Handel över börsen .....	19
3.4.2 Offentligt anbud.....	19
<b>3.5 Kritik till återköp .....</b>	<b>20</b>
<b>4 Resultat .....</b>	<b>22</b>
<b>4.1 Resultat av t-test .....</b>	<b>22</b>
4.1.1 Resultat för åren 1999-2001 .....	22
4.1.2 Resultat för totala undersökningsperioden 1999-2001.....	24
<b>4.2 Standardavvikelse kassaflöde.....</b>	<b>25</b>
<b>4.3 Spridningsdiagram.....</b>	<b>25</b>
4.3.1 Kassaflöde .....	26
4.3.2 Likvida medel .....	26
4.3.3 Marknadsvärde i relation till bokfört värde.....	27
4.3.4 Företagsstorlek .....	27
4.3.5 Utdelning.....	28
4.3.6 Soliditet.....	28
<b>5 Analys och diskussion .....</b>	<b>29</b>
<b>5.1 Analys av undersökningen.....</b>	<b>29</b>
5.1.1 Analys av kassaflöde .....	29
5.1.2 Analys av utdelning .....	30
5.1.3 Analys undervärderad aktie .....	30
5.1.4 Analys av kapitalstruktur.....	31
5.1.5 Reflektioner.....	31
5.1.6 Förslag till vidare forskning .....	32
<b>6 Sammanfattning .....</b>	<b>33</b>
<b>Källförteckning .....</b>	<b>34</b>
<b>Litteratur och artiklar .....</b>	<b>34</b>
<b>Årsredovisningar .....</b>	<b>35</b>

# 1 Inledning

---

*Detta kapitel börjar med att ge en kort bakgrund till det ämne vi valt att skriva om och varför vi anser att det är intressant att skriva denna uppsats. Därefter diskuteras syftet med denna rapport och de avgränsningar vi har valt att göra. Även tidigare uppsatser inom ämnet diskuteras i korthet. Kapitlet avslutas med en disposition över hela uppsatsen.*

---

## 1.1 Bakgrund

Riksdagen beslutade den 23 februari 2000 att svenska företag noterade vid börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad ska ha möjlighet att sälja och köpa tillbaka egna aktier. De nya bestämmelserna trädde i kraft den 10 mars 2000 och återfinns i aktiebolagslagen (SFS 2000:66). Internationellt och främst då i USA har möjligheten till återköp funnits en längre tid. I USA har återköp varit tillåtet sedan slutet av 1970-talet.

Möjligheterna att köpa och sälja egna aktier begränsas i flera avseenden. De nya bestämmelserna i aktiebolagslagen, som bygger på EG:s andra bolagsdirektiv, föreskriver bland annat att förvärv endast får ske inom ramen för bolagets fria egna kapital och att återköpet får uppgå till högst tio procent av samtliga aktier i bolaget per år. Ett annat krav är att beslut om köp och försäljning av egna aktier skall fattas av bolagsstämman, eller av styrelsen efter bemyndigande av stämman (Näringslivets börskommitté [NBK], 2000).

Läkemedel är den bransch där återköp är vanligast. Amerikanska läkemedelsföretaget Pfizer utökade nyligen sitt återköpsprogram till 150 miljarder kronor. Lika mycket som hela Ericssons och Electrolux samlade börsvärde på Stockholmsbörsen. Läkemedelsföretagen gör stora vinster, samtidigt som vettiga projekt att investera i är en bristvara.

Hittills har återköpen av aktier varit en dålig affär för de svenska företagen. Det har visat sig att företagsledningarna inte alls var införstådda i hur mycket deras egen aktie var värd. ABB köpte tillbaka 8 % av kapitalet för 24 Mdr kronor då kursen var 200 kr. När aktien hade fallit till 40 kr hade ABB förlorat 15,5 Mdr kronor på återköpet. ABB är dock inte ensam om att ha förlorat pengar på återköpen, AstraZeneca, Skanska och Volvo finns också på förlorarlistan. Det finns dock företag som gjort rätt i att köpa tillbaka sina aktier. Några exempel är Electrolux och Swedish Match, som har gjort vinster på 1281 Mkr respektive 646 Mkr (Veckans affärer 2002-08-19).

Ett viktigt argument bland förespråkarna för aktieåterköp är att bolagen ska få ett skatteeffektivt sätt att återföra kapital till aktieägarna och att reavinster är att föredra framför utdelningar eftersom dessa går att kvitta mot reaförluster. Fokus har varit att få upp aktiekursen för att skapa reavinster för aktieägarna. Utdelningen har i många fall varit av sekundär betydelse (ibid.).

## 1.2 Problem

Ett område inom finansiering som blivit aktuellt under senare år är företags möjlighet att göra återköp av egna aktier. Lagen om återköp har nu varit i kraft under några år och det är kanske först nu man kan göra analys av huruvida det finns vissa specifika framträdande beståndsdelar hos återköpande företag. I USA där möjligheten till återköp har funnits sedan slutet av 1970-talet, finns det ett flertal avhandlingar som har undersökt effekterna och motiven till återköp, bland annat Dittmar (2000). Dittmar försöker i sin avhandling hitta skillnader mellan återköpande och icke återköpande företag. Detta är gjort genom att titta på de motiv som ligger bakom återköp. Återköp kan göras av flera anledningar bland annat som ett sätt att försöka optimera sin kapitalstruktur, som ett sätt att återföra pengar till aktieägarna, göra optionsprogram lönsamma eller markera att aktien är undervärderad. Många företag använder sig av återköp för att uppnå dessa mål. Vilka återkommande mönster finns hos dessa företag? Finns det något i ett företags kapitalstruktur, värdering, utdelning och överlikviditet som ökar deras benägenhet till att göra återköp?

## 1.3 Syfte

Denna uppsats kommer att titta närmare på de olika motiv som företag kan ha till återköp. Vår fokus ligger på att hitta konkreta förhållanden som skiljer sig mellan de företag som valt att göra återköp jämfört med företag som inte gjort återköp.

Vår frågeställning är följande:

*Vi ska med hjälp av de ovan diskuterade motiven försöka hitta verifierbara skillnader mellan återköpande och icke återköpande företag. Inom vilka områden skiljer sig företagen och stämmer detta med de inom litteraturen vanligt förekommande motiv och teorier?*

## 1.4 Målgrupp

Målgruppen för denna rapport anser vi vara studenter och lärare inom företagsekonomi, samt personer med intresse av återköp, kursvård, kapitalstruktur, utdelningspolicy och liknande frågor inom ämnet finansiering.

## 1.5 Avgränsningar

Det finns ett flertal anledningar till återköp av aktier. Vi kommer i denna uppsats inte att se alltför ingående på hur rimliga eller relevanta dessa motiv är för de enskilda återköpande företagen. För att avgränsa vårt arbete kommer vi i stället att ha en djupare fokus på vilka gemensamma faktorer de återköpande företagen har.

Återköp internationellt kommer att diskuteras i korthet, men fokus kommer att ligga på återköp i Sverige. Vår undersökning kommer endast att omfatta företag som är noterade på Stockholmsbörsens A-lista. Vi kommer i vår uppsats presentera samtliga de motiv som Dittmar anger i sin avhandling. Samtliga dessa motiv kommer dock ej att behandlas ingående i vår uppsats. Vi har således valt att inte titta närmare på vissa aspekter av återköp

som exempelvis återköp med motivet att gynna optionsprogram och återköp för att förhindra fientligt övertagande. Denna avgränsning har vi främst valt för att dessa motiv är mycket svåra att undersöka och kontrollera. En undersökning som tittar närmare på detta motiv skulle kräva intern information eller byggas på rykten och alltför lösa antaganden. Vi har istället valt att lägga vår fokus på att hitta skillnader som vi kan verifiera genom att studera bokslut, årsrapporter och andra ekonomiska dokument.

## **1.6 Tidigare arbete**

Analys av återköp av aktier har gjorts i tidigare uppsatser. Vår sökning i databasen över studentuppsatser på Lunds Universitet visade att två uppsatser har blivit skrivna i ämnet sedan lagen om återköp ändrades år 2000. Den ena är ”Återköp av aktier – marknadens reaktion” (Kranc A, Nilsson C, Wojnakowska M, 2000). Deras arbete beskriver samma motiv till återköp som vi gör i denna uppsats, men denna uppsats har valt att endast se hur kursutvecklingen påverkas av återköp. Vi kommer att göra en mer genomgående analys av relevanta faktorer som påverkar företag till att göra återköp. Den andra uppsatsen som tidigare skrivits inom detta ämne är ”Aktieåterköp, motiv och möjligheter för de återköpande företagen” (Caggianella A, Sundbom F, Marija I, 2001). Deras rapport ger en beskrivning av de motiv som ges till återköp av aktier utifrån de svar de fått från företag. Vi hoppas kunna göra en analys som istället bygger på de nyckeltal som finns i respektive företags bokslut, för att på så vis visa hur specifika förutsättningar påverkar företag till att göra återköp.

## **1.7 Disposition och läsanvisningar**

Kapitel två beskriver vårt angreppssätt på problemområdet och vårt tillvägagångssätt gällande undersökningen. Här beskrivs vår litteratursökning, vilken typ av källor vi valt att använda och källkritik därav. Vårt sätt att samla in, bearbeta och analysera data diskuteras. Kriterier för vår urvalsgrupp och kontrollgrupp presenteras. Även kritik mot vår valda metod framförs i detta kapitel.

I kapitel tre beskrivs de lagar och regler som är gällande vid återköp av egna aktier. Här presenteras olika motiv till återköp av aktier och de tillvägagångssätt som är tillgängliga vid återköp. Kritik till återköp och riskerna med detsamma diskuteras.

I kapitel fyra presenteras resultatet av vår undersökning. Relevant data visas här i tabellform.

Kapitel fem innehåller vår analys av undersökningen och en diskussion kring hur den samstämmer med relevant litteratur.

I kapitel sex ges en kort sammanfattning av vår undersökning och analys.

Vi har valt att lägga våra referenser i den löpande texten, så kallad Harvardsystem. Detta innebär att vi använder oss av noter endast till upplysningar och förklaringar. Texten som ligger i noterna kan med fördel läsas om man är intresserad av vidare studier inom området.

## 2 Metodbeskrivning

---

*Detta kapitel beskriver vårt angreppssätt på problemområdet och vårt tillvägagångssätt gällande undersökningen. Vi beskriver här vår litteratursökning, vilken typ av källor vi valt att använda och källkritik därav. Vårt sätt att samla in, bearbeta och analysera data diskuteras. Kriterier för vår urvalsgrupp och kontrollgrupp presenteras. Även kritik mot vår valda metod framförs här.*

---

### 2.1 Övergripande angreppssätt

När man systematiskt ska undersöka samhällsförhållanden på ett teoretiskt sätt skiljer man mellan två olika angreppssätt, deduktiv respektive induktiv metod (Holme & Solvang, 1997). Den induktiva ansatsen kallas för upptäckstens väg och innebär att man av resultaten från en empirisk studie försöker skapa någon form av generell utsaga som kan ge upphov till ny teoribildning. Den deduktiva ansatsen har däremot sitt ursprung i befintliga teorier. Metoden innebär att man formulerar hypoteser som man sedan prövar mot verkligheten (ibid.). Slutsatserna man sedan drar skall därefter provas empiriskt.

Vi har i vår uppsats valt att använda oss av den deduktiva metoden. Befintlig teori och empiri inom vårt valda problemområde visar att kapitalstruktur, utdelning, undervärdering och överlikviditet är viktiga motiv till varför företag väljer att göra återköp. Vi kommer att utgå ifrån dessa antagande och försöka påvisa skillnader mellan återköpande och icke återköpande företag inom dessa områden.

Utgångspunkten för vår undersökning är motiven som omskrivs i Amy K Dittmar avhandling "Why do firms repurchase stocks?" (Dittmar, 2000). Vi kommer använda ett antal av de i denna artikel omskrivna motiv, för att med hjälp av dessa se om vi kan identifiera skillnader mellan vår urvalsgrupp och vår kontrollgrupp.

### 2.2 Undersökningsmetod

Inom samhällsvetenskapen skiljer man mellan två olika metodiska angreppssätt, kvalitativ och kvantitativ metod. Den väsentliga skillnaden mellan dessa två är hur man använder sig av siffror och statistik. När man genomför en kvalitativ undersökning har man oftast få undersökningsenheter som granskas på djupet. Det är i mångt och mycket forskarens uppfattning och tolkning av informationen som lägger grunden för hur resultatet blir (Holme & Solvang, 1997). Risken med en kvalitativ undersökning är att resultaten påverkas av forskarens värderingar. Kvantitativa undersökningar, å andra sidan, kännetecknas av de har många enheter i undersökningen. Det som är viktigt vid en kvantitativ undersökning är att undvika fel vid urval, insamling, bearbetning och analys av informationen.



Valet av undersökningsmetod grundar sig för oss på det mål vi har med analysarbetet. Det mål vi beskriver i inledningskapitlet är avgörande för vårt val av metod. Då vi vill undersöka specifika nyckeltal hos företag som köpt tillbaka egna aktier är en kvantitativ metod lämpligast.

Vi har studerat de ekonomiska förhållandena för de företag på Stockholms A-lista som har gjort återköp. För att se vilka förhållandena som har haft en inverkan på besluten att göra återköp har vi tittat på siffror för föregående år. Vår undersökning omfattar alla företagen på A-listan som gjort återköp. Begränsningen till A-listan har vi gjort för att vara säkra på att vi får tillgång till den information vi behöver.

