



LUNDS UNIVERSITET  
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska Institutionen  
FEKN90, Företagsekonomi  
*Examensarbete på Civilekonomprogrammet*  
VT 2014

# Aktieåterköp – Till vems nytta?

**Författare:**

Matilda Björnek

Sara Oldaeus

**Handledare:**

Håkan Jankensgård

## SAMMANFATTNING

<b>Examensarbetets titel</b>	Aktieåterköp – Till vems nytta?
<b>Seminariedatum</b>	2014-05-22
<b>Ämne/Kurs</b>	FEKN90, Examensarbete i finansiering på Civilekonomprogrammet, 30 ECTS
<b>Författare</b>	Matilda Björnek Sara Oldaeus
<b>Handledare</b>	Håkan Jankensgård
<b>Nyckelord</b>	Aktieåterköp, Aktieoptioner, Kompensationsprogram, Kassaflöden, Egenintresse
<b>Syfte</b>	Att undersöka och förklara om optionsprogram ämnade åt företagsledningar har någon inverkan på ett företags beslut om återköp av egna aktier i en homogen, branschspecifik urvalsgrupp.
<b>Metod</b>	Deduktiv ansats, kvantitativ metod
<b>Teoretiska perspektiv</b>	Agent-teorin, signaleringsteorin, den fria kassaflödesteorin, option-funding hypotesen, substitutionshypotesen, flexibilitetshypotesen
<b>Resultat</b>	I studien återfinns ett positivt, signifikant samband mellan aktieåterköp och aktieoptioner ämnade åt ledningen. Emellertid kan det ej påvisas att ett återköps genomförs i syfte att finansiera inlösen av utestående optioner. Vidare kan studien styrka att aktieåterköp snarare agerar som komplement till traditionell aktieutdelning än som substitut. De konstaterade sambanden skulle därmed kunna vara en indikation på egenintresse från ledningens sida.

## ABSTRACT

<b>Title</b>	Share buyback – Who benefits?
<b>Date of Seminar</b>	2014-05-22
<b>Course</b>	FEKN90, Thesis, Master of Science in Business Economics, Corporate Finance, 30 ECTS
<b>Authors</b>	Matilda Björnek Sara Oldaeus
<b>Supervisor</b>	Håkan Jankensgård
<b>Key Words</b>	Repurchases, Stock options, Compensation programs, Cash flows, Vested interest
<b>Purpose</b>	To analyze and describe if executive stock option programs have any effect on a company's decision on share buyback in a homogenous sample.
<b>Methodology</b>	Deductive, quantitative methodology
<b>Theory</b>	Agency theory, The Signalling hypothesis, Jensen's free cash flow, The Option-Funding hypothesis, The Substitution hypothesis, The Flexibility hypothesis
<b>Conclusion</b>	The study shows a significant correlation between share buybacks and executive stock options. However, it cannot be proved that a buyback is not done to finance the exercise of options, in order to prevent dilution. Further the study can strength that buybacks are used rather as a complement than a substitute to regular dividends. The established relationship could indicate that directors act in their own best interests rather than in the company's.

## FÖRORD

Vi vill rikta ett tack till vår handledare Håkan Jankensgård som med inspiration samt värdefulla kommentarer har väglett oss under examensarbetets gång.

*Matilda Björnek & Sara Oldaeus*

*Lund, Maj 2014*

# INNEHÅLLSFÖRTECKNING

<b>1. INLEDNING</b>	<b>1</b>
1.1 <i>Introduktion</i>	1
1.2 <i>Problemdiskussion</i>	2
1.3 <i>Syfte</i>	4
1.4 <i>Studiens bidrag</i>	4
1.5 <i>Avgränsningar</i>	4
1.7 <i>Examensarbetets disposition</i>	5
<b>2. TEORETISK REFERENSRAM</b>	<b>6</b>
2.1 <i>Inledning företagsekonomiska teorier</i>	6
2.2 <i>Teoretisk bakgrund</i>	6
2.2.1 <i>Agentt teorin</i>	7
2.2.2 <i>Signaleringsteorin</i>	7
2.2.3 <i>Den fria kassaflödesteorin</i>	8
2.2.4 <i>Option-funding hypotesen</i>	9
2.2.5 <i>Substitutionshypotesen</i>	9
2.2.6 <i>Flexibilitetshypotesen</i>	10
2.3 <i>Tidigare empirisk forskning</i>	10
2.3.1 <i>Tidigare empirisk forskning på ledningens incitament till återköp</i>	10
2.3.2 <i>Tidigare empirisk forskning på optionsprogrammets inverkan vid beslut om aktieåterköp</i>	12
2.3.3 <i>Tidigare empirisk forskning på kassaflödets inverkan vid beslut om aktieåterköp</i>	14
2.4 <i>Andra incitament till återköp</i>	15
2.5 <i>Uppsummering av teori och empiri</i>	16
<b>3. HYPOTESER</b>	<b>17</b>
3.1 <i>Introduktion</i>	17
3.2 <i>Hypotes 1 – Återköp och optionsprogram</i>	17
3.3 <i>Hypotes 2 – Utspädning av optionsprogram</i>	18
3.4 <i>Hypotes 3 – Valet mellan återköp och utdelning</i>	18
3.4 <i>Sammanfattning av teoretisk grund</i>	19
<b>4. METOD</b>	<b>20</b>
4.1 <i>Angreppssätt</i>	20
4.2 <i>Datainsamling</i>	21
4.3 <i>Urval</i>	21
4.3.1 <i>Val av tidsperiod</i>	22

