



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 hp

VT 2014

Positiva effekter av aktiesplit

Myt eller verklighet?

Författare:

Malin Lovén
Caroline Ekdahl
Victor Hedener

Handledare:

Tore Eriksson

Sammanfattning

- Examensarbetets titel: Positiva effekter av aktiesplit – Myt eller verklighet?
- Seminariedatum: 2014-06-04
- Ämne/kurs: FEKH89, Examensarbete kandidatnivå i finansiering, 15 högskolepoäng
- Författare: Malin Lovén, Caroline Ekdahl, Victor Hedener
- Handledare: Tore Eriksson
- Fem nyckelord: Aktiesplit, överavkastning, CAAR, Eventstudie, effektiva marknadshypotesen
- Syfte: Undersökningens avser att mäta om överavkastning i samband med aktiesplit är möjligt att uppnå på den svenska aktiemarknaden? En jämförelse mellan large cap, mid cap och small cap kommer att presenteras för att kunna precisera vilken företagsstorlek som genererar störst överavkastning. Undersökningen ämnar presentera resultat utifrån mätningmetoder som inte tidigare har förekommit vid studier på detta område.
- Teoretisk referensram: Fundamentet i undersökningen är teorier som både stödjer en effektiv marknad och de som ifrågasätter den. Tidigare studiers syn på aktiesplit och överavkastning tas även upp.
- Metod: Undersökningen utgår från en deduktiv metod med kvantitativ inriktning. Undersökningen är utformad som en eventstudie där resultaten bygger på insamling av statistisk data som bearbetats och testats.
- Slutsats: Resultaten pekar på en överavkastning som är högre än vad tidigare studier visar. Den totala överavkastningen för samtliga företag under mätperioden uppgår till 18 %. Mid Cap uppvisar den högsta överavkastningen av samtliga listor på 27 %.

Abstract

| | |
|---------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Title: | Positive effects of stock split – Myth or reality? |
| Seminar date: | 2014-06-04 |
| Course: | FEKH89, Degree Project Business Administration, Undergraduate level, 15 ECTS |
| Authors: | Malin Lovén, Caroline Ekdahl, Victor Hedener |
| Advisor: | Tore Eriksson |
| Key words: | Stock split, abnormal return, CAAR, event study, efficient market hypothesis |
| Purpose: | The study is intended to measure whether abnormal return associated with stock split is possible to achieve on the Swedish stock market? A comparison of large cap, mid cap and small cap will be presented in order to specify the company size that generates the greatest abnormal return. The study intends to present the results by measuring techniques not previously occurred in studies in this area. |
| Theoretical perspectives: | The study is based on theories that both support an efficient market, and those who question it. Earlier studies' view of the stock split and abnormal return are also considered. |
| Methodology: | The survey is based on a deductive method with quantitative approach. The survey is designed as an event study in which the results are based on the collection of statistical data that are processed and tested. |
| Conclusions: | The results indicate an abnormal return that is higher than previous studies has shown. The total abnormal return for all companies during the measurement period is 18%. Mid Cap has the highest abnormal return of all caps at 27%. |

Innehållsförteckning

| | |
|----------------------------------------------------------|-----------|
| BEGREPPSLISTA | 5 |
| 1. INLEDNING | 6 |
| 1.1 BAKGRUND | 6 |
| 1.2 PROBLEMDISKUSSION | 6 |
| 1.3.1 PROBLEMFÖRMULERING | 7 |
| 1.4 SYFTE | 7 |
| 1.5 AVGRÄNSNINGAR | 7 |
| 1.6 MÅLGRUPP | 8 |
| 1.7 DISPOSITION | 8 |
| 2. TEORETISK REFERENS RAM | 9 |
| 2.1 MARKNADSEFFEKTIVITET | 9 |
| 2.2 EFFEKTIVA MARKNADSHYPOTEBEN | 9 |
| 2.2.1 SVAG FORM AV MARKNADSEFFEKTIVITET | 9 |
| 2.2.2 SEMI-STARK FORM AV MARKNADSEFFEKTIVITET | 10 |
| 2.2.3 STARK FORM AV MARKNADSEFFEKTIVITET | 10 |
| 2.3 KRITIK MOT DEN EFFEKTIVA MARKNADSHYPOTEBEN | 10 |
| 2.3.1 SMÅBOLAGSEFFEKTEN | 11 |
| 2.3.2 JANUARIEFFEKTEN | 11 |
| 2.4 MOTIV FÖR AKTIESPLIT | 11 |
| 2.4.1 SIGNALHYPOTEBEN | 11 |
| 2.4.2 LIKVIDITETSHYPOTEBEN | 12 |
| 2.4.3 HANDELSINTERVALLSHYPOTEBEN | 12 |
| 2.4.4 BÖRSPOSTER | 12 |
| 2.5 TEORIERNAS RELEVANS FÖR UNDERSÖKNINGEN | 12 |
| 2.6 TIDIGARE FORSKNING | 13 |
| 2.6.1 LONG-RUN PERFORMANCE AFTER STOCK SPLIT | 13 |
| 2.6.2 SPLITS END | 13 |
| 2.6.3 STOCK SPLIT ANNOUNCEMENT | 13 |
| 2.6.4 THE MARKET REACTION | 14 |
| 2.6.5 DO STOCK PRICES CONFORM TO AN ABSOLUTE PRICE LEVEL | 14 |
| 2.7 TIDIGARE FORSKNINGENS RELEVANS FÖR UNDERSÖKNINGEN | 14 |
| 3. METOD | 16 |
| 3.1 FORSKNINGANSATS | 16 |
| 3.1.2 KVANTITATIV FORSKNING | 16 |
| 3.1.3 DEDUKTIV ANSATS | 16 |
| 3.2 RELIABILITET OCH VALIDITET | 16 |
| 3.3 TILLVÄGAGÅNGSSÄTT | 17 |
| 3.3.1 EVENTSTUDIE | 17 |
| 3.3.3 DATA OCH URVAL | 22 |
| 3.4 KÄLLKRITIK | 23 |
| 4. RESULTAT | 24 |
| 4.1 CAAR EVENTFÖNSTER 1 | 24 |
| 4.2 CAAR EVENTFÖNSTER 2 | 26 |
| 4.3 CAAR EVENTFÖNSTER 3 | 27 |
| 4.4 CAAR EVENTFÖNSTER 4 | 28 |

| | |
|----------------------------------------------|-----------|
| 5. ANALYS | 29 |
| 6. SLUTSATS OCH AVSLUTANDE DISKUSSION | 31 |
| 7. VIDARE FORSKNING | 34 |
| KÄLLFÖRTECKNING | 35 |
| VETENSKAPLIGA ARTIKLAR | 35 |
| LITTERATUR | 36 |
| ELEKTRONISKA KÄLLOR | 36 |
| BILAGA 1 | |
| BILAGA 2 | |

Begreppslista

AR (Abnormal Return)

Överavkastning: Skillnaden mellan den normala avkastningen och den faktiska avkastningen då denna är positiv.

AAR (Average Abnormal Return)

Genomsnittlig överavkastning: Genomsnittlig skillnad mellan den normala avkastningen och den faktiska avkastningen då denna är positiv.

CAR (Cumulative Abnormal Return)

Kumulativ överavkastning: Sammanlagd överavkastning.

CAAR (Cumulative Average Abnormal Return)

Kumulativ genomsnittlig överavkastning: Sammanlagd genomsnittlig överavkastning.

1. Inledning

Studiens första kapitel ger en bakgrund till det valda området och författarnas fokusering på aktiesplit. Vidare presenteras problemdiskussion, problemformulering och uppsatsens syfte. Avslutningsvis redogörs för uppsatsens avgränsningar, målgrupp och disposition.

1.1 Bakgrund

Enligt Fama (1971) och den effektiva marknadshypotesen ska det inte vara möjligt för investerare att erhålla vinst i form av överavkastning på en effektiv marknad. Tidigare studier såsom Byun & Rozeff (2003) samt Kisling & Barinka (2013) visar dock att överavkastning i samband med aktiesplit existerar och ifrågasätter därmed den effektiva marknadshypotesens mest fundamentala argument. Även Westfall (2010) påvisar att det finns en kortsiktigt positiv påverkan på aktiekursen när ett företag genomför aktiesplit, vilket också motsäger teorin om den effektiva marknadshypotesen.

Merparten av de publicerade uppsatserna i Sverige som undersöker någon form av split är koncentrerade på en jämförelse mellan splitföretagen och ett marknadsindex (vanligt förekommande är OMXSPI). Vår initiala tanke var att en sådan jämförelse haltar mot bakgrund av att de undersökta företagen (splitföretagen) sannolikt kan vara inräknade i indexet. Alla försök till trots har vi inte funnit någon komparativ framställning där företag som genomfört aktiesplit ställs mot de som under samma period underlåtit denna manöver. Det finns således ett tomrum som vi avser att fylla med föreliggande arbete. Därmed hoppas vi få fram ett vetenskapligt bättre underbyggt svar på frågan om aktiesplitens effekter på aktieinvesterarens avkastning.

1.2 Problemdiskussion

Fenomenet aktiesplit kan te sig meningslöst vid första anblicken då det egentligen inte gör någon skillnad för företaget mer än att aktiekursen blir lägre och det totala antalet aktier ökar, en så kallad kosmetisk effekt (Aktieskolan, 2009). Det finns dock teorier som förklarar att det finns vissa poänger med att genomföra aktiesplit. Enligt Mohanty & Moon (2007) kan signalhypotesen vara ett motiv för aktiesplit då själva offentliggörandet av att en split är förestående kan tolkas som en stark tro på en fortsatt positiv aktieutveckling. Detta faktum genererar information till allmänheten om att företagsledningen har tilltro till företaget, vilket minskar tyngden i eventuell desinformation. Easley, O'Hara & Saar (2001) menar att en aktiesplit fungerar som utomordentlig marknadsföring och kan medföra ökad efterfrågan på aktierna. Ett lägre aktiepris leder ofta till ökad efterfrågan och handel, alltså en situation där fler investerare blir intresserade. Yaguë & Gómez-Sala (2001) menar också att en låg aktiekurs uppfattas mindre riskfylld då den inte kan falla i samma omfattning som en högre kurs. En lägre kurs blir därför mer attraktiv för småsparare och gör aktien mer likvid.

Många teorier talar för att överavkastning i samband med aktiesplit är fullt möjligt menar Fama (1971). Han argumenterar för att en effektiv marknad förhindrar en sådan utveckling. Fama (1971) presenterar bevis för att effektiva marknader de facto existerar vilket gör ämnet än mer utmanande att undersöka.

Budskapen som genomsyrar teorierna om aktiesplit förmedlar en positiv bild av att genomföra split. En markant ökning av genomförda aktiesplitar kan också tyda på en osunt aggregerad ökning av aktiekurserna (Aktieskolan, 2009). Riskerna för att en bubbla ska växa fram är då mycket stora.

Denna undersökning är unik då den ställer företag som har genomfört split mot de som inte har introducerat processen. Med den utgångspunkten är tanken att resultaten blir mer pålitliga jämfört med tidigare studier som använt index som jämförelsematerial.

1.3.1 Problemformulering

Undersökningen baseras huvudsakligen på två frågor:

- Genererar företag överavkastning i samband med en aktiesplit jämfört med företag som inte genomför en aktiesplit under 2004-2013?
- Finns det någon skillnad på överavkastningen mellan företagsstorlekarna?

1.4 Syfte

Undersökningens primära syfte avser att mäta om överavkastning i samband med aktiesplit är möjligt att uppnå på den svenska aktiemarknaden? En jämförelse mellan large cap, mid cap och small cap kommer att presenteras för att kunna precisera vilken företagsstorlek som genererar störst överavkastning. Undersökningen ämnar presentera resultat utifrån mätningmetoder som inte tidigare har förekommit vid studier på detta område.

1.5 Avgränsningar

Företagen som undersöks har kopplingar till Stockholmsbörsen. Majoriteten av företagen återfinns på large cap och en minoritet av företagen återfinns på mid cap respektive small cap. Undersökningen vilar på 39 företag som har genomfört en aktiesplit mellan åren 2004 och 2013 och 30 företag som har underlåtit att genomföra aktiesplit under motsvarande period.

Den initiala tanken var att jämföra företag som verkar inom samma bransch men detta var inte genomförbart då den svenska aktiemarknaden inte är tillräckligt stor och kan inte bidra med relevant data. Företagen som jämförs verkar på samma handelsplats (large cap, mid cap eller small cap) och hade vid 60 handelsdagar innan splitdatumet något så när identisk aktiekurs. Då Sverige är en förhållandevis liten marknad har en

del företag behövt agera som jämförande företag två gånger. Inga företag förekommer mer än två gånger för att undvika att de jämförande företagen får en dominerande position. De skulle då kunna påverka den aggregerade normala avkastningen för de icke splitade bolagen. Vid de tillfällen då ett företag förekommer två gånger är dessa under olika tidsperioder.

1.6 Målgrupp

Uppsatsens främsta målgrupp är ekonomistuderande med fördjupning inom finansiering med grundläggande kunskaper inom statistik. Uppsatsen riktar sig även till personer med ett allmänt intresse för aktiesplit och den överavkastning som kan bli följden.