## **2.3 Litteratursökning**

Sökning av elektroniska dokument har skett främst med hjälp av databasen ELIN. Detta är en databas som omfattar ett mycket stort antal artiklar och rapporter inom en mängd områden. Sökmotorn till denna databas finns tillgänglig både på Lunds universitets intranät och på Internet. Vår litteratursökning har även omfattat tidigare uppsatser och avhandlingar inom vårt valda ämnesområde. Litteratur och artiklar som vi ansett som relevanta för vårt problemområde har plockats ut och granskats. Denna sökning har gett oss möjlighet att identifiera ett antal faktorer och vanligt förekommande motiv som kommer att ligga till grund för vår fortsatta undersökning.

## **2.4 Hypoteser**

Vårt mål med undersökning är att försöka hitta verifierbara skillnader mellan återköpande och icke återköpande företag. Detta ska vi göra genom att titta på nedanstående hypoteser.

- Vi kommer att undersöka om vi kan hitta belägg för att företagets kassaflöde har en inverkan på om huruvida ett företag väljer att göra återköp eller ej. Hypotesen vi vill testa är att företag som väljer att göra återköp har en överlikviditet. Vi kommer även att se om vi kan hitta något som tyder på att de återköpande företagen har ett mer ojämn kassaflöde sett över åren.
- Vi kommer att se till vilka skillnader vi kan hitta i urvalsgruppernas kapitalstruktur. Vårt mål här är att identifiera skillnader mellan återköpande och ej återköpande företag som kan visa om antagandet om att företag gör återköp för att optimera sin kapitalstruktur är riktigt.
- Skiljer sig utdelningen mellan vår urvalsgrupp och vår kontrollgrupp. Vårt mål här är att påvisa en eventuell skillnad i utdelning mellan urvalsgrupperna. Stämmer hypotesen att företag gör återköp som ett sätt att distribuera pengar till aktieägarna?
- Vi kommer att försöka hitta skillnader mellan de båda grupperna som visar om aktiens värdering i förhållande till bokfört värde påverkar företag till att göra återköp. Vi hoppas därmed kunna testa hypotesen att undervärderade företag har en större benägenhet att göra återköp.

## **2.5 Tillvägagångssätt**

### **2.5.1 Datainsamling**

Som primärkälla för vår datainsamling har vi använt oss av respektive företags årsredovisningar. Vi har samlat in relevanta nyckeltal för de företag som ingår i vår urvalsgrupp respektive kontrollgrupp. Nyckeltalen vi samlat in gäller för perioden 1999-2001. Nyckeltalen ligger i en tidsintervall som föregår vår urvalsgrupp med ett år innan de gjort återköp. Detta beror på att vi var intresserade av de siffror som var aktuella vid tidpunkten när företagen valde att göra sina återköp. De nyckeltal som vi samlat in är följande: soliditet, årets resultat, resultat efter finansiella poster, utdelning, antal aktier, börsvärde, tillgångar, kassaflöde och likvida medel. Samtliga insamlad data presenteras i bilagan.

### **2.5.2 Urval undersökningsobjekt**

Vi önskar få upplysningar om företag på Stockholmbörsens A-listan som under åren 2000-2002 gjort återköp av egna aktier.<sup>1</sup> Vår population består således av samtliga företag på A-listan som gjort återköp. Då antalet företag som gjort återköp inte är så omfattande har vi valt att ta med alla enheter i denna population. Vi har dock sorterat bort bankbolag, då deras bokföringsmässiga värden skiljer sig väsentligt från andra företag. Sammanlagt utgör vår urvalsgrupp 16 stycken enheter.

### **2.5.3 Val av kontrollgrupp**

För att påvisa skillnader mellan återköpande och icke återköpande har vi valt att använda oss av en kontrollgrupp. Denna population består av företag på A-listan som inte har gjort återköp. Vi har ur denna population gjort ett sannolikhetsurval. Det grundläggande kravet för sannolikhetsurval är att sannolikheten ska vara känd för att en enhet vilken som helst i populationen ska komma med i urvalet (Holme, Solvang, 1997). Detta har vi gjort genom att ställa upp en förteckning över samtliga enheter i populationen och sedan slumpmässigt välja ut 16 stycken företag. I denna grupp har vi två bortfall av enheter, beroende på att vi inte kunnat hitta nödvändiga uppgifter om dessa företag. Dessa bortfall har ersatts av två nya slumpmässigt utvalda enheter.

### **2.5.4 Databearbetning**

För att kunna dra slutsatser utifrån våra insamlade data är vi tvungna att bearbeta och strukturera den. Bearbetningen har skett med hjälp av olika statistiska metoder som vi använt för att få fram relevanta siffror som vi kunnat jämföra.

Det första motivet vi testar är hypotesen om överlikviditet. Om företag köper tillbaka egna aktier för att distribuera kapital som kvarstår efter investeringar har gjorts så är återköp positivt relaterat till ett företags likvida medel. För att testa denna hypotes använder vi nyckeltalen likvida medel och kassaflöde. Dessa nyckeltal justeras genom förhållandet

---

<sup>1</sup> Information om vilka företag som gjort återköp har vi fått från Stockholmsbörsens hemsida ([www.stockholmsborsen.se/overvak/index.asp?lank=8&lang=swe](http://www.stockholmsborsen.se/overvak/index.asp?lank=8&lang=swe)).

mellan likvida medel och totala tillgångar vid slutet på året innan återköpen gjorts respektive förhållandet mellan kassaflöde och totala tillgångar vid slutet på året innan ett återköp. Om behovet att distribuera överlikviditet påverkar återköpsbeslutet föreligger det ett positivt samband mellan likvida medel, kassaflöde och återköpsbeslutet.

Med hjälp av kassaflödet gjorde vi två typer av jämförelser.<sup>2</sup> Den första beräkningen är nödvändig då vi vill försöka påvisa om storleken på kassaflödet påverkar företag till att göra återköp. Kassaflödet hos respektive företag delades med företagets tillgångar för att få ett relativt värde. Kassaflödets medelvärde beräknades för både urvalsgrupp och kontrollgrupp, både per år och totalt över åren 1999-2001. Medelvärdet jämfördes sedan mellan de båda grupperna. Vår andra beräkning på kassaflödet görs för att testa ifall ett ojämnt kassaflöde ökar benägenheten att göra återköp. Detta kommer vi göra genom att beräkna standardavvikelsen på kassaflödet inom varje enskilt företag. Vi kommer utifrån dessa siffror beräkna fram det totala medelvärdet på standardavvikelsen per grupp. Medelvärden hos de båda grupperna kan sedan jämföras.

Hypotesen om kapitaldistribution antar att återköp är ett sätt att fördela pengar till aktieägarna. Om företag använder sig av återköp i större utsträckning än utdelning, för att minska investerarnas skattebörda, då borde företag som har lägre utdelningar vara mer benägna att köpa tillbaka egna aktier. Vi inkluderar förhållandet mellan total utdelning och resultat efter finansiella poster, i analysen för att fastställa om återköpande företag har lägre utdelningar. Vi gör detta för att få en utdelning som står i relation till företagets resultat.

För att kontrollera hypotesen om undervärdering använder vi oss av förhållandet mellan börsvärde och totala tillgångar. Undervärderingshypotesen förutspår att företag köper tillbaka aktier när aktiepriset är lägre än det sanna värdet. Vi mäter även storleken på företagen genom att ta den naturliga logaritmen på totala tillgångar vid slutet på året som föregick återköp ( $\ln$ Tillgångar).

Hypotesen om optimal skuldsättningsgrad säger att företag köper tillbaka aktier när skuldsättningen är lägre än uppsatta målet. Vi använder oss soliditeten för att se om det finns ett samband. Om hypotesen stämmer ska soliditeten vara högre för återköpande företag. För att kunna jämföra soliditeten mellan de olika grupperna tog vi varje enskilt företags soliditet och subtrahera denna siffra med branschsoliditeten.<sup>3</sup> Vi ansåg det nödvändigt att göra denna justering av soliditet då skillnaden mellan olika branscher ofta är stor och våra urvalsgrupper inte har samma branschammansättning. Utifrån detta kan vi sedan beräkna det totala medelvärdet av den justerade soliditeten per grupp. Vi gör detta både per år och totalt sett över åren 1999-2001. Dessa medelvärden kan sedan jämföras mellan de båda grupperna.

Vid jämförelser mellan de båda grupperna har vi använt oss av ett t-test. Denna typ av test antar att båda gruppernas varians är olika och det kallas för ett heteroskedastiskt t-test. Detta test är lämpligt att använda när det finns två grupper som man ska göra jämförelser emellan. Genom detta test får vi fram en signifikansnivå, ett så kallat p-värde, utifrån vilken vi sedan kan göra bedömningen om huruvida skillnaden mellan grupperna är signifikant eller ej. P-värdet är ett värde som anger sannolikheten, att om hypotesen att

---

<sup>2</sup> Siffror för kassaflöde har vi tagit från företagens kassaflödesanalys. Vi har hos samtliga företag valt att använda förändring av likvida medel i våra beräkningar.

<sup>3</sup> De olika branschernas soliditet har vi tagit från Andersson N, Frithiof J, Nilsson T, Sand P, (2002) Kandidatuppsats. Denna uppsats undersökte kapitalstrukturen på den svenska aktiemarknaden.

populationsvärdet är noll är sann, av en ren slump få ett t-värde som till beloppet är större än det erhållna beloppet (Andersson, Jorner, Ågren, 1994). Vi har valt att testa vår nollhypotes, på en signifikantnivå på 10 %<sup>4</sup>, vilket ger ett p-värde som är mindre än 10 % av ett testurval. Nollhypotesen innebär i detta fall att vi inte kan utesluta att medelvärdeskilnaden beror på slumpen. Detta innebär att om ett testresultat visar ett p-värde på 0,1 eller lägre kan vi säga att skillnaden mellan de båda grupperna är statistiskt säkerställd.

Vi kommer även att för varje enskilt företag beräkna medelvärdet på samtliga ovan nämnda faktorer. Dessa medelvärden omfattar nyckeltal från perioden 1999-2001.

### **2.5.5 Datareduktion och presentation av data**

Generellt kan man säga att datapresentation är information som är organiserad och komprimerad, ur vilken man senare kan dra slutsatser (Miles & Huberman, 1994). För att få en helhetsuppfattning av den insamlade datan, kan det vara lämpligt att använda sig av matriser, kartor, grafer, diagram och tabeller (ibid.). Vi har valt att använda oss av det senare. Genom att använda oss av tabeller kan vi sammanställa informationen i ett mer kompakt format. Detta underlättar för oss att göra en analys och dra giltiga slutsatser. Det underlättar även för den läsare som själv vill göra en bedömning av data. Samtliga företag som ligger till underlag i dessa tabeller finns presenterade i bilagan.

I kapitel fyra presenteras den insamlade datan i tabeller, vilket innebär en form av datareduktion, det vill säga att vi fokuserar, förenklar och transformerar data. Datareduktion kan ske medvetet och omedvetet. Att presentera vår insamlade data i tabeller är ett medvetat val för att ge en bättre överblick av datan. Den omedvetna datareduktionen görs redan då man som undersökare väljer ett visst tillvägagångssätt, metod eller målgrupp, eftersom man då väljer bort en eller flera aspekter inom ett område (Miles & Huberman, 1994). Denna datareduktion ska inte ses som något som är separerat från själva analysen, utan som en del av den (ibid.). Det är vi som utför undersökningen som väljer hur vi ska presentera data och hur vi summerar den på ett sätt som lämpligt visar de nyckeltal som vi är intresserade av att undersöka.

För att tydliggöra eventuella skillnader mellan vår urvalsgrupp och kontrollgrupp, kommer vi att visa delar av resultatet i totalt tolv stycken spridningsdiagram. Dessa diagram underlättar för läsaren att se vilken spridning medelvärdena för enskilda företag har. Diagrammen gör det även möjligt att på ett enkelt sätt identifiera eventuella extremvärden. Då vi har ett mycket begränsat urval är det viktigt att vi kan identifiera sådana extremvärden eftersom förekomsten av dessa ger ett orimligt utslag på resultatet.

## **2.6 Metod- och källkritik**

Den kvantitativa undersökningen och informationen vi samlat in är upplagd för att vi ska kunna göra statistiska generaliseringar. Detta ger oss en möjlighet att uttala oss vissa uppfattningar hos alla de enheter utifrån vilka vi gjort vårt urval. Möjligheten att generalisera med utgångspunkt från vårt material begränsas av det faktum att vår

---

<sup>4</sup> Praxis i vetenskapliga undersökningar är att välja en signifikansnivå på 5 %, vi bedömer dock att en nivå på 10 % i detta fall är rimligt då vi har ett starkt begränsat urval.

målpopulation endast omfattar företag noterade på Stockholmsbörsens A-lista. De eventuella generaliseringar vi kan göra utifrån vårt material är således endast tillämpligt till denna grupp av företag. Resultatet av vår undersökning ska inte ses som representativ för alla börsnoterade företag på Stockholmsbörsen. I vår analys av huruvida ett ojämnt kassaflöde påverkar företag till att göra återköp har vi tittat på standardavvikelsen under tre år. En mätning som avser att beräkna standardavvikelse bör rimligtvis omfatta en betydligt längre period för att vi ska kunna påvisa om det förekommer några skillnader. Vi har dock inte haft underlag till att göra en mätning som går längre tillbaka i tiden då inga återköp gjorts före år 2000. Dessa siffror bör därför tolkas med stor försiktighet.

Vår kvantitativa metod innebär att vi måste standardisera vår datainsamling. Detta innebär att alla undersökningsenheter bedöms utifrån samma kriterier. Svagheten ligger i att vi inte vet hur relevant den information som samlas in är för vår frågeställning. Vi är inte lika flexibla i vår datainsamling som vi skulle kunna vara vid en kvalitativ undersökning. För att öka vår möjlighet till att undersöka faktorer som kan vara relevanta för återköp, har vi därför valt att utgå från motiv som används i en tidigare undersökning (Dittmar, 2000). Dessa motiv förekommer ofta i litteratur om återköp. På så vis hoppas vi minska risken för att ta med faktorer som saknar relevans.

Problemet med att utgå ifrån redan undersökta motiv är att vi i och med detta begränsar oss. Genom att endast utgå ifrån våra förutbestämda motiv och antaganden om vad som är relevanta faktorer när det gäller återköp utesluter vi möjligheterna att genom vår undersökning hitta ytterliggare faktorer som påverkar företag till att göra återköp. Vi är dock tvungna att avgränsa oss till att endast se närmare på dessa motiv.

För att underlätta vår datainsamling har vi tagit redan uträknade poster i företagens årsredovisningar. För en noggrannare undersökning hade det behövts omräkningar av olika poster. Som exempel kan nämnas beräkningen av variabeln tillgångar, där en eliminering av immateriella tillgångar hade varit att föredra.

Mycket av vår information kring återköp har vi fått genom att läsa ett stort antal artiklar, böcker och undersökningar. Litteraturen vi funnit inom området är väldokumenterad och vetenskapligt förankrad. Samtliga undersökningar som vi refererar till har publicerats i tidningar och journaler med erkänt gott renommé. Litteraturen som vi använt oss av behandlar främst den amerikanska marknaden, vilket innebär att mycket av resultaten i den litteratur vi refererar ska behandlas med försiktighet då man tillämpar den till den svenska marknaden. Litteratur som behandlar den svenska marknaden är tyvärr fortfarande begränsat med anledning av att återköp fortfarande är en relativt ny företeelse.

## **2.6.1 Validitet**

Validitet kan definieras som ett mätinstruments förmåga att mäta det man avser att mäta. Validitet är det viktigaste kravet på ett mätinstrument, om vi inte mäter det vi avser, spelar det mindre roll om mätningen är bra. När en undersökning genomförs så är det inte bara viktigt att man drar rätt slutsatser utifrån de resultat man får fram utan det är lika viktigt, om inte viktigare, att se till att det är rätt data man undersöker. Om man under förberedelserna av undersökningen lyckas utforma de olika mätinstrumenten så att de verkligen belyser de data som är relevanta för undersökningsområdet, så innebär det att studien karaktäriseras av hög validitet (Ericsson & Wiedersheim-Paul, 1991). Kriterier för hur validiteten skall mätas för att garantera hög validitet ska sätta upp redan under

planeringsfasen. Det finns flera viktiga aspekter som måste tas i akt vid sådana tillfällen. Det är viktigt att på ett tydligt och väl avgränsat sätt fastslå vad det är som ska utredas. En konkret definition av mätbara kriterier måste också göras. Detta sker genom operationalisering, vilket innebär att ett komplext problem bryts ned i mindre beståndsdelar för att få hanterbara variabler att mäta. De mindre bitarna gör det lättare att få en överblick och se om det är rätt bitar att undersöka och hur de ska undersökas. På så sätt kan man uppnå en hög validitet.

Vi har försökt att göra en väldefinierad avgränsning av vårt undersökningsområde genom att vi endast kommer att titta på statistiskt mätbara faktorer som bestämts innan undersökningen börjar. Operationaliseringen i vår undersökning innebär att vi kommer att titta på mindre beståndsdelar, i form av nyckeltal hämtade från respektive företags bokslut. Genom att ha dessa nyckeltal som utgångspunkt för vår undersökning hoppas vi kunna uppnå en god validitet, då syftet är just en jämförelse av dessa.

### **2.6.2 Reliabilitet**

Med reliabilitet menas graden av tillförlitlighet. En god reliabilitet innebär att vi mäter på rätt sätt. Om man genomför undersökningen flera gånger, ska man komma fram till samma resultat varje gång (Wiedersheim-Paul & Eriksson, 1999).

Vi har försökt utforma vår undersökning så att en upprepning av undersökningen ska ge i stort sett samma resultat. Det innebär att vi måste se över de moment som kan skapa olikheter och så långt som möjligt arbeta fram en undersökning som inte innehåller sådana moment. Det finns dock moment där vi känt att det inte funnits någon självklar hantering av datan. Vi har i dessa fall försökt beskriva vårt resonemang och försökt vara så konsekventa som möjligt. Vi har i vår undersökning gjort omfattande insamling av data och beräkningar av denna. Vi har kontrollräknat samtliga beräkningar för att minska risken för fel, men det går naturligtvis inte helt att gardera sig mot att fel vid insamling och bearbetning av data uppstår.

## 3 Teorier och motiv gällande återköp

---

*Detta kapitel beskriver de lagar och regler som är gällande vid återköp av egna aktier. Detta omfattar även de steg som är nödvändiga för att ett återköp ska godkännas. Vidare presenteras olika motiv till återköp av aktier och de tillvägagångssätt som är tillgängliga vid återköp. Här framförs kritik till återköp och riskerna med detsamma diskuteras.*

---

Även om återköp är ett relativt nytt fenomen i Sverige, så har återköp internationellt och då speciellt i USA blivit ett allt vanligare och viktigare sätt att betala ut pengar till aktieägare. I USA har det under nittiotalet varit en i det närmaste explosionsartad utveckling av återköp då antalet återköp ökat med 650 % (Jagannathan, Murali, Stephens Clifford P, Weisbach Michael S, (2000)).<sup>5</sup> I USA förekommer inte heller några begränsningar för hur omfattande köpen får vara. En viktig anledning till att återköp blivit så vanligt är att det ger företag en möjlighet att relativt snabbt betala ut pengar till sina aktieägare, justera kapitalstrukturen och för undervärderade företag att öka aktieägarvärdet.

### 3.1 Lagar kring återköp

Den gällande lagstiftning kring återköp hittas i ABL 7 kap 7-9 § §. Här står att förvärv av egna aktier ska ske på en börs, auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet. Ska handeln ske utanför det Europeiska samarbetet måste tillstånd ges av Finansinspektionen. I Sverige måste förvärvs erbjudande ges till alla aktieägare eller till samtliga ägare till aktier av visst slag. Storleken på återköpet är begränsat. Företaget får inte köpa tillbaka aktier för mer än att det efter återköpet finns täckning för det bundna egna kapitalet. Även antalet aktier som får återköpas är begränsat. Företaget får högst köpa tillbaka 10 % av sina aktier per år. Aktier som innehas av dotterbolag ska räknas som bolagets. Om företag köper tillbaka fler aktier än tillåtet ska avyttring ske inom sex månader från förvärvet. Görs inte detta förklaras aktierna ogiltiga. Beslut om återköp görs av aktieägarna, detta sker på bolagsstämman. Det är viktigt att beslut om återköp eller försäljning av egna aktier når marknaden. Pressmeddelande måste därför lämnas till en etablerad nyhetsbyrå och minst tre rikstäckande tidningar (ABL 7 kap 7-9 § §).

Som komplement till lagstiftningen finns det rekommendationer från finansinspektionen och näringslivets börskommitté. Samtliga företag på stockholmsbörsen har skrivit på börskontrakt och är därmed skyldiga att följa dessa riktlinjer. I rekommendationerna hittar vi lite mer specifika punkter kring själva handeln (se 3.4). Om ett företag är registrerat på mer än en börs kan det uppstå problem när de ska handla med sina egna aktier. Bolaget är

---

<sup>5</sup> Jagannathan Murali & Stephens Clifford P & Weisbach Michael S undersökning mäter tillväxten av återköp på den öppna marknaden (USA) och på det sätt som utdelning och återköp används av företag.

tvunget att följa båda ländernas lagar. Om detta är omöjligt får de avvika från de svenska reglerna, men ska sträva efter att följa dem så långt att det är möjligt (Ibid.).

De amerikanska lagarna är ganska lika de svenska. För att köpa tillbaka aktier i USA på ett säkert sätt så ska man följa en gammal rekommendation. Rekommendationen heter ”1934 act's Rule 10b18--Purchases of Certain Equity Securities by the Issuer and Others”. Här står hur man ska gå tillväga för att köpa tillbaka aktier samtidigt som man är på rätt sida av lagen. Även om man följer lagen är men inte helt skyddad från att bli anklagad för felaktigt återköp, men det är ett av de bästa sätten att kunna försvara sig vid eventuell kritik. Många av lagar och rekommendationer kring återköp i USA och Sverige handlar om att information om återköpen ska nå marknaden tidigast möjligt.

## **3.2 Återköpsprocessen**

De nya bestämmelserna om återköp av aktier bygger på EG:s andra bolagsdirektiv. Lagen föreskriver att beslut om köp och försäljning av egna aktier skall fattas av bolagsstämman eller, efter stämmans bemyndigande, av styrelsen. Beslut om återköp skall i normalfallet fattas med kvalificerad stämmajoritet, två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna.

Utöver de bestämmelser som återfinns i lagen om återköp har Finansinspektionen gjort en rekommendation om återköp. Huvuddragen i rekommendationen handlar om företagets upplysningsskyldighet och beslutens samstämmighet med aktuella lagar, principer och handelsplatsen regler.

## **3.3 Motiv till återköp**

För många företag som hittills gjort återköp har det inte gått så bra, för en del kan det i det närmaste ses som ett fiasko. Flera stora svenska bolag såsom Astrazeneca, Skanska och Volvo har förlorat miljardbelopp på återköp av egna aktier (Veckans affärer, 2002-08-19). Varför väljer då företag att göra återköp? För att kunna göra en undersökning om återköp är det viktigt att man förstår de bakomliggande motiven till återköp. Det finns ett flertal olika motiv till varför ett företag väljer att göra återköp. De nedan presenterade motiven är vanligt förekommande i litteratur inom området, samtliga dessa motiv finns att hitta i Dittmars (2000) avhandling inom ämnet. Motiven utdelning och överlikviditet har ett starkt samband, vilket gör att vi valt att presentera dessa under samma rubrik.

### **3.3.1 Utdelning eller återköp**

Återköp kan precis som utdelning vara ett sätt för företagen att distribuera pengar till aktieägare. I sin artikel ”*The cash-flow permanence and information content of dividend increases versus repurchases*” gör Guay och Hartford (2000)<sup>6</sup> antagandet att återköp är ett sätt för företagen

---

<sup>6</sup> Guay & Harfords undersökning utgår från hypotesen att företag väljer utdelning vid permanenta kassaflödesuppgångar medan de väljer återköp vid mer temporära. Deras data kommer från ett urval av återköpande företag på den öppna marknaden (USA) mellan åren 1981-93 och omfattar totalt sett 1086 återköp.



att fördela vad som potentiellt kan vara temporära uppgångar i kassaflödet. Detta till skillnad mot höjningar i utdelning, vilka brukar föregås av mer permanenta uppgångar. Ett antagande som stämmer väl överens med Jagannathan et al. (2000) resonemang om företags ovilja till att höja sin utdelning om de senare kanske tvingas sänka den. Återköp ger ju företaget en möjlighet att fördela ett överskott som antas vara från en temporär uppgång, utan att höja utdelningen. Marknadens sätt att reagera på en återköpsplan respektive en höjning av utdelning stödjer antagandet att återköp används som en sätt att fördela en mer kortvarig uppgång. Guags och Hartfords undersökning visar att marknaden reagerar mer positivt på nyheten om en ökning av utdelning, då detta skulle kunna tyda på en mer permanent uppgång.

Ett motiv till återköp kan således vara att ett företag vill fördela en temporär uppgång i kassaflödet. Detta bör indikera en mer ojämn inkomst sett över åren. Jagannathans et al. (2000) undersökningar visar att standardavvikelsen för rörelseintäkter är två gånger högre för de företag som väljer att göra återköp. Samma undersökning visar också att de företag som väljer att göra återköp generellt är mindre än de som väljer att i stället höja sin utdelning.

För att detta motiv ska vara relevant förutsätts det att det finns en överlikviditet i företaget och att de väljer att dela ut denna till sina aktieägare. Brist på bra investeringsmöjligheter kan då ses som en anledning till göra återköp.

Återköp kan vara att föredra framför utdelning då det kan ge bolagen ett skatteeffektivt sätt att återföra kapital till aktieägarna. Skattefördelen innebär att reavinster är att föredra framför utdelningar eftersom dessa går att kvitta mot reaförluster.

### **3.3.2 Optionsprogram**

Återköp av aktier för att gynna ledningens optionsprogram är ett motiv som är vanligt förekommande i litteraturen. Även då vi i vår undersökning inte kommer att göra några beräkningar på detta, av skäl som anges i vår avgränsning, så är det ändå en intressant faktor som bör nämnas. Många i en företagsledning och även andra anställda inom ett företag har ofta optioner på det egna företagets aktier. Detta innebär att det finns ett intresse från ledningen sida att nå en viss kursnivå på aktien för att dessa optionsprogram ska bli lönsamma. Genom att återköpa aktier skickas en signal till marknaden som visar att företaget anser att aktien är undervärderad, ofta med en kursökning som följd (se 3.3.3).

### **3.3.3 Undervärderad aktie**

Återköp för att signalera marknaden om att aktien är undervärderad är ett av de vanligaste motiven till återköp. Både Ikenberry, Lakonishok, Vermaelen, (1995)<sup>7</sup> och Otchere, Ross (2002)<sup>8</sup>, har i sina undersökningar funnit att tillkännagivandet av ett återköpsprogram signalerar positiv information till marknaden. Otchere, Ross (2002) har funnit en statistisk

---

<sup>7</sup> Ikenberry, Lakonishok, Vermaelen undersökning hade för avsikt att undersöka de återköpande företagens aktier under en längre period. Undersökningen omfattade 1 239 återköpsprogram under perioden 1980-1990.

<sup>8</sup> Otchere & Ross undersökte hur informationen om återköp där undervärdering angetts som motiv påverkade börskursen. Denna undersökning bygger på data från den Australiensiska marknaden.

signifikant anormal avkastning på dagen av tillkännagivandet. Även företag i samma bransch reagerar positivt på beskedet.