1.7 Disposition

2. Teoretisk referensram

Under detta kapitel presenteras relevant teori för undersökningen. Den effektiva marknadshypotesen, signalhypotesen, likviditetshypotesen samt tidigare forskning inom området aktiesplit.

3. Tidigare studier

Fem publicerade vetenskapliga artiklar presenteras och sammanfattas i detta kapitel. Även artiklarnas relevans belyses.

4. Metod

Metodkapitlet kartlägger och stödjer undersökningens tillvägagångssätt och val av metoder. Läsaren tar del av undersökningens form (eventstudie) och hur denna har applicerats på undersökningen, genomgång av undersökningens statistiska tester och hur insamlingen av data genomfördes. Avslutningsvis presenteras en källkritisk diskussion.

5. Resultat

I detta avsnitt presenteras undersökningens resultat i form av tabeller och diagram som även kommenteras i texten.

6. Analys

Resultaten som presenterats i föregående kapitel analyseras under denna rubrik.

7. Slutsats

En diskussion kring resultatet förs och de viktigaste slutsatserna lyfts fram och kan förhoppningsvis bilda utgångspunkt för vidare undersökningar.

2. Teoretisk referensram

Vår teoretiska referensram är den effektiva marknadshypotesen som egentligen talar emot vår frågeställning och undersöks därför med särskild akribi. Vi behandlar även tidigare studier i form av fem artiklar som studerar fenomenet aktiesplit. Innehållet presenteras i koncentrerad form och avslutas med författarnas resultat. Sista stycket kopplar artiklarna till vår undersökning och belyser relevansen.

2.1 Marknadseffektivitet

En effektiv marknad definieras som en handelsplats där investerare inte kan förutse priser eller aktiekursrörelser i framtiden (Byström 2010). Det innebär att det inte finns någon anledning till att studera historiska data då dessa inte ska kunna avslöja något om hur framtiden kommer att se ut. Tillgångarna på en effektiv marknad är prissatta utefter tillgångens verkliga värde, och det motsatta gäller på en ineffektiv marknad. Experter inom finansområdet är mycket oeniga huruvida marknader är effektiva eller ineffektiva.

En *effektiv marknad* definierar vi i enlighet med Byström (2010) som en marknad där marknadspriset fullt ut reflekterar all tillgänglig information. Den *Information* som ska vara tillgänglig delas in i tre kategorier; Historisk information, Allmän information och insider information.

- **Historisk information:** All data som berör tidigare prisförändringar på tillgången.
- **Allmän information:** Kvartalsrapporter, analyser, kreditbedömningar, makroekonomisk information med mera.
- **Insiderinformation:** Hemlig information som endast är tillgänglig för de invigda på företaget, exempelvis VD (Byström, 2010).

2.2 Effektiva marknadshypotesen

Det fundamentala antagandet som den effektiva marknadshypotesen bygger på är att aktiepriset återspeglar all tillgänglig information på marknaden (Fama, 1970). Teorin förutsätter en värld utan transaktionskostnader där investerare agerar rationellt och där all information är åtkomlig utan kostnader.

Teorins krav är svåra att uppnå i praktiken men Fama (1970) menar att vetenskapen om dessa kostnader är tillräckligt för att marknaden ska vara effektiv, förutsatt att investerare tar hänsyn till kostnaderna. Vidare innebär detta att placerare inte kan erhålla högre avkastning än den som motiveras av risken i placeringen då det ska vara omöjligt att förutspå aktiens framtida utveckling. Marknadseffektivitet delas in i tre olika former beroende på hur stark den är; svag form, semi-stark form, stark form.

2.2.1 Svag form av marknadseffektivitet

Svag form innebär att aktiepriser följer ett slumpmässigt mönster (random walk) som inte tar hänsyn till tidigare historisk information som påverkar den aktuella

aktiekursen (Fama, 1991). Det är inte möjligt att erhålla arbitragevinster eller generera överavkastning genom att studera och följa tidigare mönster för aktien. Den svaga formen av marknadseffektivitet prövas genom att undersöka hur väl historisk avkastning kan ge indikation om framtida utveckling.

2.2.2 Semi-stark form av marknadseffektivitet

Semi-stark form innebär, precis som svag form, att all historisk information återspeglas i det aktuella priset men den semi-starka formen förutsätter även att all allmänt tillgänglig information återspeglas i det aktuella priset (Fama, 1991). Detta innebär att vid offentliggörandet av ny information agerar investerare rationellt och korrigerar aktiekursen omgående och omöjliggör överavkastning. Den semi-starka marknadseffektiviteten testas genom att studera hur snabbt aktiekursen rättar sig efter ny information som offentliggörs på marknaden. Enligt Odlander, Surtevall & Surtevall (2010) finns det studier som bevisar att semi-stark marknadseffektivitet existerar. Det förekommer på marknader för aktivt förvaltade aktiefonder där fonderna ständigt ger en lägre avkastning än index under samma period. Då all information är tillgänglig för allmänheten ska det inte vara möjligt att prestera bättre än marknaden på lång sikt.

2.2.3 Stark form av marknadseffektivitet

Stark form innebär, förutom kraven för svag- och semi-stark form, att det inte existerar exklusiv information som endast ett fåtal har tillgång till (Fama, 1991). Det innebär en omöjlighet att generera överavkastning genom insiderinformation. Den starka marknadseffektiviteten prövas genom att undersöka insiderhandel. Då prövas om privat information som inte är tillgänglig för allmänheten ej är inräknad i priset för aktien.

Fullständig marknadseffektivitet antas inte existera i praktiken (Fama, 1970). Det är helt enkelt inte möjligt att all information är känd, exempelvis kommer en CEO för ett företag att ha viss information som kan komma att påverka aktiekursen längre fram. Emellertid finns dock bevis för att de två tidigare nämnda formerna av marknadseffektivitet (semi-stark och svag form) finns representerade i verkligheten. Det har genomförts test där avkastningen för de aktier professionella investerare valt ut jämförs med slumpmässigt valda aktier via exempelvis pilkastning (Mishkin, 2004). Testen har visat att portföljen investerarna rekommenderade inte genererade högre avkastning än den slumpmässigt valda portföljen. Detta indikerar att investerarna inte lyckades vinna över marknaden. Ett annat bevis för den effektiva marknadshypotesen är testet där fonder har undersökts. De fonder som har presterat bäst resultat under första mätperioden presterar inte lika bra, och i många fall sämst, under nästa mätperiod. Detta dementerar att historiska siffror kan ge vägledning om aktiekursens framtid.

2.3 Kritik mot den effektiva marknadshypotesen

Det fanns en uppsjö av bevis och teorier som stödde den effektiva marknadshypotesen under 1970-talet när Eugene Fama genomförde sin omskrivna undersökning på

området (Mishkin, 2004). Fama fastslog då att det fanns många bevis för att effektiva marknader faktiskt existerade, samtidigt som protesterna var få.

Under senare år har det publicerats talrika bevis, som talar för att effektiva marknader inte existerar (Mishkin, 2004). Det finns mycket som talar för att den effektiva marknadshypotesen inte är applicerbar i lika stor utsträckning som tidigare antagits.

2.3.1 Småbolagseffekten

Småbolagseffekten var den första rapporterade avvikelserna vad gäller marknadseffektivitet (Mishkin, 2004). Den visade att mindre bolag har slagit marknadsindex över tid trots att den höga risken, som är oundviklig vid mindre bolag, var inräknad. På senare år har småbolagseffekten minskat något men är ett belägg mot att effektiva marknader existerar. Det finns många teorier som försöker förklara småbolagseffekten genom exempelvis skatteproblem, låg omsättning av småbolags aktier, höga kostnader för att få information med flera.

2.3.2 Januareffekten

Under en lång tid har aktiepriser ökat exceptionellt mycket mellan december och januari, vilket ledde fram till den sk teorin om januareffekten (Mishkin, 2004). Denna effekt är förutsägbar och talar också mot förekomsten av effektiva marknader inte existerar. Januareffekten har under senare år minskat vad gäller stora företag men är fortfarande tydlig vad gäller de mindre bolagen. En del analytiker hävdar att januareffekten kan förklaras med skatteregler. Det kan finnas en benägenhet att sälja sina aktier i december för att kunna kvitta förluster med vinster och därigenom reducera skatten. Vid årets början kan då investerare köpa tillbaka sina aktier i bolagen vilket ökar efterfrågan och därmed priset på aktien och kan genererar extrema avkastningar.

2.4 Motiv för aktiesplit

En aktiesplit anses skapa en "kosmetisk-effekt" eftersom den inte förändrar företagets kassaflöde eller aktieägarnas förmögenhet (Pooja, 2013). Forskningen visar däremot att publiceringen av en aktiesplit har kraftiga effekter. Motiv för att genomföra en aktiesplit kan förklaras med hjälp av signalhypotesen, likviditetshypotesen och handelsintervallshypotesen (Mohanty & Moon, 2007).

2.4.1 Signalhypotesen

Signalhypotesen förutsätter att en aktiesplit minskar informationsasymmetrin mellan företagsledning och utomstående aktieägare (Easley, O'Hara, & Saar, 2001). Genom en aktiesplit kan styrelse och ledning ge omvärlden en signal om att de bedömer möjligheterna till en fortsatt stark aktiekursutveckling för företaget som gynnsamma (Mohanty & Moon, 2007). En aktiesplit medför även att företaget drar till sig uppmärksamhet som också kan bidra till ökad efterfrågan på aktien (Easley, O'Hara, & Saar, 2001).

2.4.2 Likviditetshypotesen

Likviditetshypotesen innebär enligt Easley, O'Hara, & Saar (2001) att företag väljer att genomföra en aktiesplit för att hamna inom ett visst prisintervall. Aktieomsättningen är normalt högre vid ett lägre prisintervall och är en drivkraft för företag med hög aktiekurs att genomföra en split.

2.4.3 Handelsintervallshypotesen

Handelsintervallshypotesen innebär att en aktiesplit syftar till att attrahera de köpare som föredrar att köpa aktier i det nya prisintervall som uppnåtts genom spliten (Yaguë & Gómez-Sala, 2005).

Av psykologiska skäl föredrar många investerare ett lågt aktiepris då de ofta resonerar att en högt värderad aktie kan falla mer än en lägre värderad. Småsparare föredrar vanligtvis ett lågt aktiepris då de är mindre likvida (Easley, O'Hara, & Saar, 2001).

2.4.4 Börsposter

Sedan oktober 2008 avskaffades kravet att handla med börsposter vid köp av aktier på Stockholmsbörsen (Johansson, 2008). Innan regeländringen var investerare tvungna att handla ett minimiantal aktier, en börspost, som ofta uppgick till ca 15 000 SEK. Denna förändring har således öppnat upp dörren för småsparare att i större utsträckning investera i aktier.

2.5 Teoriernas relevans för undersökningen

Den effektiva marknadshypotesen menar att överavkastning inte ska vara möjlig, då enskilda aktörer inte ska kunna överlista marknaden på lång sikt (Fama, 1970). Det råder konsensus om att den semi-starka formen av marknadseffektivitet gäller på aktiemarknaden. Detta skulle medföra att problemformuleringarna ställda i det inledande kapitlet kommer att underkännas.

Signalhypotesen å andra sidan menar att annonseringen av en split antyder företagsledningens starka tro på företaget (Easley, O'Hara, & Saar, 2001, Mohanty & Moon, 2007). Detta bör i sin tur ge en positiv effekt på aktiekursen. Signalhypotesen stödjer därmed undersökningens kärnfrågor.

Likviditetshypotesen och handelsintervallshypotesen talar båda för en ökad omsättning av aktien vid ett lägre prisintervall, vilket ökar efterfrågan och aktiekursen (Yaguë & Gómez-Sala, 2005). En aktiesplit skulle på så vis få en värdehöjande effekt på företaget, omständigheter som korresponderar med utgångspunkterna i undersökningen.

2.6 Tidigare forskning

2.6.1 Long-run performance after stock split

Denna artikel klarlägger inledningsvis att aktiesplit är en sedan länge flitigt använd metod i den internationella affärsvärlden och således inte någon innovation (Byun & Rozeff, 2003). Den första spliten gjordes redan 1926 i USA och sedan har tusentals splitar genomförts fram till våra dagar. Alla dessa har också varit föremål för omfattande vetenskapliga studier, som ger ett betydande underlag för våra slutsatser.

I artikeln framgår ett mönster som visar att de första decenniernas splitar hade liten eller ingen positiv inverkan på det aktuella bolagets värde. Splitar genomförda under senare tid har däremot haft en tydlig värdehöjande effekt. I en studie från 1996 framgår att splitarna skapat en genomsnittlig värdehöjning på 7 till 8 procent under de första 18 månaderna efter genomförandet. Vid mätning under en längre period kommer man dock fram till att den positiva differensen avtar efter hand och så småningom närmar sig noll.