Undervärderingshypotesen bygger på att det råder en obalans mellan insiders och aktieägare, vilket kan göra att aktien blir felvärderad (Vermaelen, 1981). Om insiders tror att aktien är undervärderad kan de köpa tillbaka aktier för att ge en signal till marknaden att de kan köpa undervärderade aktier. Uttalandet att företaget ska köpa tillbaka aktier är tänkt att ge en mer korrekt aktiekurs. Om marknadsreaktionen på tillkännagivandet är för svagt händer det att företaget återkallar sitt återköpsprogram, vilket inte brukar tillkännas av företaget (Ikenberry et al., 1995). De positiva effekterna av återköpsprogram brukar vanligtvis tilldelas signalthypotesen, vilket förutspår att företag använder återköp för att ge signal om en ny positiv information angående dess framtida inkomster (Otchere et al., 2002). Detta motiv gäller enligt Vermaelen (1981) främst mindre företag, där informationsasymmetri mellan ledning och marknad är mer påtaglig.

### ***3.3.4 Undvika fientligt övertagande***

Återköp påverkar främst företaget och dess aktieägare, men kan också påverka omgivningen. Företag använder sig ibland av återköp som en försvarsåtgärd vid hot av uppköp. Då ett företag köper tillbaka aktier ökar minimipriset på aktien. Detta beror på att företaget köper tillbaka aktier från dem som är mest villiga att sälja till ett lågt pris. För det uppköpande företaget betyder det att de blir tvungna att bjuda mer pengar för att få aktieägarna att sälja. Enligt denna hypotes är det sannolikt att företag med hög risk för uppköp köper tillbaka aktier (Bagwell, 1991). När ett företag hotas av ett fientligt övertagande måste ledningen välja mellan att fördela en del av sina resurser till investeringar i det egna företaget. Den optimala nivån av återköp blir en balansgång mellan fördelarna av att undvika ett fientligt övertagande och kostnaden av en ökad sannolikhet för att gå i konkurs (Sinha, 1991). Detta motiv kommer inte att omfattas i vår undersökning då det är föremål för alltför subjektiva bedömningar.

### ***3.3.5 Ägarstruktur***

Studier har visat att ett annat motiv till återköp av de egna aktierna kan vara att få mer kontroll över ett företag. Cudd, Duggal och Sarkar (1996) har påvisat samband mellan återköp och insiders ökade kontroll över företag. Detta motiv är kopplat till återköp för att förhindra fientligt övertagande. En möjlighet att studera ägarstruktur kvantitativt skulle kunna vara att granska ett genomsnittligt floattal. Floattalet är ett mått på antalet aktier som är i omlopp under en viss period. Det skulle indirekt kunna användas för att testa om företag med större andel aktier i omlopp, och därmed fler mindre ägare, återköper egna aktier i större omfattning. Vi kommer inte att mäta floattalet i denna uppsats då denna information är svårtillgänglig.

### ***3.3.6 Optimering av kapitalstruktur***

Återköp har gjort det lättare för företag att ändra sin kapitalstruktur. Om ett företag har satt en optimal kapitalstruktur så är återköp av aktier ett sätt att nå denna. Enligt Tsetsekos (1991) är detta ett vanligt skäl till återköp. Ett företag är därför mer benäget att göra återköp då skuldsättningsgraden är lägre än den optimala skuldsättningsgraden. Därför

påverkas beslutet att köpa tillbaka aktier av vilken strategi företaget har för sin kapitalstruktur.

### **3.4 Tillvägagångssätt vid återköp**

Då köp och försäljning av egna aktier är en relativt ny företeelse i Sverige, är det viktigt att handeln med egna aktier sker på ett sätt som inte skadar förtroendet för aktiemarknaden. Nedan presenteras två sätt till att göra återköp. Dessa båda sätt omgärdas av ett stort antal rekommendationer som utfärdats av Näringslivets börskommitté [NBK] (2000). Dessa rekommendationer avser både handel över börs och offentliga erbjudanden. Utöver dessa rekommendationer gäller förstås aktiebolagslagens regler som presenterades i kapitlets inledning.

#### **3.4.1 Handel över börsen**

Rekommendationerna för handel över börsen ska följas när ett företag köper eller säljer sina egna aktier på börs eller auktoriserad marknadsplats. För att undvika olämplig börspåverkan ska företagen följa ett antal steg vid återköp av egna aktier. Efter att bolaget fattat beslut om återköp ska detta omedelbart offentliggöras genom ett pressmeddelande. Detta meddelande ska bland annat innehålla vilken tidsram som gäller, uppgifter om högsta och lägsta pris, samt motiv till återköpet. Efter genomfört köp ska bolaget omedelbart informera börsen om varje köp eller försäljning av aktier (NBK, 2000).

Det finns ytterligare regler som är konstruerade för att så långt som möjligt undvika otillbörlig kurspåverkan och oron för insider information. Dessa regler säger att företaget inte får köpa eller sälja aktier under de sista 30 minuterna före börsens stängning. De får heller inte köpa eller sälja aktier under den trettiodagarsperiod som ligger närmast offentliggörandet av bolagets års- eller delårsbokslut (NBK, 2000). Uppdraget att köpa tillbaks aktier får endast ske genom ett mäklarföretag.

#### **3.4.2 Offentligt anbud**

Offentligt anbud innebär att ett aktiebolag riktar ett erbjudande till samtliga aktieägare eller samtliga ägare av ett visst slags aktier. Erbjudandet anger under vilka villkor som aktieägarna kan överlåta sina av bolaget utgivna aktier till bolaget självt. Även vid ett offentligt anbud ska ett pressmeddelande släppas sedan beslut om återköp fattas. Meddelandet ska innehålla storlek på återköp, tidsplan och övrig information som kan ligga i marknadens intresse. Ett offentligt erbjudande bör i regel riktas till alla aktieägare i bolaget. Det kan emellertid vara godtagbart att låta erbjudandet avse endast ett aktieslag. Det bör dock finnas särskilda skäl till detta (NBK, 2000).

Utgångspunkten vid återköp är att erbjudandet motsvarar marknadsvärdet. Det får inte förekomma någon skillnad i behandlingen av aktieägarkategorier såtillvida den inte är förenlig med aktiebolagslagen. Sveriges regler skiljer sig härmed väsentligt från exempelvis USA där det är tillåtet att endast ge erbjudande till vissa ägargrupper (Ross, Westerfield, Jaffe, 2002).

### 3.5 Kritik till återköp

Det är inte självklart att ett återköp signalerar att företaget har en undervärderad aktie, vilket diskuteras ovan. Risken finns att marknaden plockar upp andra signaler än vad som var tänkt. Enligt samma resonemang som att utdelning tyder på att företaget inte har någon annanstans att göra av pengarna kan även återköp skicka ut signaler om att företaget inte har några bra investeringar att välja på.

Återköp av aktier kan leda till oro för kursmanipulationer för att höja värdet på aktier. Jacob Håkansson framför i Veckans affärer (1998-03-30) argument mot den kursvård som många återköpande företag anser sina återköp vara. Jacob Håkansson säger:

"Uttrycket vård antyder att något är osunt eller sjukt. Om kursen är sjuk så kan det rimligtvis inte vara den bästa medicinen för bolaget att manipulera sin egen aktie. Det blir bara smärtlindring som dessutom döljer orsaken till det verkliga problemet."

Han anser att en felvärderad aktie inte ska botas genom stödköp utan att den endast kan och bör botas genom ett välskött, lönsamt företag med en öppen och ärlig information till nuvarande och framtida ägare.

Det är ju även svårt att bedöma huruvida företagsledningarna har en bra uppfattning om den egna aktien är rimligt värderad eller inte. Risken finns att de övervärderar sitt eget företag. Men även om ledningen kan sitt eget företag kräver en riktig värdering att de även har kunskap om alternativa placeringar. Det finns ytterligare risker med att tillåta bolag att handla med sin egen aktie. Insideraffärer är ett orosmoment när det gäller återköp då bolaget och då främst dess ledning är en insider i sin egen verksamhet. Men detta kan till viss del förhindras med en reglerad lagstiftning för att reglera volym och tidpunkt för när handel med egna aktier kan ske. På så vis kan risken för att företaget drar nytta av information som inte är offentligt tillgänglig minskas.

En fara med återköp är att bolagsledningen kan ha en intressekonflikt. Ledningens optionsprogram kan påverka till att göra ett återköp för att nå en kursnivå som gör deras optionsprogram lönsamma. Detta incitament kan påverka ledningen till att omfördela utbetalningarna till aktieägarna (Fenn & Liang, 2001).<sup>9</sup> I stället för utdelning kan de göra återköp.

Fenn & Liang (2001) har gjort en undersökning inom just detta område och hittat en starkt positiv relation mellan återköp och bolagens optionsprogram. Liknade resultat har även hittats av Kahle (2002).<sup>10</sup> Vid återköp har företagen starka krav på sig att släppa information om återköpens omfång, tidpunkt för återköp osv. Dessa omfattande

---

<sup>9</sup> Undersökningen gjordes av Fenn & Liang 2000 (publicerad 2001). De undersökte mer än 1100 företag mellan åren 1993-97. Denna undersökning hade för avsikt att studera hur företagen utdelningspolicy påverkas av ledningen innehav av aktier och deras innehav av optioner.

<sup>10</sup> Undersökningen gjord av Kahle 2000 (publicerad 2001) hade för avsikt att undersöka hur optionsprogram påverkar ledningens beslut till att göra återköp. Kahles undersökning omfattade samtliga återköp på den öppna marknaden (USA) under åren 1993-96.

publicistiska krav gäller inte vid införandet av optionsprogram vilket kan göra det svårt för aktieägare att göra en egen bedömning av det verkliga motivet till återköp. Genom att göra återköp ger företaget upp finansiella tillgångar som hade kunnat användas till andra investeringar (Kahle, 2002). Ett återköp påverkar således företags förmåga att generera framtida inkomster.

## 4 Resultat

---

*Kapitel fyra visar resultaten av vår undersökning. Vi presenterar först resultatet av vårt t-test årsvis och sedan ett t-test som omfattar samtliga år i vår undersökning. Här visas även resultatet av vår undersökning gällande standardavvikelsen på företagens kassaflöde. Sist i kapitlet visas spridningsdiagram för de olika medelvärdena för att tydligare åskådliggöra skillnader mellan grupperna.*

---

Resultatet av vår undersökning visas här i tabellform. Dessa tabeller visar det mest relevanta i vårt resultat. Uppgifterna i vår urvalsgrupp kommer från alla de företag på A-listan som har gjort återköp åren 2000-2002, samt en kontrollgrupp även denna från A-listan. Nyckeltalen i både kontrollgruppen och urvalsgruppen gäller för åren 1999-2001. Vi återger här endast de data som har en direkt anknytning till vårt problemområde.

### 4.1 Resultat av t-test

Tabellerna nedan visar den samlade statistiken över de sex variabler vi använder oss av för att testa våra fyra hypoteser om varför företag köper tillbaka egna aktier. Vi använder oss av ett t-test för att få ett p-värde och medelvärde. Medelvärdet beräknas för att se om det finns någon direkt skillnad mellan urvalsgruppen och kontrollgruppen. Vi har räknat ut p-värdet för att se till vilken nivå skillnaden är statistiskt säkerställd

#### 4.1.1 Resultat för åren 1999-2001

I tabeller nedan visas resultatet för år 1999-2001 var för sig. Siffrorna för år 1999 omfattar 9 stycken företag i vår urvalsgrupp, för år 2000 omfattas urvalsgruppen av tolv företag och år 2001 av elva företag. Kontrollgruppen består under samtliga år av sexton stycken företag.

Som vi ser i tabell 4.1, 4.2, 4.3 är medelvärdet av urvalsgruppens soliditet högre än kontrollgruppens år 1999 och år 2000. För år 2001 är det högre för kontrollgruppen. P-värdet visar inte på någon signifikant skillnad.

Medelvärdet för marknadsvärde i relation till bokfört värde (MKBK) ändrar sig mellan åren. För år 1999 har kontrollgruppen ett lägre medelvärde än urvalsgruppen. Under åren 2000 och 2001 är förhållandet omvänt. P-värdet visar att ingen skillnad kan säkerställas.

Kassans medelvärde är för urvalsgruppen större för 1999, men är mindre för de resterande åren. När det gäller kassaflödets medelvärde för urvalsgruppen är det högre än kontrollgruppens för år 1999 och 2001, men lägre för år 2000. P-värdet visar på en signifikant skillnad i kassaflödet för år 1999.

När det gäller variabeln lnTillgångar är medelvärdet högre för urvalsgruppen under hela undersökningsperioden. För år 2000 är signifikansnivån tillräcklig för att statistiskt säkerställa en skillnad mellan de båda grupperna.

Tabell 4.1 Resultat för år 1999

År 1999	P-värde	Medel Kontrollgrupp	Medel Urvalsgrupp
Soliditet	0,6709	-1,0404	2,1333
Utdelning	0,6408	0,4027	0,3393
MKBK	0,9050	1,4326	1,5104
Kassa	0,6551	0,0727	0,0895
In Tillgångar	0,1703	8,6163	9,6460
Kassaflöde	<b>0,0965</b>	0,0107	0,0570

Tabell 4.2 Resultat för år 2000

År 2000	P-värde	Medel Kontrollgrupp	Medel Urvalsgrupp
Soliditet	0,5771	-3,3757	-0,3771
Utdelning	0,4790	0,3275	0,2637
MKBK	0,4233	1,2529	0,9336
Kassa	0,4566	0,0846	0,0657
In Tillgångar	<b>0,0098</b>	8,6896	10,2455
Kassaflöde	0,2665	0,0092	-0,0236

Tabell 4.3 Resultat för år 2001

<b>2001</b>	<b>P-värde</b>	<b>Medel Kontrollgrupp</b>	<b>Medel Urvalsgrupp</b>
<b>Soliditet</b>	0,4373	-4,8816	-10,3807
<b>Utdelning</b>	0,9354	1,0245	0,9549
<b>MKBK</b>	0,7142	0,9713	0,8849
<b>Kassa</b>	0,8048	0,0872	0,0805
<b>In Tillgångar</b>	0,4651	8,7746	9,2850
<b>Kassaflöde</b>	0,9748	-0,0095	-0,0087

#### 4.1.2 Resultat för totala undersökningsperioden 1999-2001

Tabellen nedan visar statistik för hela undersökningsperioden 1999-2001. Vi har i tabell 4.4 till skillnad från tabellerna ovan räknat ut medelvärdet och p-värdet för alla åren sammanlagt. Här visas de nyckeltal vi valt att använda för alla företagen som gjort återköp någon gång under perioden 2000-2002. Till skillnad från ovanstående tabeller är urvalsgruppen och kontrollgruppen lika stora, då samtliga 16 företag i urvalsgruppen förekommer här.

Medelvärdet för soliditeten i denna tabell är högre för urvalsgruppen. Relevant signifikantnivå uppnås inte, skillnad går alltså inte att säkerställa.

Utdelningen är mindre för de återköpande företagen, men även här visar p-värdet att skillnaden inte går att säkerställa.

Medelvärdet för MKBK är mindre hos urvalsgruppen. Signifikansen ligger på cirka 16 procent vilket inte räcker för att säkerställa skillnaden.

Medelvärdet för InTillgångar är större för urvalsgruppen. Signifikansen här är tillräcklig. Skillnaden är fastställd till cirka 96 % sannolikhet då p-värdet är cirka 4 %.

För hela den totala undersökningsperioden visar det sig att medelvärdet för kassa är högre för urvalssgruppen än för kontrollgruppen, det gäller även kassaflödet. Signifikansen är här för låg för att säkerställa skillnad mellan grupperna.



Tabell 4.4 Resultat för sammanlagda värden 1999-2001

	<b>P-värde</b>	<b>Medel Kontrollgrupp</b>	<b>Medel Urvalsgrupp</b>
<b>Soliditet</b>	0,4706	-3,0992	-5,2576
<b>Utdelning</b>	0,5618	0,5849	0,4367
<b>MKBK</b>	0,1682	1,2189	0,9204
<b>Kassa</b>	0,8110	0,0815	0,0855
<b>In Tillgångar</b>	<b>0,0041</b>	8,6935	9,6639
<b>Kassaflöde</b>	0,7578	0,0035	0,0087

## **4.2 Standardavvikelse kassaflöde.**

Nedan presenteras resultatet av vår undersökning gällande standardavvikelsen i kassaflöde. Siffrorna visar medelvärdet för standardavvikelse under åren 1999-2001 för samtliga företag i respektive grupp. Medelvärdet av standardavvikelsen i vår urvalsgrupp är något högre än den i vår kontrollgrupp. Skillnaden mellan de båda grupperna är 1,07 %.

### **Standardavvikelse för kassaflöde**

#### **Kontrollgrupp**

Medel Standardavvikelse 0,0637

#### **Urvalsgrupp**

Medel Standardavvikelse 0,0644

---

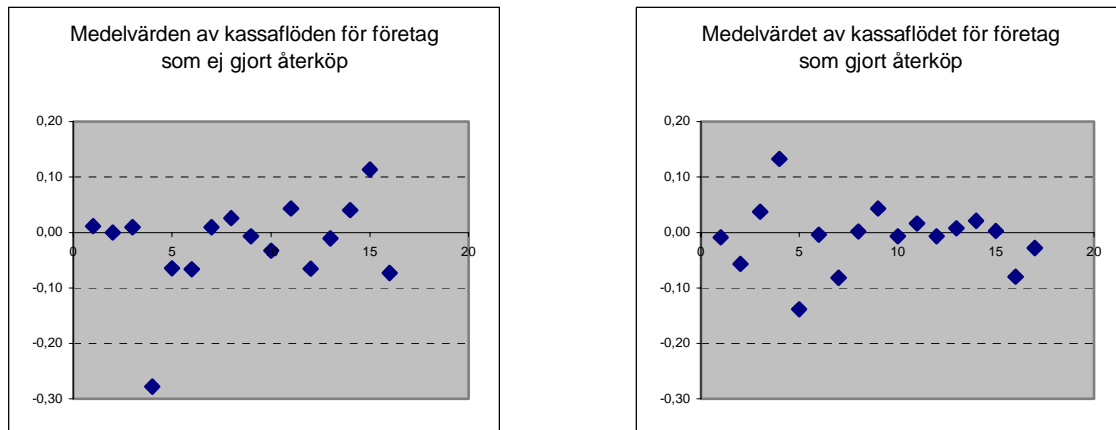
Skillnad i % 1,07 %

## **4.3 Spridningsdiagram**

Vi kommer nedan att presentera sex spridningsdiagram för respektive grupp. Värdena i dessa diagram motsvarar medelvärdet av angett nyckeltal för varje enskilt företag under åren 1999-2001. Samtliga sexton företag i respektive grupp finns med i dessa beräkningar.

### 4.3.1 Kassaflöde

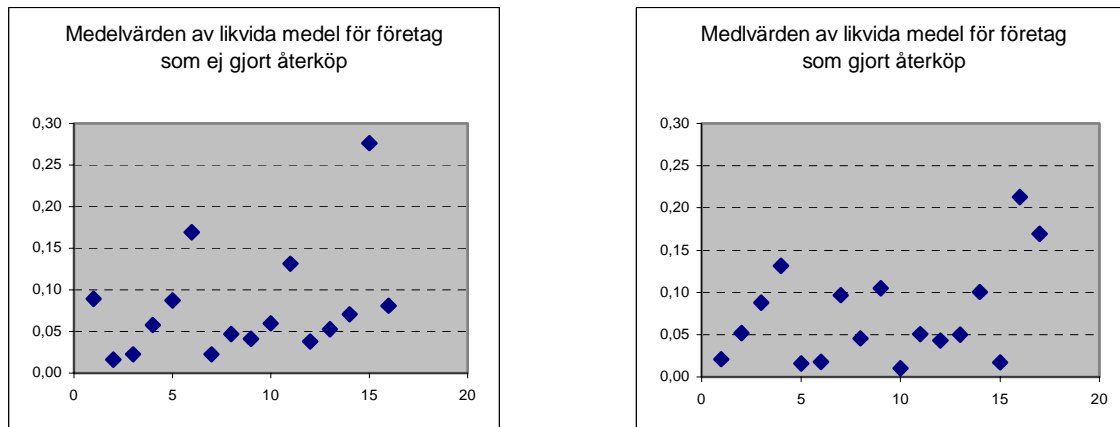
Nedan visas medelvärdet för justerat kassaflödet. Varje enskilt företag finns representerat inom sin respektive grupp. Kassaflödet har här justerats med resultat efter finansiella poster.



Figur 4.1

### 4.3.2 Likvida medel

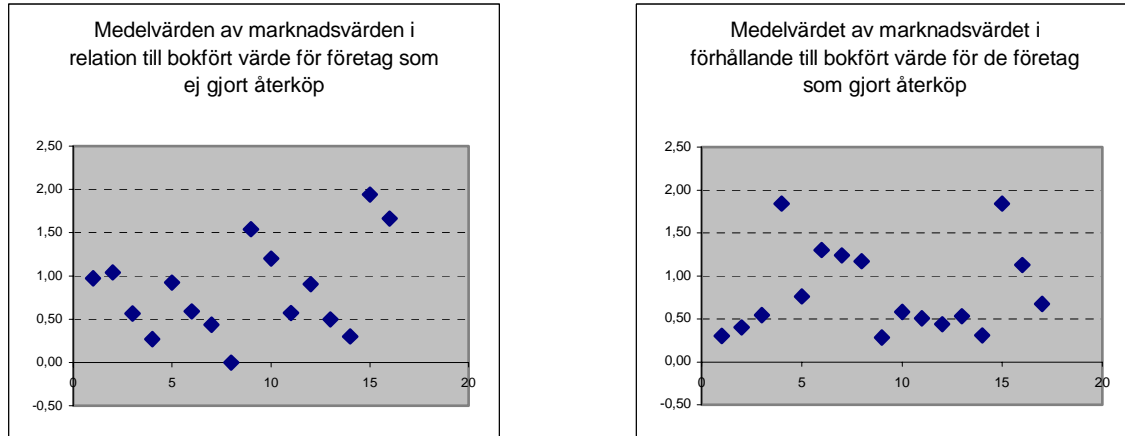
Nedan visas medelvärdena för enskilda företags likvida medel. Likvida medel har här justerats med resultat efter finansiella poster.



Figur 4.2

### 4.3.3 Marknadsvärde i relation till bokfört värde

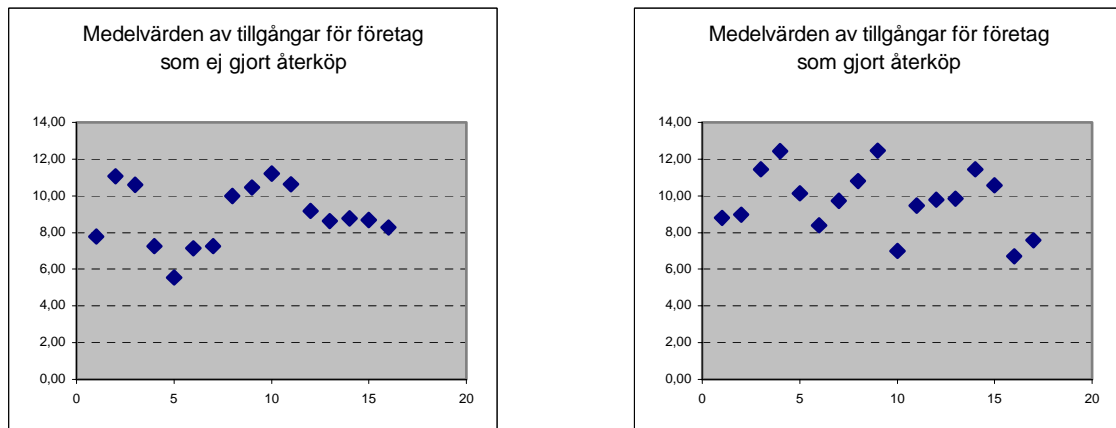
Nedan visas medelvärdena för marknadsvärdet i relation till bokfört värde.



Figur 4.3

### 4.3.4 Företagsstorlek

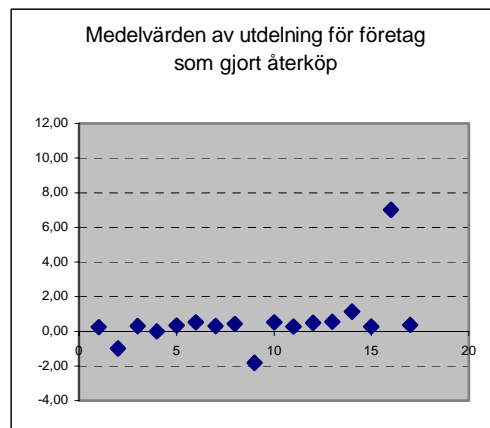
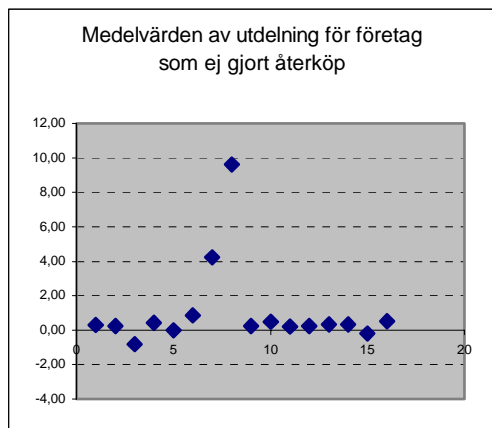
Nedan visas medelvärdena för enskilda företags totala tillgångar. De totala tillgångarna har justerats med hjälp av den naturliga logaritmen.



Figur 4.4

### 4.3.5 Utdelning

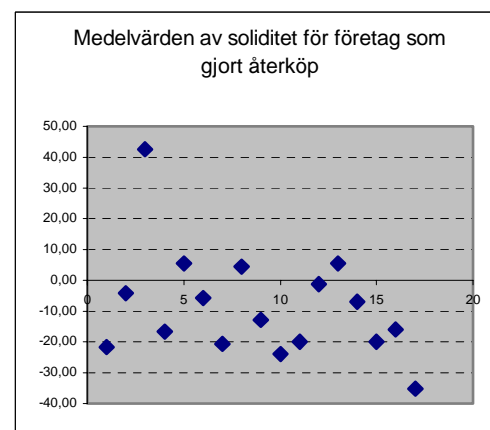
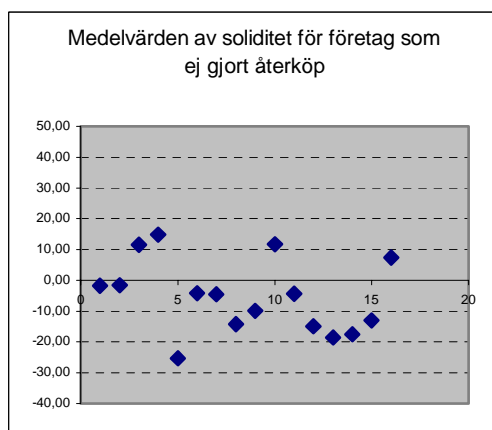
Nedan visas medelvärdena för enskilda företags utdelning. Utdelningen är här justerad med hjälp av resultat efter finansiella poster.