2.6.2 Splits end

Även i denna artikel presenteras studier från 1990-talet som visar på kortsiktigt positiva effekter på kursutvecklingen för en splitad aktie (Kisling & Barinka, 2013). Under denna tid var splitar också mycket "populära" och vanligt förekommande. Efter sekelskiftet har användningen av denna metod drastiskt minskat. En väsentlig anledning till detta, som framhålls i artikeln, är att det institutionella ägandet fått en betydligt större dominans (från 34 till 67 procent på 20 år från 1980).

Tendensen med ökning av institutionellt ägande har skett på bekostnad av direkt ägande av fysiska personer. I institutionernas personalstyrka ingår professionella placerare. De inser vidden av splitens innebörd, vilket får en dämpande effekt på eventuella värdestegringar. Företagsledningarna och ägare har anpassat sig därefter och insett det meningslösa i att genomföra splitar.

Tvärtom är det numera vanligt att betrakta ett högt aktiepris som en garant för god kvalitet. Det är en indikation på att företaget varit framgångsrikt. Motsatsen till de krisbolag som tvingats se aktievärdet reduceras till en nivå som gett tillnamnet "frimärksaktie".

2.6.3 Stock split announcement

I denna artikel försöker forskarna finna anledningarna till att en split kan ha en i vart fall tillfälligt värdehöjande effekt (Westfall, 2010). En viktig orsak är att bolaget blir föremål för mycket publicitet när spliten annonseras. Detta drar till sig intresset från presumtiva köpare, som kanske aldrig hört talas om bolaget. Efterfrågan på aktien ökar och priset följer med.

En annan viktig orsak är att aktiens volatilitet enligt både denna och tidigare studier visar sig öka efter en split. Detta leder i sin tur till ett högre värde på aktien (se nästa

artikel) men denna effekt är begränsad till USA där långsiktigt aktieägandet gynnas skattemässigt gentemot kortsiktiga innehav.

2.6.4 The market reaction

I denna artikel får vi en förklaring till sambandet mellan hög volatilitet och högt värde på aktien (Lamoureux & Poon, 1987). Detta gäller dock bara för USA och beror på skattelagstiftningen där. En aktie med hög volatilitet anses attraktivare för långsiktiga aktieägare. Att aktiens pris svänger kraftigt upp och ner spelar mindre roll om man ändå ska behålla aktien långsiktigt. För den kortsiktiga ägaren är det dock äventyrligt eftersom aktien kanske hamnat i en kortsiktig svacka just som ägaren tänkt sälja. Långsiktigt aktieäggande gynnas skattemässigt i USA. Reavinsten beskattas lägre och den långsiktige ägaren är då mer benägen att betala ett högre pris för aktien. När denna ägarkategori i ökad utsträckning söker sig just till en splitad aktie stiger därför dess värde.

2.6.5 Do stock prices conform to an absolute price level

Detta arbete undersöker det genomsnittliga aktieprisets utveckling under en period på 100 år (Burnie & Ridder, 2012). Det har alltså inget att göra med värdeutvecklingen på börsen utan avser endast pris per aktie. Detta kan av ägarna ändras genom split, omvänd split och valt pris per aktie vid börsintroduktion av nya bolag.

Studien visar att genomsnittspriset fallit kraftigt från cirka 600 kronor under första delen av 1900-talet till cirka 170 kronor under den senare delen. Det är uppenbart att ägarna som kollektivt valt att med tillgängliga medel få ner prisnivån till ett intervall som man tror ska attrahera flesta möjliga köpare. Den hypotes man söker belägg för är att institutionernas intresse för aktien är helt oberoende av priset per aktie medan många så kallade småsparare föredrar aktier med lågt pris. Dels får man fler aktier för samma belopp men framför allt ökar sannolikheten att en aktie för 50 kronor stiger jämfört med en aktie för 500 kronor. Genom implementering av split skapas ett lägre pris per aktie och bolaget får fler intresserade köpare. Den ökade efterfrågan på aktien medför att aktien (och därmed bolaget) får ett ökat börsvärde.

2.7 Tidigare forsknings relevans för undersökningen

De fem vetenskapliga studier som redovisats ovan har relevans för vår undersökning vad gäller den första av våra två frågor i problemformuleringen; "Genererar företag överavkastning i samband med en aktiesplit jämfört med företag som inte genomför en aktiesplit under 2004-2013"?

Detta är ju den i särklass mest intressanta av de två frågorna med hänsyn tagit till den praktiska nyttan av undersökningen. Studierna avser samtliga amerikanska förhållanden. Bortsett från skatteaspekten i en av artiklarna finns det ingen anledning att anta att den amerikanska aktiemarknaden skulle uppvisa ett annat mönster än den svenska, avseende splitens effekter på aktieavkastningen.

Studierna pekar på att splitens värdehöjande effekt varit betydande (7-8 procent) under en tidsperiod runt senaste sekelskiftet men sedan avtagit under senare år när institutionernas ägande ökat i betydelse på bekostnad av privatpersoner. Eftersom vår studie av den svenska aktiemarknaden pekar på en värdehöjande effekt i storleksordningen 18 procent föreligger det uppenbart en skillnad mellan de två marknaderna. Det kan möjligen bero på att den amerikanska aktiemarknaden är betydligt större än den svenska men det får framtida forskning ge svar på. Detsamma gäller det amerikanska fenomenet att den värdehöjande effekten endast är tillfällig och efter 18 månader tenderar att försvinna. Gäller det även för splitrar på den svenska marknaden?

3. Metod

Metodkapitlet beskriver hur uppsatsen är strukturerad och vilka metoder som den utgår ifrån. Kapitlet inleds med en presentation av den valda forskningsansatsen som uppsatsen vilar på. Vidare följer avsnitt som behandlar undersökningens reliabilitet och validitet. Undersökningens tillvägagångsätt presenteras grundligt och kapitlet avslutas sedan med ett kritiskt kapitel av valda källor.

3.1 Forskningsansats

3.1.2 Kvantitativ forskning

Det finns två dimensioner att ta hänsyn till; den kvalitativa och den kvantitativa inriktningen (Jacobsen, 2002). Det ter sig naturligt för en uppsats som är finansiellt orienterad att välja den kvantitativa metoden. Kvantitativ metod används vid undersökningar som behandlar ett flertal enheter och där resultatet av undersökningen går att generalisera och förhoppningsvis att dra allmänna slutsatser ifrån.

Denna undersökning utgår från en kvantitativ ansats då fundamentet i uppsatsen utgörs av diverse observationer av 69 företags aktiekurser, se bilaga 1.

3.1.3 Deduktiv ansats

Enligt Jacobsen (2002) existerar två ansatser, deduktiv och induktiv, som forskarna ska utgå ifrån. Deduktiv ansats innebär att undersökningen är sprungen ur tidigare forskning och teorier som sedan testas mot forskarnas insamlade empiriska material. Den induktiva ansatsen, till skillnad från deduktiv ansats, utgår ifrån forskarnas empiriska material och därefter finner lämplig teori att jämföra sina iakttagelser med. En induktiv ansats bygger på att forskarna har begränsade förkunskaper och därmed tar sig an undersökningen med öppna och förutsättningslösa utgångspunkter.

Undersökningen utgår från en deduktiv ansats där teorierna och tidigare forskning har format syftet och varit kärnan i processen. Insamling av teori gjordes innan själva ämnet och problemformulering var bestämt. Vi är medvetna om att en deduktiv utgångspunkt kan leda till ett sökande efter specifika svar snarare än att visa en öppenhet för de upplysningar som ligger i den insamlade informationen (Jacobsen, 2002). Då detta har varit klart för gruppen under arbetets tillkomst har vi inte uppfattat detta som ett problem.

3.2 Reliabilitet och validitet

En undersöknings reliabilitet definieras enligt Jacobsen (2002) som den externa giltighet som visar i vilken utsträckning undersökningens resultat är hänförligt till andra sammanhang och huruvida resultatet går att generalisera. För att undersökningens resultat ska anses giltigt menar Jacobsen (2002) att forskaren ska ha en hög intersubjektivitet. Det innebär att varje forskare som använder sig av exakt identisk metod och teoretisk utgångspunkt kommer att nå fram till samma forskningsresultat

Validitet beskriver Jacobsen (2002) som undersökningens interna giltighet där graden av validitet mäts genom att se om det som är avsikten att mätas verkligen mäts.

Vår uppsats utgår, som bekant, från en kvantitativ forskningsmetod med 69 stycken företags aktiekurser som grund för våra beräkningar. Detta leder till att resultatet går att generalisera och att undersökningens reliabilitet är hög. Validiteten anser vi vara hög då vår frågeställning genomsyrar hela undersökningen och har fungerat som ett ramverk under skrivprocessen för att inte tappa fokus från vad vi faktiskt ska mäta.

3.3 Tillvägagångssätt

3.3.1 Eventstudie

Eventstudie är bland de mest förekommande metoderna vid mätning av de effekter som uppstår i kölvattnet efter en specifik ekonomisk händelse (Campbell, Lo & MacKinlay, 1997). Exempel på sådana händelser är fusioner och uppköp (M&A), utdelning, aktiesplit eller kvartalsrapporters inverkan på en akties kursutveckling. Den specifika händelsen för denna undersökning är aktiesplit. Eventet innefattar en period före en aktiesplit och en period efter för att kunna mäta förloppets eventuella påverkan på företagens aktiekurser.

En eventstudie bygger på sju fundamentala delar enligt Campbell, Lo & MacKinlay (1997); definition av händelsen, val av kriterier, normal avkastning och överavkastning, estimatperiod, undersökningsförfarande, resultat, analys och slutsats.

1. Definition av händelse

Undersökningen bygger på de datum som de valda företagen genomförde respektive split. Samtliga företag har genomfört split mellan åren 2004 – 2013.

Bolagen som inte har genomfört split utgår från identiska datum som de jämförande företagen. Alla dagar som nämns är handelsdagar. Tidsperioden på tio år valdes för att få en större bredd i undersökningen. Resultaten blir då mer applicerbara än om undersökningen endast hade sträckt sig över en kortare period.

2. Val av kriterier

Företagen som undersökningen bygger på måste ha uppfyllt uppsatta kriterier. Företagens aktier måste under hela eventet ha kunnat handlas på large cap, mid cap eller small cap. Splitföretagen har jämförts med ett företag som inte har genomfört split och som återfinns på samma lista med någorlunda lik aktiekurs 60 handelsdagar innan splitdagen. Den initiala ambitionen var att jämföra företag som förutom att återfinnas på samma lista verkar inom samma eller liknande bransch. Detta var tyvärr inte möjligt då Sverige är en alldeles för liten marknad. De jämförande företagen får endast förekomma två gånger för att undvika en för stor påverkan av ett enskilt företag. Alla valda företag måste kunna ge slutkurser för alla dagar inom eventet. Anledningen till att slutkurser används är av praktiska skäl för att mäta alla aktier vid

exakt samma tidpunkt samt att det är aktiens senaste rapporterade värde. Bolag som har haft obligatorisk inlösen som villkor i samband med aktiesplit har vi valt att bortse ifrån. Detta är ett förfarande som motsäger signal- och likviditetshypotesen, väsentliga delar av arbetets teoretiska referensram.

3. Normal avkastning och överavkastning

Normalavkastning

Aktiernas förväntade avkastning (normal avkastning) räknas fram med en lämplig metod inom tidsperioden för eventfönstret. Normalavkastningen är den förväntade avkastningen för perioden om händelseförloppet som undersöks inte hade inträffat.

De två vanligaste metoderna att mäta den normala avkastningen är *constant mean return model* och *The market model* (marknadsmodellen):

$$R_{it} = \mu_i + \xi_{it}$$

Formel 1. Constant-Mean-Return Model (Campbell, Lo & MacKinlay 1997)

R_{it} = Faktisk avkastning för tidsperioden

μ_i = Genomsnittlig avkastning för tillgången

ξ_{it} = Residual (felterm)

$$\begin{aligned} R_{it} &= \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it} \\ \Rightarrow E(R_{it}) &= \alpha_i + \beta_i R_{mt} \\ AR_{it} &= R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) = \epsilon_{it} \end{aligned}$$

Formel 2. Marknadsmodellen (Campbell, Lo & MacKinlay, 1997)

R_{it} = Faktisk avkastning för tidsperioden

α_i = genomsnittlig avkastning för tidsperioden som ej förklaras av marknaden

β_i = risken företag j utsätts för på marknaden

R_{mt} = Normal avkastning för tidsperioden

ϵ_{it} = AR_{it} = Överavkastning för tidsperioden

Weston, Mitchell & Mulherin (2004) har utvecklat en förenklad version av marknadsmodellen, den justerade marknadsmodellen. Modellen är en förenklad version av den som är framtagen av Campbell, Lo & MacKinlay (1997).

$$\hat{R}_{jt} = R_{mt}$$

Formel 3. Justerad marknadsmodell (Weston, Mitchell & Mulherin, 2004)

\hat{R}_{jt} = Den justerade marknadsmodellens normal avkastning för tidsperioden

Den justerade marknadsmodellen utgår från att $\hat{\beta}_j = 1$ och att $\hat{\alpha}_j = 0$. Modellen kan ses som en uppskattning av den ursprungliga marknadsmodellen. Marknadens genomsnittliga $\hat{\beta}_j$ är 1 och $\hat{\alpha}_j$ är oftast obetydligt liten. Detta medför att resultaten från den justerade marknadsmodellen i regel inte skiljer sig mycket från den ursprungliga marknadsmodellen. Undersökningen utgår från denna modell där förändringen mellan dagarna i eventfönstret är framtagen av slutkursdata, enligt nedan, från bolag som inte har genomfört en aktiesplit.

$$R = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

Formel 4. (Berk & DeMarzo, 2014)

$R = \text{Aktieavkastning}$

$P_0 = \text{Slutkurs dag 0}$

$P_1 = \text{Slutkurs dag 1}$

Faktisk avkastning

Den faktiska avkastningen är framtagen på samma sätt som den normala avkastningen, se formel 3 ovan, fast med den skillnaden att bolagen som ingår i urvalet har genomfört en aktiesplit.