Figur 4.5

### 4.3.6 Soliditet

Nedan visas medelvärdena för enskilda företags soliditet. Soliditeten är här justerad med avdrag för branschsoliditet.



Figur 4.6

## 5 Analys och diskussion

---

*I detta kapitel analyserar vi resultatet av vår undersökning. Vi har här valt att analysera de olika faktorerna under skilda rubriker. Här förs en diskussion kring de olika faktorerna och utfallet av undersökningen. Vi avslutar med ett avsnitt där vi diskuterar huruvida vi kunde ha haft ett annat angreppssätt och vad vi tror att utfallet av undersökningen beror på.*

---

### 5.1 Analys av undersökningen

I vår undersökning har vi försökt bekräfta eller förkasta de hypoteser som vi diskuterat tidigare i uppsatsen. Vi har här valt att analysera varje motiv till återköp var för sig. I varje avsnitt gör vi en återkoppling till den litteratur som vi tidigare presenterat för att se hur väl vårt resultat överensstämmer med teorin och resonemang inom området återköp.

#### 5.1.1 Analys av kassaflöde

Vårt resultat av analysen gällande företagens kassaflöde visar att det finns en liten skillnad i medelvärden av standardavvikelsen mellan vår urvalsgrupp och kontrollgrupp. Denna skillnad visar på en lite större standardavvikelse för de företagen som gjort återköp. Guag och Hartford (2000) gör i sin avhandling antagandet att återköp är ett sätt för företagen att fördela vad som potentiellt kan vara temporära uppgångar i kassaflödet, vilket skulle kunna tyda på ett ojämnt kassaflöde. Vi har i vår undersökning inte kunnat bekräfta denna hypotes. Skillnaden mellan vår urvalsgrupp och vår kontrollgrupp är inte mer än 1,07 %, vilket vi inte anser vara tillräckligt för att visa att det förekommer en skillnad mellan de båda grupperna. Ett ojämnt kassaflöde förefaller således inte vara en påvisbar faktor då företag gör återköp. Detta bör ses med bakgrunden att vår analys av kassaflödet endast sträcker sig över tre år. I ett bredare historiskt perspektiv och en undersökning som hade omfattat även företag på O-listan hade vi kanske kunna se en större skillnad mellan grupperna.

I vårt T-test av kassaflödet som vi gjort för varje år mellan 1999-2001, kan vi för år 1999 se en stor skillnad i kassaflödets medelvärde mellan de båda grupperna. Jämförelsen mellan de båda grupperna visar en skillnad som ger en signifikansnivå på 0,0965 vilket räcker för att påvisa en skillnad mellan de båda grupperna med 90 % säkerhet. För detta år skulle det innebära att Guags och Hartfords (2000) antagande om överlikviditet är riktigt. Resultatet här motsägs dock av att vi för samma år inte kunnat påvisa någon signifikant skillnad mellan de två gruppernas likvida medel. De återköpande företagen visar förvisso att de har en större tillgång på likvida medel än de i kontrollgruppen, men skillnaden går inte att fastställa statistiskt.

För åren 2000 och 2001 har vi inte kunnat påvisa signifikanta skillnader mellan grupperna, varken i kassaflöde eller likvida medel. Ser vi till medelvärdet för dessa två år, kan vi konstatera att företagen i vår kontrollgrupp har ett högre medelvärde. Detta gäller både kassaflöde och likvida medel. Att de företag som inte har gjort återköp skulle ha ett större kassaflöde och mer likvida medel talar emot resonemanget om att återköp är en följd av överlikviditet. Skillnaden i medelvärden är dock inte statistiskt säkerställd. Ser vi till spridningsdiagrammen (figur 4.1 och 4.2) som visar kassaflödet och likvida medel för de båda grupperna ger inte heller dessa en bild som kan styrka Guags och Hartfords (2000) antagande.

### **5.1.2 Analys av utdelning**

I litteratur om återköp förs resonemanget att återköp precis som utdelning är ett sätt för företagen att distribuera pengar till aktieägare. Om denna hypotes stämmer bör vi då rimligtvis finna att de företag som väljer att göra återköp har en mindre utdelning. Medelvärdet av utdelning under åren 1999-2001 är i samtliga fall lägre för de återköpande företagen. Detta tyder på att antagandet om återköp som ett sätt att distribuera pengar till aktieägarna verkar korrekt. Vi har dock inte under något år kunnat få en signifikansnivå som visar att skillnaden mellan grupperna är statistiskt fastställd vilket gör att vi inte kan bekräfta denna hypotes. Ser vi till medelvärdet så finns det en tydlig tendens till att de återköpande företagen har en lägre utdelning. Även om vi inte kunna visa en tillfredsställande signifikansnivå i skillnaderna mellan grupperna verkar det rimligt att ett större urval skulle kunna visa på en statistisk skillnad då medelvärdet i vår kontrollgrupp är 33,9 % högre än i vår urvalsgrupp. Spridningsdiagrammen (figur 4.5) för de båda grupperna visar även den en liten tendens till att återköpande företag överlag har en mindre utdelning.

### **5.1.3 Analys undervärderad aktie**

Nyckeltalen som visar marknadsvärde i relation till bokfört värde visar att de återköpande företagen, med undantag för 1999, har ett lägre medelvärde än vår kontrollgrupp. Detta gäller även totalt sett över år 1999-2001. Medelvärdet visar här en relativt stor skillnad mellan de båda grupperna. Sett till medelvärdet har alltså de återköpande företagen ett lågt marknadsvärde i relation till sitt bokförda värde vilket stödjer hypotesen om att företag köper tillbaka sina egna aktier då de anser att företaget är undervärderat. Vi kan dock inte bekräfta denna hypotes då signifikansnivån inte är tillräcklig. Skillnaden i medelvärde (32,4 %) är dock så stor att denna hypotes ter sig intressant även då det gäller den svenska marknaden. Även spridningsdiagrammet (figur 4.3) för denna faktor visar att företag som gjort återköp är lite lägre värderade än de företag som valt att inte göra återköp.

Som vi diskuterar i tidigare kapitel förutsätter också undervärderingshypotesen att ledningen är bättre informerad än marknaden om det sanna värdet på företaget (Vermaelen, 1981). På grund av informationsasymmetri mellan marknad och ledning i mindre företag skulle dessa vara mer benägna att göra återköp. Vi har i vår undersökning inte hittat några belegg för detta resonemang. Tvärtom så har vi funnit att de återköpande företagen ofta är större än de i kontrollgruppen. För samtliga år mellan 1999-2001 uppvisar de återköpande företagen ett högre medelvärde i tillgångar än kontrollgruppen. Även i spridningsdiagrammet (figur 4.4) kan vi se att de återköpande företagen generellt är större än de företag som inte gjort återköp. Resultatet av sammanräkningen på åren 1999-2001 visar på en skillnad som är

statistisk säkerställd. Antagande om att det är främst mindre företag som gör återköp stämmer således inte när det gäller företag som gjort återköp på Stockholmsbörsens A-lista.

#### **5.1.4 Analys av kapitalstruktur**

Vår undersökning visar att de återköpande företagen för åren 1999 och 2000 har en bättre soliditet än vår kontrollgrupp. Den höga soliditeten i vår urvalsgrupp ligger helt i linje med resonemanget att företag är mer benäget att göra återköp då skuldsättningsgraden är lägre än den optimala skuldsättningsgraden (Tsetsekos, 1991). För år 2001 sjunker soliditeten kraftigt för återköpande företag. Detta beror på att under 2001 finns det två företag som har mycket lägre medelvärde än resten av gruppen. På grund av det begränsade urval drar dessa siffror ner det totala medelvärdet betydligt. Genom en eliminering av dessa två höga värden kommer medelvärdet ner i en ungefär samma nivå som kontrollgruppen. Vår bedömning är att denna faktor inte helt kan avfärdas utan är intressant även för den svenska marknaden. Liksom inom många andra områden förekommer det även trender inom företagsekonomi. Trenden inom skuldsättningsnivå har under de senaste åren varit att minska soliditeten till förmån för mer lånat kapital. Vi tror att många av de återköpande företagen har haft för avsikt att optimera sin kapitalstruktur. Genom att göra återköp har de kunnat höja sin skuldsättningsgrad och därmed få en mer optimal kapitalstruktur.

#### **5.1.5 Reflektioner**

De resultat vi kommit fram till i vår undersökning ger en bild av att det finns en skillnad mellan de två gruppernas medelvärden. Till vår förvåning visade sig dock att resultaten för undersökningsperioden inte går att förlita sig på för något av åren. Likväl har vi fått en uppfattning om hur den finansiella situationen har sett ut för återköpande företagen strax innan återköpen gjordes. Då återköp av egna aktier har varit en möjlighet i USA under en längre tid och den amerikanska marknaden skiljer sig från den svenska kan vi konstatera att de hypoteser vi använt oss av möjligtvis inte är fullständigt användbara här i Sverige. Detta visar sig bäst i vår test där vi jämför storleken på företagen. Den amerikanska litteraturen säger att de mindre bolagen är mer benägna att köpa tillbaka aktier. För de återköpande företagen i Sverige visade sig dock förhållandet vara det motsatta. Då möjligheten till återköp är relativt ny på den svenska marknaden kan vi tänka oss att de mindre företagen inte vågat utnyttja lagändringen. De senaste årens turbulens på aktiemarknaden kan även den ha varit en bidragande faktor till att företagen visat sig passiva till återköp av sina aktier.

Även då vi i vår jämförelse mellan vår urvalsgrupp och kontrollgrupp i flera fall kunna påvisa relativt stora skillnader i medelvärdet, har vi endast i två fall kunna visa en statistisk säkerställd skillnad. Anledningen till detta tror vi ligger i t-testets natur. För att kunna påvisa en relevant signifikansnivå krävs det av det finns relativt stora skillnader eller att urvalet är så pass stort att även små skillnader kan ge en signifikansnivå på 10 % och under. För att ge ett mer givande resultat borde vi därför ha använt en betydligt större kontrollgrupp och kanske även innefattat O-listan i vår undersökning.

Som vi nämnt tidigare var Sverige ett av de sista länderna i västvärlden att tillåta återköp. Detta kan mycket väl vara en anledning till att våra resultat skiljer sig från tidigare undersökningar inom ämnet. Den korta undersökningsperioden men även det begränsade antalet återköpande företag på A-listan kan förmodligen vara orsak till den otillräckliga signifikansen i vårt resultat. Vi tror även att det faktum att vår undersökningsperiod

sträcker sig över en historiskt sett turbulent börstid, kan gjort att vi har fått ett missvisande resultat.

### ***5.1.6 Förslag till vidare forskning***

Utgångsläget för framtida undersökningar i ämnet torde vara gynnsamt. Vår åsikt är dock att liknande vetenskapliga arbeten inte bör genomföras förrän möjligheten till återköp nyttjats under en längre tid och av fler företag. Det kan även tänkas att en totalundersökning, det vill säga en undersökning av alla företag på Stockholmsbörsen, skulle ge en bättre bild av företagens motiv till återköp.



## 6 Sammanfattning

I denna uppsats har vi tittat närmare på de olika motiv som företag kan ha till återköp. Vår fokus har legat på att hitta konkreta förhållanden som skiljer sig mellan de företag som valt att göra återköp jämfört med företag som inte gjort återköp. Vi har för denna uppsats valt att använda oss av den deduktiva metoden där vi utgår ifrån ett antal antaganden.

Utgångspunkten för vår undersökning har varit motiven som omskrivs i Amy K Dittmars avhandling om varför företag gör återköp. Vi har använt oss av en kvantitativ metod där vi i vår undersökning tittat på specifika nyckeltal hos företag som köpt tillbaka egna aktier. Vi har studerat de ekonomiska förhållandena för de företag på Stockholms A-lista som har gjort återköp, total sexton stycken. För att se om förhållandena har haft en inverkan på beslutet att göra återköp har vi tittat på siffror för föregående år. Hypoteserna vi försökt bekräfta är att företagets kassaflöde och kapitalstruktur har en inverkan på om huruvida ett företag väljer att göra återköp. Vi har även sett till hur utdelningen skiljer sig mellan vår urvalsgrupp och vår kontrollgrupp, för att se om antagandet om kapitaldistribution genom återköp även gäller den svenska marknaden. Aktiens värdering i förhållande till bokfört värde har också varit föremål för vår undersökning där vi försökt påvisa skillnader mellan de båda grupperna som visar om undervärdering påverkar företag till att göra återköp.

Dessa hypoteser har vi testat genom att vi utfört ett t-test för samtliga variabler som var aktuella under 1999-2001. Vi har även beräknat medelvärdet på samtliga undersökta faktorer.

Resultatet av vår undersökning visade att nyckeltalen som visar marknadsvärde i relation till bokfört värde visade att de återköpande företagen, med undantag för 1999, hade ett lägre medelvärde än vår kontrollgrupp. Detta gäller även totalt sett över år 1999-2001.

Medelvärdet visade här en relativt stor skillnad mellan de båda grupperna men ingen tillräcklig signifikansnivå kunde uppnås för att vi skulle kunna bekräfta denna hypotes. Vårt resultat visar att de återköpande företagen ofta är större än de i kontrollgruppen. För samtliga år mellan 1999-2001 uppvisar de återköpande företagen ett högre medelvärde tillgångar än kontrollgruppen. Resultatet av sammanräkningen på åren 1999-2001 visade på en skillnad som är statistisk säkerställd, antagande om att det är främst mindre företag som gör återköp stämmer således inte när det gäller företag som gjort återköp på Stockholmsbörsens A-lista. Vår undersökning visade även att de återköpande företagen för åren 1999 och 2000 hade en bättre soliditet än vår kontrollgrupp, signifikansnivå kunde var i detta fall dock inte varit tillräcklig för att vi skulle kunna påvisa att detta påverkar företagens benägenhet att göra återköp.

Även då vi i vår jämförelse mellan vår urvalsgrupp och kontrollgrupp i flera fall kunnat påvisa relativt stora skillnader i medelvärdet hos de olika nyckeltalen kunde vi endast i två fall visa en statistisk säkerställd skillnad.

# Källförteckning

## Litteratur och artiklar

Andersson J, Jorner U, Andersson Å, (1994). *Regressions- och tidsserieanalys*. Lund: Studentlitteratur.

Andersson N, Frithiof J, Nilsson T, Sand P, (2002). *Kapitalstruktur- en branschstudie av den svenska aktiemarknaden*. Kandidatuppsats Institutionen för Företagsekonomi. Lunds Universitet.

Bagwell Laurie Simon, (1991). *Share Repurchase and Takeover Deterrence*. The Rand Journal of Economics, Proquest 1991, vol 22, No 1 ss: 72-89.

Caggianella A, Sundbom F, Ivos M, (2001). *Aktieåterköp, motiv och möjligheter för de återköpande företagen*. Kandidatuppsats Institutionen för Företagsekonomi. Lunds Universitet.

Cudd M, Duggal R, Sarkar S, (1996). *Share repurchase motives and stock market reaction*. Quarterly Journal of Business and Economics, Proquest 1996, vol 35, No 2, ss: 66-77.

Dittmar, Amy K, (2000). *Why do firms repurchase stock?*. Journal of business, 2000, vol 73, no 3.

FARs Samlingsvolym, (2002). Stockholm: FAR Förlag AB.

Fenn G.W, Liang N, (2001). *Corporate payout policy and managerial stock incentives*. Journal of Financial Economics, North-Holland, 2001, vol 60, No 1, ss: 45-72.

Guay W, Harford J, (2000) *The cash-flow permanence and information content of dividend increases versus repurchases*. Journal of Financial Economics, North-Holland, 2000, vol: 57, No 3, ss: 385-415

Holme M I, Solvang K B, (1997). *Forskningsmetodik. Om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Lund: Studentlitteratur.

Hovakimian Armen, Opler Tim, Titman Sheridan, (2001). *The debt-equity choice*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2001, vol 36, No 1, ss: 1-24.

Håkansson Jacob. *Låt inte VD manipulera kursen*. Veckans affärer (1998-03-30).

Ikenberry D, Lakonishok J, Vermaelen T, (1995). *Market underreaction to open market share repurchases*. Journal of Financial Economics, North-Holland, 1995, vol 39, No 2-3 ss: 181-208.

Jagannathan Murali ; Stephens Clifford P ; Weisbach Michael S, (2000). *Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases*. Journal of Financial Economics, 2000 vol 57, No 3, ss: 355-384

Kahle K M, (2002). *When a buyback isn't a buyback: open market repurchases and employee options*. Journal of Financial Economics, North-Holland, 2002, vol 63, No 2, ss: 235-261.

Kranc A, Nilsson C, Wojnakowska, (2000). *Återköp av aktier – marknadens reaktion*. Kandidatuppsats Institutionen för Företagsekonomi. Lunds Universitet.

Larsson, Fredrik. Företagens köp av egna aktier: Fiasko för återköp. Veckans affärer (2002-08-19).

Miles, M. & Huberman, M. (1994). *Qualitativ Data Analysis*. Thousand Oaks, CA. Sage Publications.

Näringslivets börskommitté [NBK]. *Rekommendationer rörande köp och försäljning av egna aktier*, (2000-03-10) [www dokument]. Stockholms handelskammare. Sveriges industri förbund. (2000-04-28)

URL: [www.stockholmsborsen.se/overvak/index.asp?lank=3&lang=swe](http://www.stockholmsborsen.se/overvak/index.asp?lank=3&lang=swe)

Otchere I, Ross M, (2002). *Do share buy back announcements convey firm-specific or industry-wide information? - A test of the undervaluation hypothesis*. International Review of Financial Analysis, North-Holland 2002, vol 11, No 4, ss: 511-531.

Patel R., & Davidsson, B. (1991). *Forskningsmetodikens grunder: att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. Lund: Studentlitteratur.

Ross, Westerfield, Jaffe, (2002). *Corporate finance*. New York: McGraw-Hill.

Sinha Sidharth,(1991). *Share Repurchase as a Takeover Defense*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1991, vol 26, No 2, ss: 233-245.

Tsetsekos George P, Kaufman Daniel J, Gitman Lawrence J, (1991 ). *A Survey of Stock Repurchase Motivations and Practices of Major U.S. Corporations*. Journal of Applied Business Research, Proquest 1991, vol 7, No 3 ss: 15-22.

Vermaelen Theo, (1981). *Common Stock Repurchases and Market Signalling: An Empirical Study*. Journal of Financial Economics, Proquest 1981 ,vol 9, No 2, ss: 139-184.

Wiedersheim-Paul, F., & Eriksson, L. T, (1991). *Att utreda forskna och rapportera*. Malmö: Liber

Wiedersheim-Paul, F., & Eriksson, L. T, (1999). *Att utreda forskna och rapportera*. Malmö: Liber

## **Årsredovisningar**

Årsredovisning 1999-2001 Assa Abloy

Årsredovisning 1999-2001 Atlas C

Årsredovisning 1999-2001 Beijer

Årsredovisning 1999-2001 Bergman & Beving

Årsredovisning 1999-2001 Bilia

Årsredovisning 1999-2001 Bure

Årsredovisning 1999-2001 Electrolux

Årsredovisning 1999-2001 Ericsson

Årsredovisning 1999-2001 Gambro

Årsredovisning 1999-2001 Getinge

Årsredovisning 1999-2001 Gunnebo

Årsredovisning 1999-2001 Hexagon

Årsredovisning 1999-2001 Holmen

Årsredovisning 1999-2001 Höganäs

Årsredovisning 1999-2001 Industrivärden

Årsredovisning 1999-2001 Investor

Årsredovisning 1999-2001 JM

Årsredovisning 1999-2001 Lindex

Årsredovisning 1999-2001 OM

Årsredovisning 1999-2001 Sandvik

Årsredovisning 1999-2001 Sardus

Årsredovisning 1999-2001 ScandiaConsult

Årsredovisning 1999-2001 Seco

Årsredovisning 1999-2001 Securitas

Årsredovisning 1999-2001 Skanska

Årsredovisning 1999-2001 SKF

Årsredovisning 1999-2001 SSAB

Årsredovisning 1999-2001 Swedish Match

Årsredovisning 1999-2001 Ticket

Årsredovisning 1999-2001 TietoEnator

Årsredovisning 1999-2001 Tools

Årsredovisning 1999-2001 Trelleborg

Årsredovisning 1999-2001 Volvo

Årsredovisning 1999-2001 Ångpanneföreningen

Årsredovisning 1999-2001 TV4

# 1 Bilaga

I denna bilaga presenteras samtliga data som vi använt i vår undersökning. Mer utförlig information om hur vi använt och gjort beräkningar på dessa data behandlas i metodkapitlet under rubriken databearbetning.

## 1.1 Justerade nyckeltal

Tabellen nedan visar våra nyckeltal efter justeringar. Justeringar på kassaflöde, kassa och utdelning har gjorts genom att dividera dessa med företaget tillgångar (vilken vi har justerat med hjälp av den naturliga logaritmen). Soliditeten är här justerad genom att vi subtraherat branschsoliditeten från respektive företags soliditet.

	Kassaflöde Kassa		MKBK	InTillgångar	Utdelning	Soliditet
<b>1999</b>						
<b>Företag</b>						
<b>Kontrollgrupp</b>						
Lindex	-0,02	0,05	1,27	7,68	0,22	-2,80
Atlas C	0,00	0,01	0,97	10,89	0,29	-2,50
Gambro	-0,02	0,02	0,77	10,43	0,20	13,50
TV4	0,01	0,07	0,12	7,31	0,46	0,94
Ticket	-0,17	0,08	2,09	5,62	0,00	-18,56
Ångpanneföreningen	0,22	0,11	0,00	6,91	1,57	-12,40
Beijer	0,01	0,05	0,00	6,77	0,33	3,50
Industrivärden	0,00	0,06	0,00	9,86	0,23	-3,20
Assa Abloy	0,01	0,02	3,34	9,33	0,24	3,70
Investor	0,01	0,01	1,29	11,17	0,24	10,80
SKF	-0,01	0,06	0,67	10,47	0,26	-12,00
Getinge	0,09	0,04	1,00	8,38	0,25	-10,00
Gunnebo	0,02	0,05	0,40	8,34	0,27	-15,50
Hexagon	-0,03	0,04	0,66	8,01	0,41	6,50
OM	0,01	0,39	3,76	8,32	0,69	18,04
Seco Tools	0,05	0,08	2,01	8,11	0,86	10,50
<b>1999</b>						
<b>Företag</b>						
<b>Undersökningsgrupp</b>						
Electrolux	0,00	0,07	0,96	11,31	0,21	24,50
Ericsson	0,05	0,08	5,30	12,22	0,06	-10,30

<b>Holmen</b>	0,04	0,05	0,94	10,28	0,41	3,50
<b>Höganäs</b>	0,02	0,04	2,49	7,95	0,24	20,60
<b>Trelleborg</b>	0,25	0,05	0,64	9,54	0,26	20,90
<b>SSAB</b>	0,03	0,02	0,84	9,76	1,08	10,50
<b>Skanska</b>	0,04	0,10	0,65	10,93	0,07	5,70
<b>ScandiaConsult</b>	0,13	0,32	1,04	6,45	0,37	-24,00
<b>Bergman &amp; Beving</b>	0,05	0,08	0,75	8,37	0,37	-32,20

## 2000

### Företag Kontrollgrupp

<b>Lindex</b>	0,03	0,08	0,60	7,79	0,41	-6,90
<b>Atlas C</b>	-0,01	0,02	0,57	11,03	0,23	-3,50
<b>Gambro</b>	0,00	0,02	0,63	10,51	-0,52	14,50
<b>TV4</b>	0,13	0,05	0,35	7,48	0,45	1,04
<b>Ticket</b>	0,05	0,12	2,70	5,77	0,00	-15,96
<b>TietoEnator</b>	-0,07	0,07	4,01	6,45	0,38	-3,50
<b>Ångpanneföreningen</b>	0,14	0,22	0,47	7,24	0,23	-6,40
<b>Beijer</b>	-0,02	0,02	0,78	7,04	0,28	-3,50
<b>Industrivärden</b>	-0,03	0,02	0,00	9,97	1,06	-11,20
<b>Assa Abloy</b>	0,05	0,06	2,50	10,17	0,23	-2,40
<b>Investor</b>	0,07	0,11	1,53	11,17	0,31	11,80
<b>SKF</b>	0,04	0,09	0,43	10,54	0,20	-8,40
<b>Getinge</b>	-0,25	0,03	0,64	8,99	0,25	-21,50
<b>Gunnebo</b>	0,02	0,07	0,40	8,52	0,29	-16,50
<b>Hexagon</b>	0,02	0,05	0,50	8,17	0,33	2,50
<b>OM</b>	-0,03	0,36	3,56	8,61	0,68	5,04
<b>Seco Tools</b>	0,02	0,07	1,64	8,26	0,75	7,50

## 2000

### Företag Undersökningsgrupp

<b>Bilia</b>	-0,05	0,02	0,26	8,89	0,27	-27,30
<b>Bure</b>	0,04	0,09	0,62	9,12	0,13	15,80
<b>Electrolux</b>	-0,02	0,10	0,51	11,38	0,22	31,50
<b>Ericsson</b>	0,03	0,07	3,41	12,43	0,13	-7,80
<b>Höganäs</b>	-0,01	0,02	1,80	8,18	0,20	5,70
<b>Swedish Match</b>	-0,26	0,18	0,91	9,70	0,32	-17,96
<b>Sandvik</b>	-0,01	0,05	1,34	10,69	0,40	9,50
<b>Volvo</b>	-0,07	0,08	0,34	12,21	0,54	-1,50
<b>JM</b>	0,00	0,04	0,57	9,40	0,27	-18,96
<b>Trelleborg</b>	-0,17	0,05	0,43	9,75	0,35	5,40
<b>SSAB</b>	-0,02	0,01	0,47	9,87	0,27	4,50
<b>Skanska</b>	0,01	0,08	0,53	11,33	0,05	-3,40

## 2001

### Företag Kontrollgrupp

<b>Lindex</b>	0,01	0,09	0,97	7,78	0,30	-1,70
<b>Atlas C</b>	0,00	0,02	1,04	11,07	0,25	-1,50
<b>Gambro</b>	0,01	0,02	0,56	10,60	-0,80	11,50
<b>TV4</b>	-0,28	0,06	0,27	7,25	0,42	14,94
<b>Ticket</b>	-0,06	0,09	0,92	5,55	0,00	-25,36
<b>TietoEnator</b>	0,18	0,22	3,09	6,69	0,32	0,90
<b>Ångpanneföreningen</b>	-0,07	0,17	0,59	7,15	0,85	-4,20
<b>Beijer</b>	0,01	0,02	0,44	7,26	4,22	-4,50
<b>Industrivärden</b>	0,03	0,05	0,00	10,00	9,63	-14,20
<b>Assa Abloy</b>	-0,01	0,04	1,54	10,45	0,25	-9,90
<b>Investor</b>	-0,03	0,06	1,20	11,20	0,49	11,80
<b>SKF</b>	0,04	0,13	0,57	10,62	0,22	-4,40
<b>Getinge</b>	-0,07	0,04	0,91	9,17	0,25	-14,90
<b>Gunnebo</b>	-0,01	0,05	0,50	8,63	0,35	-18,50
<b>Hexagon</b>	0,04	0,07	0,30	8,78	0,33	-17,50
<b>OM</b>	0,11	0,28	1,94	8,70	-0,18	-12,96
<b>Seco Tools</b>	-0,07	0,08	1,66	8,27	0,53	7,50

## 2001

### Företag

### Undersökningsgrupp

<b>Bilia</b>	-0,01	0,02	0,30	8,79	0,24	-21,60
<b>Electrolux</b>	0,04	0,09	0,55	11,46	0,32	42,50
<b>Ericsson</b>	0,13	0,13	1,84	12,43	0,00	-16,70
<b>Höganäs</b>	0,00	0,02	1,30	8,39	0,54	-5,80
<b>Swedish Match</b>	-0,08	0,10	1,24	9,72	0,29	-20,66
<b>Sandvik</b>	0,00	0,05	1,17	10,81	0,44	4,50
<b>Sardus</b>	-0,01	0,01	0,58	7,00	0,51	-23,96
<b>JM</b>	0,02	0,05	0,51	9,46	0,29	-19,96
<b>Trelleborg</b>	-0,01	0,04	0,44	9,78	0,50	-1,30
<b>ScandiaConsult</b>	-0,08	0,21	1,13	6,71	7,03	-16,00
<b>Bergman &amp; Beving</b>	-0,03	0,17	0,68	7,58	0,36	-35,20



## 1.2 T-test

Dessa tabeller visar i detalj våra utförda T-tester på respektive nyckeltal. T-testen som visas nedan är beräknade utifrån undersökningsgruppens respektive kontrollgruppens nyckeltal under perioden 1999-2001.