Överavkastning

Därefter räknas överavkastningen (Abnormal return, AR) fram, vilken är skillnaden mellan den faktiska avkastningen och den normala avkastningen. Formeln vi har utgått ifrån är den justerade marknadsmodellen. Överavkastning är framtagen för varje dag inom hela eventet.

$$AR_{jt} = R_{jt} - R_{mt}$$

Formel 5. (Campbell, Lo & MacKinlay, 1997)

Överavkastningen för varje dag summeras i fyra kategorier där den delas på antal företag i varje kategori och ger då den genomsnittliga överavkastningen (AAR). De fyra kategorierna är large cap, mid cap, small cap och en som behandlar samtliga (total).

Den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen (CAAR) räknas sedan ut genom att summera den genomsnittliga överavkastningen (AAR). Den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen räknas ut för large cap, mid cap, small cap och totalt för alla företag.

4. Estimatperiod

Med splitdatumet som utgångspunkt, anges som dag 0, beräknas eventets ramar genom att ta fram slutkursdata 60 handelsdagar före spliten och 160 handelsdagar efter spliten. Eventet består av fyra fönster inklusive mätning av eventets första dag till sista dag.

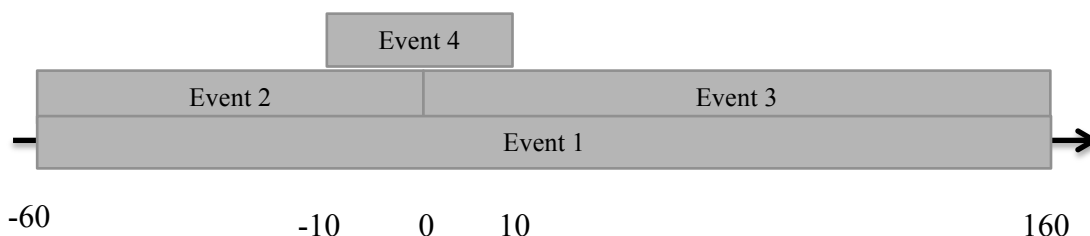


Bild 1. Eventet uppdelat efter de intervall som undersöks

Eventfönster 1: Utgörs av hela eventet från 60 dagar före split till 160 dagar efter.

Eventfönster 2: Utgörs av perioden 60 dagar före split till och med splitdagen, 0.

Eventfönster 3: Utgår ifrån splitdagen, 0, till slutdagen 160.

Eventfönster 4: Det kortaste intervallet mäter 10 dagar före split till 10 dagar efter split.

Estimatperioden är framtagen med utgångspunkt från splitdagen. Perioden -10 till +10 mäts för att kunna avläsa den omedelbara effekten av aktiesplit.

Annonseringsdagen är beräknad till ca 20 handelsdagar före split efter att ha undersökt offentliggörandet av split för fem slumpmässigt valda företag från urvalet (se bild 2.).

Perioden 0 till +160 mäts för att kunna utläsa splitens påverkan efter att den är genomförd. Intervallet -60 till 0 mäts för att se om det förekommer överavkastning före spliten och huruvida den är lägre eller högre jämfört med perioden efter split.

Den längsta estimeringsperioden innefattar hela eventet från -60 dagar till +160 dagar, denna period mäts för att få en helhets bild över hela perioden. -60 dagar ger en tillräckligt lång period för att kunna avläsa om överavkastningen tydligt ökar efter annonseringsdagen eller spliten. Då undersökningen inte ämnar mäta de långsiktiga effekterna av aktiesplit avslutas eventet 160 dagar efter split.

| Företag | Annonseringsdag | Splittdag |
|------------------|------------------------|------------------|
| Hennes & Mauritz | April 29, 2010 | Juni 01, 2010 |
| ÅF | Maj 5, 2010 | Maj 31, 2010 |
| Uniflex | April 18, 2011 | Maj 19, 2011 |
| Wihlborgs fast | April 28, 2011 | Maj 23, 2011 |
| G&L Beijer | April 26, 2012 | Maj 29, 2012 |

Bild 2. Underlag för vald annonseringsdag källa: h&m.com (2010), afconsult.com (2010), cision.com (2011), wihlborgs.se (2011), beijers.com (2011)

5. Undersökningsförfarande

För att testa den data undersökningen bygger på har det genomförts ett t-test (se formel 6 och 7). T-testet är en lämplig undersökningsmetod för att hitta samband, som i detta fall är överavkastning i omedelbar anknytning till aktiesplit (Lind, Marchal & Wathen, 2005). Vid t-test är standardavvikelsen i populationen okänd, vilket den också är i vårt fall. Standardavvikelsen i stickprovet kunde vi däremot räkna ut vilket ytterligare talar för t-testet.

$$t = \frac{\bar{X} - \mu}{s/\sqrt{n}}$$

Formel 6. (Lind, Marchal & Wathen 2005)

\bar{X} = Medelvärde i urvalet

μ = Medelvärde i populationen (utgår från att den är 0)

s = Urvalets standardavvikelse

n = Antal observationer i urvalet

$$t = \frac{CAAR - \mu}{s/\sqrt{n}}$$

Formel 7. Anpassad formel för vår undersökning

Antaganden vi har gjort är att variablerna är normalfördelade och medelvärdet i populationen noll då utgångspunkten är att det inte ska vara möjligt att göra överavkastning.

Hypotestestet var ensidigt då undersökningen bygger på huruvida det är möjligt att göra överavkastning eller inte. Testets signifikansnivå valdes till 5 %, det innebär att det finns en risk på 5 % att nollhypotesen förkastas trots att den borde accepteras. En signifikansnivå på 5 % är den mest förekommande att använda och därför föll valet på den. Hypoteserna har formulerats enligt nedan:

H_0 = Förekommer inte överavkastning

H_1 = Förekommer överavkastning

6-7. Resultat, Analys & slutsats

Undersökningens resultat presenteras och granskas under senare kapitel i undersökningen.

4.3.3 Data och urval

Enligt Jacobsen (2002) utgörs primärdata av sådan som forskaren har samlat in direkt från källan (grupper eller enskild individ) via frågeformulär, observation eller intervju. Sekundärdata, i motsats till primärdata, är sådana data som inte samlas in direkt från källan. Sekundärdata har således redan samlats in och tolkats av en tidigare forskare. Undersökningen är baserad på sekundärdata i form av de valda företagens aktiekurser vid de valda tidpunkterna inom eventfönstret. Annan sekundärdata är vetenskapliga artiklar, tidigare uppsatser som innehåller snarlika ekonomiska uträkningar samt adekvat litteratur.

För att finna korrekt data inleddes efterforskning av företag som genomfört split mellan åren 2004-2008. Information om dessa företags splitdatum återfanns på Nasdaq OMX (nasdaqomx.com). Dessvärre upphörde Nasdaq OMX att förse allmänheten med denna information efter 2008. För att finna företag som genomfört split efter 2008 genomfördes en minutiös granskning av nyhetsflödet på Aktieinvest (Aktieinvest.se). När urvalet av de 39 företag som har genomfört split var komplett kontrollerades splitdatum, splitfaktor och villkoren i samband med spliten med hjälp av skatteverkets hemsida (Skatteverket.se). Historiska aktiekurser togs fram via Nasdaq OMX från 60 handelsdagar före split fram till 160 dagar efter split för samtliga 69 företag (Nasdaqomx.com). För att få den korrekta kursen multiplicerades aktiekursen 60 dagar före split med splitfaktorn då de historiska kurserna justerats efter split.

När aktiekurserna för 60 dagar före split var kompletta och multiplicerade med splitfaktorn inleddes sondering efter lämpliga icke-splitade företag att matcha med. Först delades företagen upp efter vilken lista aktien handlas på (large cap, mid cap, small cap). Processen fortsatte med att matcha ett icke-splitat företag som vid 60 handelsdagar före splitens genomförande hade en något så när lik aktiekurs som det splitade företaget. Denna information hämtades på nasdaqomx.com. Svårigheterna att finna icke-splitade företag med approximativ aktiekurs har medfört att en del företag återkommer två gånger dock inte under samma tidsperiod.

När listan av splitade och icke-splitade företag var komplett fattades det aktieslutkurser för alla dagar i eventet (-60 handelsdagar till +160 dagar). För att få fram samtliga slutkurser för 69 företag under 220 dagar användes programvaran Macrobond, se bilaga 2 för ett urval av aktiekurser. All data överfördes till Excel där den behandlades.

Vid insamling av undersökningens teoretiska data har kurslitteraturen för kandidatkursen i finansiering (FEKH80) använts. Vetenskapliga artiklar som behandlar aktiesplit och teorier om huruvida överavkastning är möjlig utgör en stor del av den teoretiska referensramen. De databaser som har använts i sökandet efter relevanta artiklar är Business Source Complete.

3.4 Källkritik

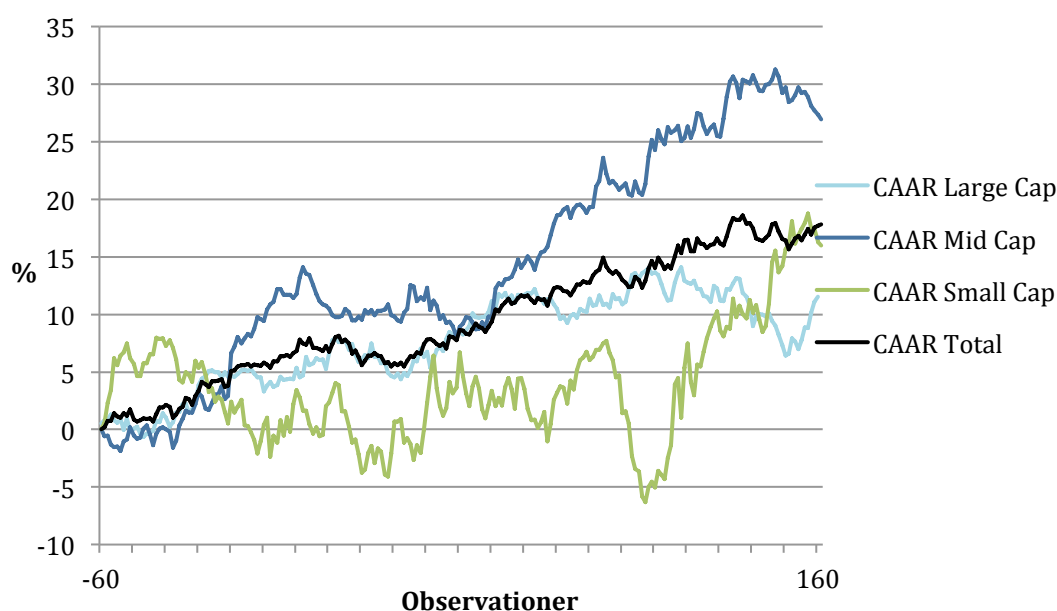
De vetenskapliga artiklarna vi har utgått ifrån har presenterat sin syn på ämnet vilket kan medföra att viss information har uteslutits som hade kunnat ge ett annat resultat. De kan med andra ord haft en deduktiv forskningsansats och letat efter de svar de önskade att finna. Detta gäller även för den litteratur som använts vad gäller teoriavsnittet. Beräkningarna som gjorts i arbetet och de historiska aktiekurserna är de delar av undersökningen som minst kan ha färgats av subjektiva och selektiva infallsvinklar.

4. Resultat

Nedan presenteras den totala kumulativa genomsnittliga överavkastningen för alla företag uppdelat efter företagsstorlek (large cap, mid cap och small cap). Resultaten presenteras i diagram och förtydligas med en kort kommentar under. Resultaten kommer vidare att analyseras och diskuteras i senare kapitel.

4.1 CAAR eventfönster 1

| Population | Antal Företag |
|------------|---------------|
| Total | 39 |
| Large Cap | 20 |
| Mid Cap | 12 |
| Small Cap | 7 |



Diagrammet uppvisar en sammanlagd överavkastning på ca 12 % under mätperioden för large cap. Det är också tydligt att överavkastningen minskar innan splittdagen för att sedan totalt öka fram till eventets slutdag. Företagen som är listade på large cap och genomförde aktiesplit genererade överavkastning på 12 % under mätperioden jämfört med de företag som inte genomförde en aktiesplit under samma period.

Den sammanlagda överavkastningen för mid cap uppgick till ca 27 %. Som diagrammet visar är överavkastningen negativ under mätperiodens början men ökar sedan markant för att ytterligare sjunka några procentenheter efter split och sedan ganska stabilt öka fram till några dagar före eventets slut. De sista dagarna sjunker överavkastningen med ca 5 %. Företagen listade på mid cap genererade överavkastning på 27 % jämfört med företagen som inte genomförde aktiesplit.

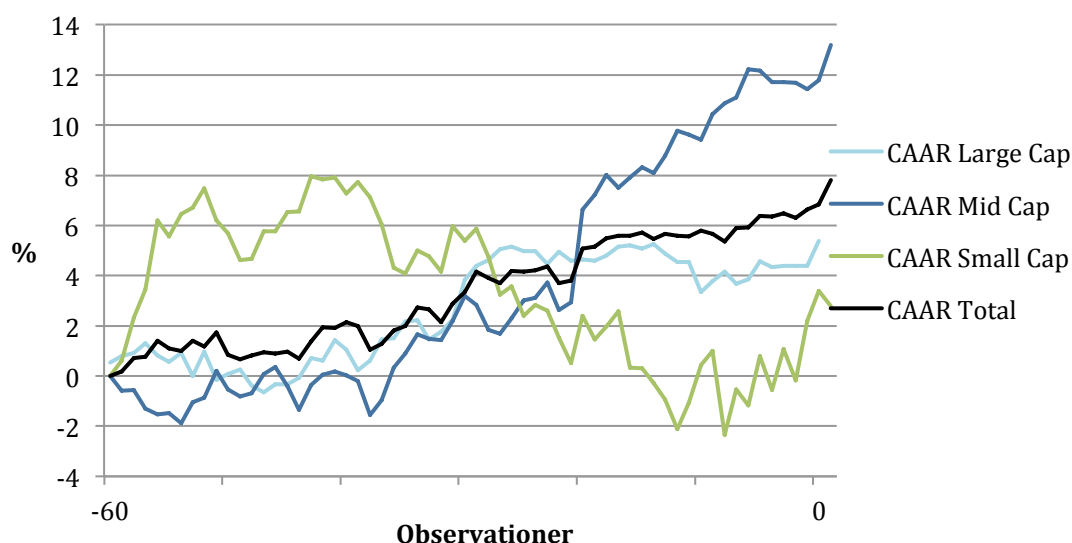
Small cap uppvisar den mest volatila överavkastningen som vid flera tillfällen uppvisar negativa siffror. Den visar totalt en överavkastning på ca 16 %. Överavkastningen sjunker med ca 2-3 % dagarna före mätperiodens slut.

För undersökningsgruppen total förekommer alltså under hela perioden för samtliga företagsstorlekar men är högre efter splitdagen. Innan split kan CAAR mätas till totalt 8 % och efter till 18 % vilket ger högre överavkastning efter split än före. Detta innebär att företagen som genomförde split har totalt genererat en genomsnittlig sammanlagd överavkastning på 18 % vid mätperiodens slut jämfört med de företag som inte genomförde split.

Hypotestestet visar att samtliga företagsstorlekar samt gruppen total visar en signifikant överavkastning. Resultaten är till 95 % statistiskt säkerställda.

| Population | Kritiskt värde | T-värde | Signifikant överavkastning |
|--------------------------------|-----------------------|----------------|-----------------------------------|
| Total _{-60 till +160} | 1,687 | 2,432 | Ja |
| Large _{-60 till +160} | 1,729 | 3,483 | Ja |
| Mid _{-60 till +160} | 1,796 | 4,660 | Ja |
| Small _{-60 till +160} | 1,943 | 6,526 | Ja |

4.2 CAAR eventfönster 2



Diagrammet illustrerar överavkastningen under perioden före en aktiesplits genomförande. Denna period inrymmer offentliggörandet av att en split ska ske, den s.k annonseringsdagen. Denna dag är fastställd till ca 20 handelsdagar före split.

Large cap uppvisar en positiv överavkastning på cirka 5 % under perioden före split. Överavkastningen stabiliseras något efter annonseringsdagen och slutar på samma nivå vid eventets slut som efter annonseringsdagen.

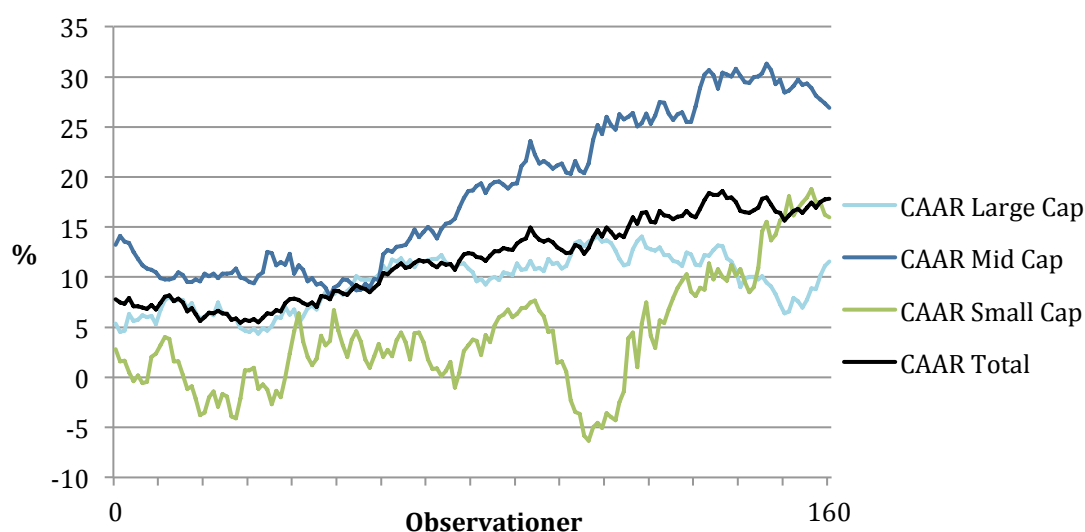
Mid cap visar en sammanlagd överavkastning före split på ca 14 %. I samband med annonsering av en split växer överavkastningen för företagen på mid cap markant och fortsätter att göra det fram till splitdagen.

Small cap visar en total överavkastning före split på ca 3 %. Företagen på small cap reagerar motsatt på annonseringen gentemot mid cap och large cap genom att uppvisa en markant minskning av överavkastningen.

Överavkastningen är positiv under hela perioden för samtliga företag men ökar betydligt vid den genomsnittliga annonseringsdagen. Hypotestestet visar att large cap, mid cap och small cap till 95 % säkerhet visar att överavkastning förekommer. För gruppen total uppvisas inte signifikant överavkastning.

| Population | Kritiskt värde | T-värde | Signifikant överavkastning |
|-----------------------------|----------------|---------|----------------------------|
| Total _{-60 till 0} | 1,687 | 1,103 | Nej |
| Large _{-60 till 0} | 1,729 | 1,808 | Ja |
| Mid _{-60 till 0} | 1,796 | 2,419 | Ja |
| Small _{-60 till 0} | 1,943 | 3,387 | Ja |

4.3 CAAR eventfönster 3



Efter splitdagen fram till mätperiodens slutdag är den sammanlagda överavkastningen för large cap ca 10 %. Mot mätperiodens slut har överavkastningen sjunkit något.

Mid cap visar överavkastning som börjar öka kraftigt först efter ca 60 handelsdagar. Överavkastningen sjunker något de sista dagarna i eventet.

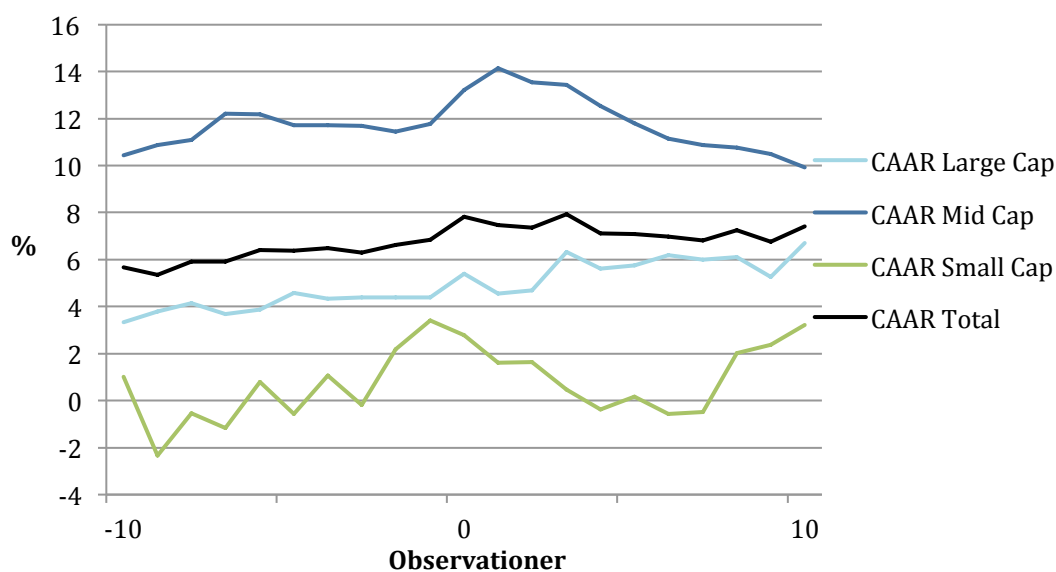
Small cap visar en mycket volatil överavkastning som pendlar mellan att vara positiv och negativ från en dag till en annan. Det är först under periodens sista 40 handelsdagar som överavkastningen är konstant positiv.

Diagrammet visar perioden efter en aktiesplit där överavkastningen sammantaget är positiv fram till eventets slutdag. Högst överavkastning uppvisas i slutet av mätperioden.

Hypotestestet visar att till 95 % förekommer överavkastning på large cap, mid cap och small cap perioden efter split. Gruppen total uppvisar dock ingen signifikans under denna period.

| Population | Kritiskt värde | T-värde | Signifikant överavkastning |
|------------------------------|----------------|---------|----------------------------|
| Total _{0 till +160} | 1,687 | 1,295 | Nej |
| Large _{0 till +160} | 1,729 | 1,957 | Ja |
| Mid _{0 till +160} | 1,796 | 2,323 | Ja |
| Small _{0 till +160} | 1,943 | 4,664 | Ja |

4.4 CAAR eventfönster 4



Diagrammet visar överavkastningen 10 handelsdagar före split och 10 handelsdagar efter. Efter spliddagen ökar överavkastningen med nästan 2 % för samtliga företag och håller sig ungefär på den nivån under efterföljande 10 dagar.

Den totala överavkastningen och överavkastningen för large cap är någorlunda stabila med ökning av överavkastningen som reaktion av en genomförd split. Mid cap uppvisar den högsta överavkastningen som följs av en split. Small cap uppvisar också en tydlig reaktion av splitgenomförandet och ökar under spliddagen.

Samtliga företagsstorlekar och gruppen total visar överavkastning under eventfönster 4. Resultaten för denna mätperiod går dock inte att statistiskt säkerställa.

| Population | Kritiskt värde | T-värde | Signifikant överavkastning |
|-------------------------------|----------------|---------|----------------------------|
| Total _{-10 till +10} | 1,687 | 0,261 | Nej |
| Large _{-10 till +10} | 1,729 | 0,595 | Nej |
| Mid _{-10 till +10} | 1,796 | 0,222 | Nej |
| Small _{-10 till +10} | 1,943 | 1,390 | Nej |

5. Analys

Analysdelen knyter ihop undersökningen och låter de presenterade teorierna och tidigare forskningsresultat möta våra resultat.

Möjligheten för investerare att erhålla vinst i form av överavkastning ska inte vara möjligt enligt den effektiva marknadshypotesen (Fama, 1971). Byun & Rozeff (2003) samt Kisling & Barinka (2013) bestrider dock teorins mest grundläggande argument och visar att överavkastning existerar i samband med aktiesplit. Resultatet i denna undersökning pekar också på att överavkastning uppkommer vid split och visar en total överavkastning på 18 % för mätperioden. Byun & Rozeff (2003) visar ett resultat där den genomsnittliga värdehöjande effekten är 7-8 % efter att en aktiesplit genomförts. Undersökningsgruppen totalt visar att överavkastning under hela mätperioden (-60 till +160 dagar, eventfönster 1) till 95 % är statistiskt säkerställd.

Westfall (2010) visar att aktiesplit medför en positiv effekt på aktiekursen på kort sikt, vilket också motsäger den effektiva marknadshypotesen då det kan innebära överavkastning på kort sikt. Vår undersökning visar en total ökning av överavkastningen på 2 % redan dagarna efter att en split genomfördes. Undersökningens statistiska tester visar dock ingen signifikant överavkastning vad gäller överavkastning för eventfönster 4 (-10 till +10 dagar).

Mishkin (2004) presenterar bevis för att marknadshypotesen inte håller i praktiken och för fram den sk småbolagseffekten där mindre bolag slår markandsindex. Denna undersökning visar att de mindre bolagen (tillhörande mid cap) slår marknaden i större utsträckning än de största på large cap.