T-test: Två urval antar olika varians

<b>Tot Soliditet</b>			<b>Tot MKBK</b>		
	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>		<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	-3,09926	-5,25755	Mean	1,218929	0,920382
Variance	114,7633	317,1863	Variance	1,527017	0,780157
Observations	51	48	Observations	51	48
Hypothesized Mean Difference	0		Hypothesized Mean Difference	0	
df	76		df	91	
t Stat	0,72516		t Stat	1,389042	
P(T<=t) one-tail	0,23529		P(T<=t) one-tail	0,084105	
t Critical one-tail	1,665151		t Critical one-tail	1,661772	
P(T<=t) two-tail	0,470581		P(T<=t) two-tail	0,16821	
t Critical two-tail	1,991675		t Critical two-tail	1,986377	

<b>Tot utdelning</b>			<b>Tot Kassa</b>		
	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>		<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	0,584893	0,436702	Mean	0,08149	0,085468
Variance	2,083814	1,147908	Variance	0,0066	0,006995
Observations	51	48	Observations	51	48
Hypothesized Mean Difference	0		Hypothesized Mean Difference	0	
df	92		df	96	
t Stat	0,582268		t Stat	-0,23978	
P(T<=t) one-tail	0,280905		P(T<=t) one-tail	0,405506	
t Critical one-tail	1,661585		t Critical one-tail	1,660883	
P(T<=t) two-tail	0,56181		P(T<=t) two-tail	0,811011	
t Critical two-tail	1,986086		t Critical two-tail	1,984986	

<b>Tot LnTill</b>			<b>Tot Kassaflöde</b>		
	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>		<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	8,693485	9,663897	Mean	0,003461	0,008738
Variance	2,570027	2,79562	Variance	0,007077	0,007317
Observations	51	48	Observations	51	48
Hypothesized Mean Difference	0		Hypothesized Mean Difference	0	
df	96		df	96	
t Stat	-2,94423		t Stat	-0,30922	
P(T<=t) one-tail	0,00203		P(T<=t) one-tail	0,378911	
t Critical one-tail	1,660883		t Critical one-tail	1,660883	
P(T<=t) two-tail	0,004061		P(T<=t) two-tail	0,757823	
t Critical two-tail	1,984986		t Critical two-tail	1,984986	

### 1.3 Standardavvikelse på kassaflöde

Denna tabell visar standaravvikelsen på varje enskilt företags kassaflöde under åren 1999-2001. Kassaflödet är här justerat i relation till företagets tillgångar.

		<b>Kassaflöde</b>	<b>Standardavvikelse</b>
<b>Lindex</b>	1999	-0,0198763	
	2000	-0,0177751	
	2001	-0,0180378	0,001145
<b>Atlas C</b>	1999	-0,0034296	
	2000	-0,0029828	
	2001	-0,0028591	0,0003
<b>Gambro</b>	1999	-0,0160672	
	2000	0,0003546	
	2001	0,0091654	0,012806
<b>TV4</b>	1999	0,0131103	
	2000	0,1281082	
	2001	-0,2779129	0,209273
<b>Ticket</b>	1999	-0,1675811	
	2000	0,0545172	
	2001	-0,0646298	0,111148
<b>Ångpanneföreningen</b>	1999	0,215057	
	2000	0,1359882	
	2001	-0,0666715	0,145312
<b>Beijer</b>	1999	0,0139022	
	2000	-0,0193707	
	2001	0,0100352	0,018197

<b>Industrivärden</b>			
	1999	-0,0018212	
	2000	-0,0318525	
	2001	0,0264158	0,029139
<b>Assa Abloy</b>			
	1999	0,0080331	
	2000	0,0468285	
	2001	-0,0063919	0,027524
<b>Investor</b>			
	1999	0,0124262	
	2000	0,0663362	
	2001	-0,0323502	0,049414
<b>SKF</b>			
	1999	-0,0096252	
	2000	0,0367839	
	2001	0,0430349	0,028769
<b>Getinge</b>			
	1999	0,0917647	
	2000	-0,2522101	
	2001	0,065854	0,191553
<b>Gunnebo</b>			
	1999	0,0202003	
	2000	0,0240741	
	2001	-0,01058	0,018988
<b>Hexagon</b>			
	1999	-0,034106	
	2000	0,0245693	
	2001	0,0406968	0,039367
<b>OM</b>			
	1999	0,0138249	
	2000	-0,0337875	
	2001	0,1131161	0,074951
<b>Seco Tools</b>			
	1999	0,0456731	
	2000	0,0160663	
	2001	-0,073233	0,0619
<b>Summa</b>			0,063737

**Återköpande****Bilia**

1999	0,0521963	
2000	-0,0547305	
2001	-0,0086718	0,053634

**Bure**

1999	0,0179381	
2000	0,0431053	
2001	-0,0565788	0,051838

**Electrolux**

1999	-0,0020577	
2000	-0,0248027	
2001	0,037259	0,031397

**Ericsson**

1999	0,0531763	
2000	0,0263887	
2001	0,1329022	0,055406

**Holmen**

1999	0,0373303	
2000	0,0892776	
2001	-0,1384881	0,119365

**Höganäs**

1999	0,0168776	
2000	-0,0094919	
2001	-0,0036298	0,013846

**Sandvik**

1999	0,0143547	
2000	-0,0076068	
2001	0,0014733	0,011035

**Volvo**

1999	0,0469143	
2000	-0,0676288	
2001	0,0437482	0,065237

**Sardus**

1999	-0,0217538	
2000	-0,0320069	
2001	-0,0068852	0,012631

**JM**

1999	-0,000543	
------	-----------	--

	2000	0,0046292	
	2001	0,0159839	0,008454
<b>Trelleborg</b>			
	1999	0,2520694	
	2000	-0,1700327	
	2001	-0,0065455	0,21283
<b>SSAB</b>			
	1999	0,025268	
	2000	-0,0209808	
	2001	0,0078942	0,023362
<b>Skanska</b>			
	1999	0,0373471	
	2000	0,0104918	
	2001	0,0207984	0,013548
<b>Securitas</b>			
	1999	-0,0071555	
	2000	0,0047133	
	2001	0,003286	0,00648
<b>ScandiaConsult</b>			
	1999	0,1271494	
	2000	0,0388361	
	2001	-0,0796428	0,103762
<b>Bergman &amp; Beving</b>			
	1999	0,0492258	
	2000	0,0318261	
	2001	-0,0279472	0,040479
<b>Summa</b>			0,064421
<b>Skillnad %</b>			1,07

## 1.4 Branschsoliditet

Denna lista visar vilken bransch vi har placerat respektive företag. Branschsoliditeten för varje bransch visas i procent. Företag som placerats i kategorin övrigt tilldelas en branschsoliditet som utgörs av medelvärdet av samtliga branscher.

	<b>Branschsoliditet %</b>	<b>Bransch</b>
<b>Lindex</b>	47	Handels
<b>Atlas C</b>	45,50	Verkstad
<b>Gambro</b>	45,50	Verkstad
<b>TV4</b>	49,9625	Övrigt
<b>Ticket</b>	49,9625	Övrigt
<b>TietoEnator</b>	61,00	Data och IT
<b>Ångpanneföreningen</b>	45,5	Verkstad
<b>Beijer</b>	45,5	Verkstad
<b>Industrivärden</b>	76,20	Investment
<b>Assa Abloy</b>	45,50	Verkstad
<b>Investor</b>	76,20	Investment
<b>SKF</b>	45,50	Verkstad
<b>Getinge</b>	45,70	Kemi och läkemedel
<b>Gunnebo</b>	45,5	Verkstad
<b>Hexagon</b>	45,50	Verkstad
<b>OM</b>	49,9625	Övrigt
<b>Seco Tools</b>	45,5	Verkstad
<b>Bilia</b>	47,00	Handels
<b>Bure</b>	76,20	Investment
<b>Electrolux</b>	45,50	Verkstad
<b>Ericsson</b>	45,50	Verkstad
<b>Holmen</b>	50,90	Skogsbranschen
<b>Höganäs</b>	45,50	Verkstad
<b>Swedish Match</b>	49,9625	Övrigt
<b>Sandvik</b>	45,50	Verkstad
<b>Volvo</b>	45,50	Verkstad
<b>Sardus</b>	49,9625	Övrigt
<b>JM</b>	49,9625	Övrigt
<b>Trelleborg</b>	45,50	Verkstad
<b>SSAB</b>	45,50	Verkstad
<b>Skanska</b>	26,80	Bygg
<b>Securitas</b>	49,9625	Övrigt
<b>ScandiaConsult</b>	61,00	Data och IT
<b>Bergman &amp; Beving</b>	76,20	Investment

## 1.5 Medelvärden för enskilda företag

Nedanstående tabeller visar medelvärden för varje enskilt företag. Varje medelvärde är här beräknat för perioden 1999-2001. Samtliga medelvärden bygger på justerade nyckeltal.

	<b>Kassaflöde</b>	<b>Kassa</b>	<b>MKBK</b>	<b>InTillgångar</b>	<b>Utdelning</b>	<b>Soliditet</b>
<b>Lindex</b>	0,01	0,09	0,97	7,78	0,30	-1,70
<b>Atlas C</b>	0,00	0,02	1,04	11,07	0,25	-1,50
<b>Gambro</b>	0,01	0,02	0,56	10,60	-0,80	11,50
<b>TV4</b>	-0,28	0,06	0,27	7,25	0,42	14,94
<b>Ticket</b>	-0,06	0,09	0,92	5,55	0,00	-25,36
<b>Ångpannef</b>	-0,07	0,17	0,59	7,15	0,85	-4,20
<b>Beijer</b>	0,01	0,02	0,44	7,26	4,22	-4,50
<b>Industriv</b>	0,03	0,05	0,00	10,00	9,63	-14,20
<b>Assa Abloy</b>	-0,01	0,04	1,54	10,45	0,25	-9,90
<b>Investor</b>	-0,03	0,06	1,20	11,20	0,49	11,80
<b>SKF</b>	0,04	0,13	0,57	10,62	0,22	-4,40
<b>Getinge</b>	-0,07	0,04	0,91	9,17	0,25	-14,90
<b>Gunnebo</b>	-0,01	0,05	0,50	8,63	0,35	-18,50
<b>Hexagon</b>	0,04	0,07	0,30	8,78	0,33	-17,50
<b>OM</b>	0,11	0,28	1,94	8,70	-0,18	-12,96
<b>Seco Tools</b>	-0,07	0,08	1,66	8,27	0,53	7,50

	<b>Kassaflöde</b>	<b>Kassa</b>	<b>MKBK</b>	<b>InTillgångar</b>	<b>Utdelning</b>	<b>Soliditet</b>
<b>Bilia</b>	-0,01	0,02	0,30	8,79	0,24	-21,60
<b>Bure</b>	-0,06	0,05	0,40	8,96	-0,99	-4,20
<b>Electrolux</b>	0,04	0,09	0,55	11,46	0,32	42,50
<b>Ericsson</b>	0,13	0,13	1,84	12,43	0,00	-16,70
<b>Holmen</b>	-0,14	0,02	0,76	10,12	0,35	5,50
<b>Höganäs</b>	0,00	0,02	1,30	8,39	0,54	-5,80
<b>Swedish Match</b>	-0,08	0,10	1,24	9,72	0,29	-20,66
<b>Sandvik</b>	0,00	0,05	1,17	10,81	0,44	4,50
<b>Volvo</b>	0,04	0,10	0,28	12,47	-1,81	-12,90
<b>Sardus</b>	-0,01	0,01	0,58	7,00	0,51	-23,96
<b>JM</b>	0,02	0,05	0,51	9,46	0,29	-19,96
<b>Trelleborg</b>	-0,01	0,04	0,44	9,78	0,50	-1,30
<b>SSAB</b>	0,01	0,05	0,53	9,86	0,55	5,50
<b>Skanska</b>	0,02	0,10	0,31	11,44	1,13	-7,00
<b>Securitas</b>	0,00	0,02	1,84	10,57	0,28	-19,96
<b>ScandiaCon</b>	-0,08	0,21	1,13	6,71	7,03	-16,00
<b>Bergman &amp; Beving</b>	-0,03	0,17	0,68	7,58	0,36	-35,20