Mishkin (2004) presenterar också januarieffekten där aktiepriser historiskt har stigit ovanligt mycket under denna månad. I föreliggande undersökning påverkar en eventuell januarieffekt inte resultaten då det är skillnaden mellan splitade bolags och icke splitade bolags aktiekurser. Om kursen ökar i januari för icke splitade företag bör den också göra det för de splitade, vilket eliminerar effekten.

Denna studie visar tydligt att aktiesplit medför överavkastning på kort sikt trots att det enligt Aktieskolan (2009) enbart anses medföra en kosmetisk effekt på företagets aktiekurs. Av resultaten framgår en total överavkastning på 18 % för samtliga företag på eventets slutdag. Överavkastningen på large cap uppgick totalt till 12 % medan mid cap uppvisade den högsta överavkastningen på 27 %. Överavkastningen på small cap visar ett volatilt mönster som slutade på totalt 16 %. Samtliga resultat är statistiskt säkerställda till 95 % under perioden -60 till +160 dagar.

Enligt Easley, O'Hara, & Saar (2001) och Mohanty & Moon (2007) ger en aktiesplit ett positivt intryck av företagets framtida utveckling. En split kan då betraktas som en marknadsföring, särskilt för mindre omtalade företag, där den omedelbara effekten blir en ökad omsättning av aktierna och i förlängningen stigande aktiekurs.

Lamoureux & Poon (1987) menar att aktier med hög volatilitet även har ett högt pris. Företagen med högst volatilitet i denna undersökning återfinns på small cap-listan, där de billigaste aktierna handlas. Artikeln uppvisar kongruens med vår undersökning i den meningen att det är riskabelt att handla med de mindre bolagen och att de är för instabila för att handlas med på kort sikt. Burnie & Ridder (2012) stöder undersökningens resultat att en aktiesplit ökar värdet på aktien i det korta perspektivet. Burnie & Ridder (2012) menar att det är önskvärt att aktiekursen är relativt låg för att handelsomsättningen skall accelerera. Resultaten visar till 95 % säkerhet överavkastning för large cap, mid cap samt small cap under eventfönster 3 (0 till +160). Detta demonstrerar signifikant överavkastning på kort sikt. Undersökningsgruppen total uppvisar dock ingen signifikant överavkastning.

Pooja (2013) hävdar att annonseringen inför en förestående split har väsentliga effekter på värdeutvecklingen av aktien trots att själva spliten anses vara en kosmetisk effekt. Resultaten i denna undersökning pekar på en tydlig reaktion från marknaden vid offentliggörandet av en split. Aktiekurserna stiger efter att annonseringen om en stundande split blir känd på marknaden. Eventfönster 2 (-60 till dag 0) där annonseringsdagen förekommer visar signifikant överavkastning för large cap, mid cap och small cap. Gruppen total visar dock ingen signifikant överavkastning för perioden före split.

Börsposternas avskaffande bör ha minskat benägenheten att genomföra en aktiesplit efter 2008 då investerare endast kunde handla en aktie (Johansson, 2008). Avskaffandet av börsposter ökade aktiemarknadens tillgänglighet för småsparare vilket enligt Yaguë & Gómez-Sala (2005) ökar handelsomsättningen av aktier med stigande aktiekurs som följd. Denna undersökning visar på ett mönster där splitarna i urvalet har minskat efter 2008. Detta beror sannolikt på två faktorer, dels avskaffandet av börsposterna och dels på finanskrisen som började visa sig hösten 2008 och i vars kölvatten vi fortfarande lever.

Resultaten i denna undersökning pekar på en sammanlagd överavkastning på 18 % för hela mätperioden. Alla tre listorna uppvisar enskilt en total överavkastning där mid cap har den högsta på 27 % därefter small cap med 16 % och sist large cap med 12 %.

6. Slutsats och avslutande diskussion

Nedan presenteras våra personliga reflektioner över resultaten som mynnar ut i en diskussion kring i vilken inriktning framtida forskning skulle kunna te sig.

Storleken på överavkastningen vid aktiesplit som verifieras i vår undersökning förefaller, med hänsyn tagen till tidigare undersökningar, som oväntat stor. Den skulle förmodligen vid en publicering i näringslivskretsar betecknas som sensationell. Tidigare forskning har visat på en värdehöjande effekt i intervallet 7-8 %. Våra slutsatser indikerar en signifikant överavkastning på 12 % för large cap, 27 % för mid cap och 16 % för small cap, alltså mer än dubbelt så stor som tidigare undersökningar visat. Den totala överavkastningen på 18 % är också statistiskt säkerställd till 95 %.

Vi har nagelfarit vår undersökningsmodell med kritiska ögon men inte kunnat finna svagheter som lett till diskvalificering eller uppenbara ohållbarheter. Under arbetets gång har vi övertygats om att slutsatserna pekar fram mot vidare forskning. Den naturliga utgångspunkten skulle då vara; hur länge överavkastningen håller i sig efter en genomförd split?

Vid upplägget av undersökningen avgränsades frågeställningen till effekterna under en relativt kort period i anslutning till splitens genomförande. Resultaten från några av de tidigare rapporterna indikerar effekterna på längre sikt. De båda perspektiven, kortsiktigt och långsiktigt, är sannolikt nycklarna till de olika utfallen. Av allt att döma kommer de positiva värdeeffekterna att reduceras successivt, som en funktion av tiden för att på sikt återgå till nollnivån.

Vår gemensamma observation är att det förefaller logiskt att effekten av en split jämnar ut sig på lång sikt. Detta eftersom en split inte påverkar det splitande bolaget på något sätt och därför inte förmår att höja dess egentliga värde. Antagligen har vissa aktieägare inte insett vad processen kan medföra och därför handlat på ett irrationellt sätt. Efterhand återgår man till normalt beteende och aktien återfår sitt ”rätta” värde.

Det finns en möjlighet att företag som genomfört split har på relativt kort sikt utvecklat en hög aktiekurs, som signalerar att företagsledningen hyser stark tilltro till företaget, kan vara anledningen till överavkastningen. Dessa företag skulle alltså utan att ha genomfört split kunnat visa upp samma resultat. Ett företag som historiskt sett alltid har haft en hög aktiekurs skulle antagligen inte dra lika stor nytta av en aktiesplit i det avseendet. Det är således möjligt att inte spliten i sig medför den värdehöjande effekten utan företagets aktiekurs hade stigit ändå oberoende av spliten. Detta skulle då bestrida vår problemformulering om huruvida det är en aktiesplit som är den bakomliggande orsaken till överavkastningen.

Incitamentet för ett företag att genomföra en aktiesplit bör å ena sidan vara svagare efter avskaffandet av börsposter hösten 2008 då småsparare inte behöver investera mycket kapital i företaget utan kan handla endast en aktie. Avskaffandet kan å andra

sidan ha bidragit till en ännu högre omsättning av splitade aktier då investerare kan handla till en ännu lägre total summa, vilket driver upp efterfrågan och på så vis kan vara en orsak till den höga överavkastningen på 18 % för gruppen total.

Large cap uppvisar den lägsta överavkastningen på 12 % totalt för mätperioden. Vi förmodar att detta beror på att informationen för företagen på large cap är mer känd än för övriga listor. Detta bidrar till en mer korrekt prissättning där aktiespliten speglas i priset tidigare än för de två andra listorna. Mid cap uppvisar den högsta överavkastningen på 27 % vilket vi tror beror på att informationen för de företagen är mindre känd. En annan anledning kan vara att många av de företagen nyligen har handlats på small cap men ”avancerat” till mid cap och därför mäts den högsta överavkastningen där. Small cap uppvisar en överavkastning på 16 % vilket vi till största delen antar bero på att informationen är mindre känd för dessa företag. Undersökningsgruppen total uppvisar inte en signifikant överavkastning under eventfönster 2 (-60 till 0) och 3 (0 till 160) samtidigt som large cap, mid cap och small cap uppvisar signifikant överavkastning under dessa perioder. En anledning till detta tror vi kan bero på att standardavvikelseerna mellan de fyra olika grupperna skiljer sig åt. Detta är något som vi hade velat undersöka närmre eller se framtida studier som behandlar detta. Ett kort och koncist svar på de tidigare ställda problemformuleringarna; ja, aktiesplit genererar överavkastning för hela perioden och mid cap uppvisar den högsta överavkastningen.

Vid annonsering av att en split ska genomföras längre fram bör incitamentet att köpa aktier i företaget öka då det är förknippat med hög grad av sannolikhet att göra vinst på mycket kort tid. Företag som ska genomföra split och som är listade på mid cap bör enligt våra slutsatser vara de mest attraktiva att investera i.

Som tidigare nämnts var tanken att även matcha splitade företag med icke-splitade företag som verkar inom samma bransch. Då den svenska marknadens omfattning gör att detta inte är genomförbart hade det varit intressant att göra en liknande studie med fokus på USA. Då skulle upplägget vara identiskt med föreliggande undersökning men med den skillnaden att företagen är matchade inom samma bransch.

Denna undersökning mäter den kortsiktiga effekten av en aktiesplit. En intressant aspekt hade varit att mäta hur länge effekten av en split håller i sig avseende överavkastningen. En undersökning som har samma uppbyggd som denna men där eventet sträcker sig en längre period efter spliten.

Den fortsatta forskningen bör också inriktas på att försöka förstå varför splitens - i vart fall kortsiktiga - positiva värde effekt uppkommer. En sådan undersökning skulle kunna inriktas på börsintroduktionen av nya bolag som nu åter genomförs i stor skala efter några års frånvaro. Frågeställningen skulle vara liktydig som vid split, nämligen vilket pris per aktie ska man fastställa vid börsintroduktionen för att få den mest positiva effekten på kursutvecklingen.

Studien skulle kunna läggas upp som en intervjuundersökning där beslutsfattarna inom de företag som börsintroduceras får besvara frågor om de överväganden som gjorts inför beslutet om ett visst startpris på aktien. En summering av de börsintroduktioner som genomförts i år på Stockholmsbörsen visar att startpriserna legat i intervallet 50 kronor till 150 kronor (nyemissioner.se).

Som framgår av vår studie är det även i detta intervall som de flesta splitkurser landar i omedelbart efter spliten. Tydligt anser beslutsfattarna att ett pris i detta intervall ger bäst förutsättningar för en positiv kursutveckling eller överavkastning efter splitens eller börsintroduktionens genomförande. Även investmentbankerna bör omfattas av intervjustudien eftersom dessa ofta agerar rådgivare åt företag i dessa kontexter.

7. Vidare forskning

Tre problemformuleringar presenteras som skulle kunna vara fundamentet för framtida forskning inom ämnet aktiesplit och överavkastning.

- Samma undersökning fast under en längre period efter splitdatumet
- Samma undersökning fast på den amerikanska marknaden och matcha företag i samma bransch
- Vad är de underliggande faktorerna till en splits positiva värdehöjande effekt?

Källförteckning

Vetenskapliga artiklar

- Burnie, D.A., & Ridder, A.D. (2012). Do Stock Prices Conform to an Absolute Price Level? [Elektronisk version].
- BYUN, J., & ROZEFF, M. (2003). Long-run Performance after Stock Splits: 1927 to 1996 [Elektronisk version]. *Journal Of Finance*, 58, 3, pp. 1063-1085.
- Easley, D., O'Hara, M., & Saar, G. (2001) How Stock Splits Affect Trading: A Microstructure Approach [Elektronisk version]. *Journal Of Financial & Quantitative Analysis*, 36, 1, pp. 25-51.
- Fama, EF. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work [Elektronisk version]. *Journal Of Finance*, 25, 2, ss. 383-417.
- Fama, EF. (1991). Efficient capital markets: II [Elektronisk version]. *The Journal Of Finance: The Journal Of The American Finance Association*, 46, 5, ss. 1575-1617.
- Kisling, W., & Barinka, A. (2013). Splits End [Elektronisk version]. *Bloomberg Businessweek*, 4343, pp. 45-46.
- LAMOUREUX, C., & POON, P. (1987). The Market Reaction to Stock Splits [Elektronisk version]. *Journal Of Finance*, 42, 5, pp. 1347-1370.
- Mohanty, S., & Moon, D. (2007). Disentangling the signalling and liquidity effects of stock splits [Elektronisk version]. *Applied Financial Economics*, 17, 12, pp. 979-987.
- Pooja. (2013). Stock Split Announcement and Liquidity Effect: Evidence from India, *Vilakshan* [Elektronisk version]. *The XIMB Journal Of Management*, 10, 1, pp. 135-148.
- Westfall, T. (2010). STOCK SPLIT ANNOUNCEMENTS: A TEST OF MARKET EFFICIENCY [Elektronisk version]. *Allied Academies International Conference: Proceedings Of The Academy Of Accounting & Financial Studies (AAFS)*, 15, 1, pp. 59-66.
- Yagüe, J., & Gómez-Sala, J. C. (2005). Price and tick size preferences in trading activity changes around stock split executions [Elektronisk version]. *Spanish Economic Review*, 7, 111-138.

Litteratur

Byström, H (2010). *Finance: markets, instruments & investments* . 2. uppl. Lund: Studentlitteratur AB.

Campbell, J.Y., Lo, A.W., & MacKinlay, Archie Craig. (1997). *The econometrics of financial markets*. Princeton, N.J.: Princeton Univ. Press.

Jacobsen, D. I. (2011). *Vad, hur och varför: Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Lund: Studentlitteratur

Lind, D.A., Marchal, W.G., & Wathen, S.A. (2005). *Statistical Techniques in Business & Economics*. 12e uppl. New York: McGraw-Hill.

Weston, J.F., Mitchell, M., & Mulherin, J.H. (2004). *Takeovers, Restructuring, and Corporate Finance*. 4e uppl. New Jersey: Pearson Prentice Hall.

Elektroniska källor

Aktieinvest. *Nyheter*. Nedladdad april 2, 2014, från aktieinvest.se.
Webbsida: <https://www.aktieinvest.se/nyheter>

Aktieskolan. (2009). *Aktiesplit*. Nedladdad april 25, 2014, från aktieskolan.se.
Webbsida: <http://www.aktieskolan.se/pages/split.php?select=aktieskolaforts>

Beijer. (2012). *Pressmeddelande*. Nedladdad april 2, 2014, från beijers.com.
Webbsida: <http://www.beijers.com/page27902417.aspx>

Cision. (2011). *Pressmeddelande*. Nedladdad april 2, 2014, från Cision.com.
Webbsida: <http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/14/EF/90/wkr0001.pdf>

H&M. (2010). *Pressmeddelande*. Nedladdad april 2, 2014, från hm.com.
Webbsida: <http://about.hm.com/en/news/newsroom/news.html/en/487488.html>

Johansson, G. (2008). *Enklare handel med enstaka aktier*. Nedladdad april 28, 2014, från aktiespararna.se.
Webbsida: <http://www.aktiespararna.se/Artikelarkiv/Repotage/2008/oktober/Enklare-handel-med-enstaka-aktier/>

Macrobond application, Macrobond Financial AB.

Mishkin, F.S. (2004). *The economics of Money, Banking and Financial Markets*. Nedladdad maj 5, 2014, från wps.aw.com.
Webbsida: <http://wps.aw.com/wps/media/objects/7529/7710171/appendixes/ch07apx.pdf>

Nasdaq OMX. *Historiska kurser*. Nedladdad april 2, 2014. Från nasdaqomxnordic.com. Webbsida: <http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/historiskakurser>

Nasdaq OMX. *Corporate Actions Stockholm*. Nedladdad april 2, 2014. Från nasdaqomxnordic.com. Webbida:

<http://www.nasdaqomx.com/transactions/markets/nordic/corporate-actions/stockholm/issues>

Nyemissioner. (2013). *Börsnotering i Sanitec Oyj*. Nedladdad maj 20, 2014, från nyemissioner.se.

Webbida: http://www.nyemissioner.se/foretag/planerad-notering/sanitec_oyj/1135

Nyemissioner. (2013). *Börsnotering i Creades AB*. Nedladdad maj 20, 2014, från nyemissioner.se.

Webbida: http://www.nyemissioner.se/foretag/planerad-notering/creades_ab/973

Nyemissioner. (2013). *Börsnotering i Recipharm AB*. Nedladdad maj 20, 2014, från nyemissioner.se.

Webbida: http://www.nyemissioner.se/foretag/planerad-notering/recipharm_ab/3

Nyemissioner. (2013). *Börsnotering i Hemfosa Fastigheter AB*. Nedladdad maj 20, 2014, från nyemissioner.se.

Webbida: http://www.nyemissioner.se/foretag/planerad-notering/hemfosa_fastigheter_ab/934

Nyemissioner. (2013). *Börsnotering i Bufab Holding AB*. Nedladdad maj 20, 2014, från nyemissioner.se.

Webbida: http://www.nyemissioner.se/foretag/planerad-notering/bufab_holding_ab/493

Skatteverket. *Sökmotor*. Sökord: alla 39 splitföretag. under perioden 2 april – 12 maj, 2014. Från skatteverket.se Webbida:

<http://www.skatteverket.se/funktioner/sok/sok.4.64a656d113f4c7597011b3.html?query=>

Wihlborgs. (2011). *Pressmeddelande*. Nedladdad april 2, 2014, från wihlborgs.se.

Webbida: <http://www.wihlborgs.se/Press--Media/Pressreleases/CisionDetail/?detail=http://feed.ne.cision.com/client/wihlborgs/release/rss/rssdetail20.aspx?releaseid%3d573362>

ÅF. (2010). *Pressmeddelande*. Nedladdad april 2, 2014, från afconsult.com.

Webbida: <http://www.afconsult.com/sv/OmAF/Press2/Pressmeddelanden/Pressmeddelanden-2010/?url=http://cws.huginonline.com/1253/PR/201005/1412318.xml%09>

Bilaga 1

| Split | Splitdatum | Splitvillkor | Ej genomförd Split |
|-------------------|-------------------|---------------------|------------------------------------------|
| Large Cap | | | Large Cap |
| Alfa Laval | 4/22/08 | (4:1) | MTG A |
| Atlas Copco (A) | 5/11/11 | (2:1) | AstraZeneca |
| Castellum | 4/27/06 | (4:1) | MTG A |
| Elekta | 9/14/12 | (4:1) | AstraZeneca |
| Hexagon AB (B) | 6/11/07 | (3:1) | Svenska Handelsbanken |
| H&M | 6/1/10 | (2:1) | Oriflame Cosmetics SDB |
| Industrivärden AB | 3/27/07 | (2:1) | Axfood |
| JM | 6/26/06 | (4:1) | Autoliv |
| Lundin Mining | 2/5/07 | (3:1) | Oriflame Cosmetics SDB |
| Meda | 5/28/07 | (2:1) | Swedbank |
| Nibe | 6/14/06 | (4:1) | Holmen A |
| Peab | 9/25/07 | (2:1) | AarhusKarlshamn |
| Ratos (A) | 5/4/11 | (2:1) | Lundbergföretagen |
| Sandvik | 4/26/07 | (2:1) | Axfood |
| SCA | 5/16/08 | (2:1) | AarhusKarlshamn |
| Scania (A) | 5/16/08 | (2:1) | Autoliv |
| SKF (A) | 5/7/08 | (4:1) | Getinge AB |
| SSAB | 6/22/06 | (3:1) | Holmen A |
| Volvo | 4/26/07 | (6:1) | Millicom International Cellular S.A, SDB |
| Wallenstam (B) | 5/25/11 | (3:1) | Assa Abloy |
| Mid Cap | | | Mid Cap |
| Beijer Alma | 4/26/06 | (3:1) | Fagerhult AB |
| Clas Ohlson | 10/5/04 | (2:1) | Bilia AB |
| G&L Beijer (B) | 5/29/12 | (2:1) | Mekonomen |

| | | | |
|-----------------------|---------|-------|------------------|
| Gunnebo | 5/6/04 | (2:1) | Medivir AB |
| Heba B Fastighet AB | 5/28/08 | (3:1) | B&B Tools B |
| Mekonomen | 6/2/05 | (2:1) | SAS |
| New Wave Group | 7/28/04 | (2:1) | IFS AB |
| Nobia | 3/29/07 | (3:1) | SAS |
| SkiStar | 4/29/04 | (2:1) | Bilia AB |
| SWECO AB | 5/4/06 | (2:1) | Indutrade |
| Wihlborgs fastigheter | 5/23/11 | (2:1) | Catena |
| ÅF | 5/31/10 | (2:1) | Unibet Group SDB |
| Öresund Investment AB | 4/13/06 | (2:1) | Clas Ohlson |

Small Cap

| | | |
|-------------------------|---------|--------|
| BTS Group | 5/8/06 | (3:1) |
| Havsfrun | 8/11/06 | (10:1) |
| Malmbergs Elektriska AI | 6/12/07 | (2:1) |
| RaySearch Laboratories | 5/22/08 | (3:1) |
| RnB | 3/3/06 | (2:1) |
| Traction AB | 6/28/06 | (3:1) |
| Uniflex (B) | 5/19/11 | (5:1) |

Small Cap

| |
|---------------|
| Image systems |
| Cision |
| TradeDoubler |
| Elanders B |
| Cision |
| Studsvik |
| Proact |

Bilaga 2

| Large Cap Dag | Förväntad Avkastning Lundin Mining | Normal Avkastning Oriflame | AR | CAR |
|------------------|---------------------------------------|-------------------------------|-------|--------|
| -60 | -3,16 | 0,39 | -3,55 | -3,55 |
| -20 | -0,65 | -0,55 | -0,10 | -25,76 |
| 0 | -0,98 | 1,92 | -2,90 | -33,66 |
| 160 | -2,42 | -0,51 | -1,91 | -54,93 |

| Large Cap Dag | Förväntad Avkastning Meda | Normal Avkastning Swedbank | AR | CAR |
|------------------|------------------------------|-------------------------------|-------|-------|
| -60 | -3,39 | -4,76 | 1,37 | 1,37 |
| -20 | 3,12 | 1,32 | 1,80 | 2,10 |
| 0 | -0,41 | 0,97 | -1,38 | 5,11 |
| 160 | -0,34 | 2,41 | -2,75 | -1,01 |

| Large Cap Dag | Förväntad Avkastning JM | Normal Avkastning Autoliv | AR | CAR |
|------------------|----------------------------|------------------------------|-------|-------|
| -60 | 1,10 | -1,67 | 2,77 | 2,77 |
| -20 | 3,52 | 7,85 | -4,33 | 9,92 |
| 0 | 0,53 | 2,01 | -1,48 | 6,38 |
| 160 | -2,86 | -2,38 | -0,48 | 53,26 |

| Large Cap Dag | Förväntad Avkastning H&M | Normal Avkastning Oriflame | AR | CAR |
|------------------|-----------------------------|-------------------------------|-------|-------|
| -60 | 0,48 | 0,68 | -0,20 | -0,20 |
| -20 | 3,47 | 1,81 | 1,65 | 12,54 |
| 0 | -0,20 | -0,51 | 0,31 | 12,19 |
| 160 | -1,94 | 1,59 | -3,53 | 30,34 |

| Large Cap Dag | Förväntad Avkastning Electra | Normal Avkastning Astra Zeneca | AR | CAR |
|------------------|---------------------------------|-----------------------------------|-------|-------|
| -60 | 0,00 | 0,03 | -0,03 | -0,03 |
| -20 | 0,00 | -0,63 | 0,63 | -1,53 |
| 0 | -1,36 | -1,03 | -0,33 | 1,69 |
| 160 | -0,84 | 0,51 | -1,35 | 45,17 |

| Large Cap Dag | Förväntad Avkastning Nibe | Normal Avkastning Holmen | AR | CAR |
|------------------|------------------------------|-----------------------------|-------|-------|
| -60 | -0,72 | 1,20 | -1,91 | -1,91 |
| -20 | 0,83 | -0,45 | 1,29 | 8,66 |
| 0 | 0,18 | 0,00 | 0,18 | 12,48 |
| 160 | -1,05 | 0,00 | -1,05 | 61,81 |

| Large Cap | Förväntad Avkastning | Normal Avkastning | AR | CAR |
|------------------|-----------------------------|--------------------------|-----------|------------|
| Dag | SSAB | Holmen | | |
| -60 | 0,61 | 0,00 | 0,61 | 0,61 |
| -20 | 7,84 | -2,32 | 10,17 | 2,86 |
| 0 | 0,39 | 0,61 | -0,22 | 1,56 |
| 160 | 2,96 | -0,53 | 3,49 | 27,15 |

| Large Cap | Förväntad Avkastning | Normal Avkastning | AR | CAR |
|------------------|-----------------------------|--------------------------|-----------|------------|
| Dag | Sandvik | Axfood | | |
| -60 | 5,52 | -0,19 | 5,71 | 5,71 |
| -20 | 1,27 | 0,37 | 0,90 | 5,21 |
| 0 | 0,76 | -1,84 | 2,60 | 18,58 |
| 160 | 0,21 | 0,60 | -0,39 | 19,94 |

| Large Cap | Förväntad Avkastning | Normal Avkastning | AR | CAR |
|------------------|-----------------------------|--------------------------|-----------|------------|
| Dag | Scania | Autoliv | | |
| -60 | 0,31 | -3,26 | 3,58 | 3,58 |
| -20 | -4,58 | 0,50 | -5,08 | -5,28 |
| 0 | 2,12 | -3,45 | 5,57 | -16,75 |
| 160 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 12,61 |

| Large Cap | Förväntad Avkastning | Normal Avkastning | AR | CAR |
|------------------|-----------------------------|--------------------------|-----------|------------|
| Dag | Alfa Laval | MTG | | |
| -60 | -0,15 | 4,93 | -5,08 | -5,08 |
| -20 | 3,11 | 0,00 | 3,11 | -8,64 |
| 0 | 6,40 | 3,01 | 3,39 | -6,84 |
| 160 | -0,81 | 0,00 | -0,81 | 30,18 |

| Large Cap | Förväntad Avkastning | Normal Avkastning | AR | CAR |
|------------------|-----------------------------|--------------------------|-----------|------------|
| Dag | Castellum | MTG | | |
| -60 | 0,00 | -1,84 | 1,84 | 1,84 |
| -20 | -1,21 | -0,57 | -0,64 | 11,99 |
| 0 | -1,73 | -0,13 | -1,60 | -11,92 |
| 160 | -0,80 | 0,00 | -0,80 | -2,30 |

| Large Cap | Förväntad Avkastning | Normal Avkastning | AR | CAR |
|------------------|-----------------------------|--------------------------|-----------|------------|
| Dag | Ratos | Lundbergföretagen | | |
| -60 | -0,28 | 0,63 | -0,91 | -0,91 |
| -20 | 1,61 | 0,81 | 0,79 | 1,41 |
| 0 | 3,27 | -3,35 | 6,62 | 7,98 |
| 160 | 1,49 | -0,72 | 2,21 | -20,14 |

| Large Cap | Förväntad Avkastning | Normal Avkastning | AR | CAR |
|------------------|-----------------------------|--------------------------|-----------|------------|
| Dag | Hexagon | Handelsbanken | | |
| -60 | 2,50 | -0,24 | 2,74 | 2,74 |
| -20 | 0,30 | -0,50 | 0,80 | 26,10 |
| 0 | 6,48 | 0,25 | 6,23 | 44,20 |

| | | | | |
|-----|------|------|------|-------|
| 160 | 8,90 | 3,65 | 5,25 | 39,83 |
|-----|------|------|------|-------|

| Large Cap Dag | Förväntad Avkastning Atlas Copco | Normal Avkastning Astra Zeneca | AR | CAR |
|------------------|-------------------------------------|-----------------------------------|-------|-------|
| -60 | -2,23 | -0,41 | -1,81 | -1,81 |
| -20 | -0,06 | 0,96 | -1,02 | 6,56 |
| 0 | 0,90 | 1,09 | -0,19 | 4,39 |
| 160 | 1,04 | -0,09 | 1,13 | -3,03 |

| Large Cap Dag | Förväntad Avkastning Wallenstam | Normal Avkastning Assa Abloy | AR | CAR |
|------------------|------------------------------------|---------------------------------|-------|-------|
| -60 | 1,17 | 0,62 | 0,55 | 0,55 |
| -20 | 0,00 | 2,19 | -2,19 | 11,76 |
| 0 | -0,37 | 0,52 | -0,89 | 18,86 |
| 160 | 1,15 | 2,48 | -1,33 | 7,62 |

| Large Cap Dag | Förväntad Avkastning SKF | Normal Avkastning Getinge | AR | CAR |
|------------------|-----------------------------|------------------------------|-------|-------|
| -60 | -0,23 | -0,86 | 0,63 | 0,63 |
| -20 | -3,94 | -0,33 | -3,61 | 2,60 |
| 0 | 0,89 | 0,63 | 0,25 | -2,89 |
| 160 | 3,14 | -1,02 | 4,15 | 5,76 |

| Large Cap Dag | Förväntad Avkastning Peab | Normal Avkastning AarhusKarlshamn | AR | CAR |
|------------------|------------------------------|--------------------------------------|-------|--------|
| -60 | -0,94 | -0,88 | -0,06 | -0,06 |
| -20 | -1,93 | -1,49 | -0,44 | 9,45 |
| 0 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 12,67 |
| 160 | 2,42 | 1,11 | 1,30 | -36,54 |

| Large Cap Dag | Förväntad Avkastning Industrivärden | Normal Avkastning Axfood | AR | CAR |
|------------------|----------------------------------------|-----------------------------|-------|-------|
| -60 | 3,31 | -1,59 | 4,90 | 4,90 |
| -20 | -7,48 | -2,83 | -4,64 | 5,47 |
| 0 | 1,04 | 0,37 | 0,67 | 7,07 |
| 160 | -0,21 | 1,64 | -1,85 | 10,23 |

| Large Cap Dag | Förväntad Avkastning SCA | Normal Avkastning AarhusKarlshamn | AR | CAR |
|------------------|-----------------------------|--------------------------------------|-------|-------|
| -60 | -1,53 | 0,96 | -2,48 | -2,48 |
| -20 | -0,26 | -2,72 | 2,46 | 11,98 |
| 0 | 1,38 | 0,00 | 1,38 | 15,56 |
| 160 | 2,23 | -1,15 | 3,37 | 33,37 |

| Large Cap Dag | Förväntad Avkastning Volvo | Normal Avkastning Millicom | AR | CAR |
|------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------|------|
| -60 | 1,60 | -0,41 | 2,00 | 2,00 |
| -20 | -1,54 | -1,13 | -0,41 | 5,53 |

| | | | | |
|-----|------|-------|------|--------|
| 0 | 3,00 | 1,22 | 1,78 | 11,02 |
| 160 | 0,43 | -3,61 | 4,03 | -28,56 |

| Mid Cap Dag | Faktisk Avkastning Inv. Öresund | Normal Avkastning Clas Ohlson | AR | CAR |
|----------------|------------------------------------|----------------------------------|-------|-------|
| -60 | 0,23 | 0,70 | -0,47 | -0,47 |
| -20 | 2,66 | 1,38 | 1,28 | 11,70 |
| 0 | 4,73 | -1,02 | 5,75 | 19,32 |
| 160 | -0,65 | -2,77 | 2,12 | 29,67 |

| Mid Cap Dag | Faktisk Avkastning Heba | Normal Avkastning B&B TOOLS | AR | CAR |
|----------------|----------------------------|--------------------------------|-------|-------|
| -60 | 0,00 | 1,45 | -1,45 | -1,45 |
| -20 | 0,00 | 2,21 | -2,21 | -0,95 |
| 0 | 0,15 | -1,13 | 1,28 | 2,76 |
| 160 | -7,81 | 0,93 | -8,75 | 94,34 |

| Mid Cap Dag | Faktisk Avkastning Nobia | Normal Avkastning SAS | AR | CAR |
|----------------|-----------------------------|--------------------------|-------|--------|
| -60 | -0,97 | 2,94 | -3,91 | -3,91 |
| -20 | -0,53 | -3,81 | 3,27 | 7,96 |
| 0 | 1,56 | 0,96 | 0,60 | 3,44 |
| 160 | 5,83 | 1,74 | 4,08 | -31,51 |

| Mid Cap Dag | Faktisk Avkastning Mekonomen | Normal Avkastning SAS | AR | CAR |
|----------------|---------------------------------|--------------------------|-------|--------|
| -60 | -0,27 | 5,00 | -5,27 | -5,27 |
| -20 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | -13,00 |
| 0 | 3,61 | -0,38 | 3,99 | 4,43 |
| 160 | -0,51 | 0,45 | -0,97 | -43,52 |

| Mid Cap Dag | Faktisk Avkastning G&L Beijer | Normal Avkastning Mekonomen | AR | CAR |
|----------------|----------------------------------|--------------------------------|-------|--------|
| -60 | -2,28 | -2,64 | 0,36 | 0,36 |
| -20 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 1,05 |
| 0 | 2,68 | 1,21 | 1,46 | -5,06 |
| 160 | 0,22 | 0,69 | -0,47 | -11,18 |

| Mid Cap Dag | Faktisk Avkastning Bilia | Normal Avkastning Clas Ohlson | AR | CAR |
|----------------|-----------------------------|----------------------------------|------|-------|
| -60 | 0,00 | -0,53 | 0,53 | 0,53 |
| -20 | 0,75 | 0,00 | 0,75 | 1,52 |
| 0 | 1,40 | 0,94 | 0,46 | 2,00 |
| 160 | 1,48 | -0,80 | 2,28 | 10,79 |

| Mid Cap | Faktisk Avkastning | Normal Avkastning | AR | CAR |
|---------|--------------------|-------------------|------|-------|
| Dag | Gunnebo | Medivir | | |
| -60 | 1,65 | -1,13 | 2,78 | 2,78 |
| -20 | 0,78 | -0,82 | 1,60 | 15,24 |
| 0 | 0,82 | 0,00 | 0,82 | 25,88 |
| 160 | 0,00 | -1,79 | 1,79 | -8,16 |

| Mid Cap | Faktisk Avkastning | Normal Avkastning | AR | CAR |
|---------|--------------------|------------------------|-------|-------|
| Dag | New Wave Group | Industrial & Financial | | |
| -60 | 0,52 | 0,00 | 0,52 | 0,52 |
| -20 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 38,90 |
| 0 | 1,33 | 0,00 | 1,33 | 39,84 |
| 160 | -0,75 | 0,00 | -0,75 | 66,32 |

| Mid Cap | Faktisk Avkastning | Normal Avkastning | AR | CAR |
|---------|--------------------|-------------------|-------|-------|
| Dag | SkiStar | Bilia | | |
| -60 | -0,61 | 1,09 | -1,70 | -1,70 |
| -20 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 8,70 |
| 0 | -1,08 | 1,69 | -2,77 | 13,01 |
| 160 | -1,44 | 0,00 | -1,44 | 34,77 |

| Mid Cap | Faktisk Avkastning | Normal Avkastning | AR | CAR |
|---------|--------------------|-------------------|------|-------|
| Dag | Beijer Alma | Fagerhult | | |
| -60 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| -20 | 1,05 | -1,14 | 2,19 | -0,35 |
| 0 | 3,44 | -1,42 | 4,85 | -0,78 |
| 160 | 1,52 | -0,35 | 1,87 | 40,80 |

| Mid Cap | Faktisk Avkastning | Normal Avkastning | AR | CAR |
|---------|-----------------------|-------------------|-------|-------|
| Dag | Wihlborgs Fastigheter | Catena | | |
| -60 | 1,67 | -0,29 | 1,96 | 1,96 |
| -20 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 2,93 |
| 0 | -0,77 | -1,47 | 0,69 | 17,86 |
| 160 | 2,47 | 5,65 | -3,18 | 79,09 |

| Small Cap | Förväntad Avkastning | Normal Avkastning | AR | CAR |
|-----------|----------------------|-------------------|-------|-------|
| Dag | Havsfrun | Cision | | |
| -60 | -5,14 | -0,97 | -4,17 | -4,17 |
| -20 | -2,94 | -0,74 | -2,20 | 2,86 |
| 0 | 0,00 | 0,69 | -0,69 | -3,32 |
| 160 | -1,63 | 0,68 | -2,31 | -0,07 |

| Small Cap | Förväntad Avkastning | Normal Avkastning | AR | CAR |
|-----------|----------------------|-------------------|-------|--------|
| Dag | RaySearch | Elanders | | |
| -60 | 0,54 | 0,00 | 0,54 | 0,54 |
| -20 | 0,44 | 2,03 | -1,59 | -14,21 |
| 0 | 1,03 | 0,60 | 0,44 | -32,10 |
| 160 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 37,51 |

| Small Cap | Förväntad Avkastning | Normal Avkastning | AR | CAR |
|------------------|-----------------------------|--------------------------|-----------|------------|
| Dag | RnB | Cision | | |
| -60 | 2,42 | 0,34 | 2,08 | 2,08 |
| -20 | -0,75 | 0,81 | -1,56 | -7,30 |
| 0 | -1,80 | 0,53 | -2,33 | -0,05 |
| 160 | -0,45 | 0,87 | -1,32 | 12,60 |

| Small Cap | Förväntad Avkastning | Normal Avkastning | AR | CAR |
|------------------|-----------------------------|--------------------------|-----------|------------|
| Dag | BTS | Image Systems | | |
| -60 | 2,59 | 0,83 | 1,76 | 1,76 |
| -20 | -1,17 | -0,99 | -0,17 | 27,04 |
| 0 | 2,68 | 2,01 | 0,67 | 34,97 |
| 160 | 0,44 | -1,66 | 2,10 | 101,73 |

| Small Cap | Förväntad Avkastning | Normal Avkastning | AR | CAR |
|------------------|-----------------------------|--------------------------|-----------|------------|
| Dag | Traction | Studsvik | | |
| -60 | 1,17 | 2,71 | -1,55 | -1,55 |
| -20 | 0,27 | 0,63 | -0,36 | -6,08 |
| 0 | -0,51 | 3,65 | -4,16 | 13,28 |
| 160 | 0,00 | 1,26 | -1,26 | -7,05 |

| Small Cap | Förväntad Avkastning | Normal Avkastning | AR | CAR |
|------------------|-----------------------------|--------------------------|-----------|------------|
| Dag | Uniflex | Proact | | |
| -60 | 0,00 | 1,04 | -1,04 | -1,04 |
| -20 | 1,63 | 0,73 | 0,90 | 4,61 |
| 0 | -1,00 | 0,00 | -1,00 | 3,55 |
| 160 | 0,32 | 0,32 | -0,01 | -47,97 |

| Small Cap | Förväntad Avkastning | Normal Avkastning | AR | CAR |
|------------------|-----------------------------|--------------------------|-----------|------------|
| Dag | Malmbergs | Trade Doubler | | |
| -60 | 3,33 | -3,30 | 6,63 | 6,63 |
| -20 | 0,00 | 1,74 | -1,74 | 3,20 |
| 0 | 1,40 | -1,36 | 2,77 | 3,16 |
| 160 | -0,42 | -1,39 | 0,97 | 15,18 |