4.3.2 Bortfallsanalys	22
4.4 <i>Val av variabler</i>	23
4.4.1 Beroende variabler	23
4.4.2 Förklaringsvariabler	24
4.5 <i>Regressionsanalys</i>	27
4.5.1 Paneldata	27
4.6 <i>OLS</i>	28
4.6.1 Autokorrelation	28
4.6.2 Normalfördelning	28
4.6.3 Heteroskedasticitet	29
4.6.4 Multikolinjäritet	29
4.7 <i>Probit-modellen</i>	29
4.8 <i>Tobit-modellen</i>	30
4.9 <i>Robusthet</i>	30
4.10 <i>Modeller för hypotesprövning</i>	30
4.11 <i>Signifikans</i>	34
4.12 <i>Metodproblem</i>	34
4.12.1 Bristande information	34
4.12.2 Validitet	35
4.12.3 Reliabilitet	35
<b>5. RESULTAT &amp; ANALYS</b>	<b>36</b>
5.1 <i>Sammanställning av resultat</i>	36
5.2 <i>Diagnostik</i>	36
5.3 <i>Resultat Hypotes 1</i>	38
5.3.1 <i>Analys Hypotes 1</i>	39
5.4 <i>Resultat Hypotes 2</i>	42
5.4.1 <i>Analys Hypotes 2</i>	45
5.5 <i>Resultat Hypotes 3</i>	46
5.5.1 <i>Analys Hypotes 3</i>	48
<b>6. SLUTSATS</b>	<b>50</b>
6.1 <i>Sammanfattning och diskussion</i>	50
6.2 <i>Förslag till vidare forskning</i>	51
<b>7. REFERENSLISTA</b>	<b>53</b>
<b>APPENDIX A</b>	<b>57</b>
<b>APPENDIX B</b>	<b>60</b>

# 1. INLEDNING

---

*I följande kapitel introduceras vårt ämnesval. Därefter presenteras uppsatsens problemdiskussion tillsammans med studiens syfte. Kapitlet avslutas med studiens bidrag, avgränsningar, målgrupp samt en disposition över uppsatsens resterande kapitel.*

---

## 1.1 Introduktion

*”Aktieåterköp är något man bara ska tillämpa i undantagsfall när man som styrelse saknar investeringsmöjligheter och inte ser att man kan skapa värden på lång sikt för sina aktieägare genom att göra nya investeringar. Då kan återköp vara ett alternativ. Men alltför ofta använder styrelsen det här rätt slapphänt för att skapa kortsiktiga värden i och med att aktiekursen ofta går upp när bolag presenterar ett aktieåterköp.”*

- Günther Mårder, VD Aktiespararna, 2010<sup>1</sup>

Ett aktieåterköp innebär att ett företag använder sitt överskott av kapital till att köpa tillbaka delar av sina utestående aktier (Brealey, Myers & Allen, 2011). När ett aktieåterköp genomförs stiger vinst per aktie, vilket historiskt sett har påverkat aktiekursen positivt. Detta resulterar i att aktieägarna premieras genom en ökning i sitt eget aktiekapital (Bens, Nagar, Skinner & Wong, 2003). De senaste decennierna har aktieåterköp blivit ett populärt alternativ till traditionell aktieutdelning. Andelen bolag som idag väljer traditionell aktieutdelning framför återköp har sjunkit stadigt sedan 1980-talet (Dittmar, 2008). Det grundar sig i att företag generellt sett är aktsamma med att höja utdelningsnivån eftersom de förväntas bibehålla det nya utdelningsläget även i framtiden (Brealey, Myers & Allen, 2011). Aktieåterköp kan därför vara ett lämpligt komplement för att möjliggöra utdelning samtidigt som företaget undviker att förbinda sig till en permanent höjning. Detta underlättar bevarande av den finansiella flexibiliteten under perioder av större kassaflöden (Brav, Graham, Harvey & Michaely, 2005; Berk & DeMarzo, 2007).

---

<sup>1</sup> Citat hämtat ur artikeln ”Aktieåterköp kritiserar”, *Aktiespararna*, 2010

Samtidigt som aktieåterköp har blivit allt vanligare på aktiemarknaden, har även aktieoptioner ämnade för ledningen blivit en alltmer nyttjad form av kompensation till företagsledningar (Tian, 2004). Optionerna gör ledningen berättigad till att förvärva företagets aktier till ett förbestämt pris på ett utsatt datum (DeFusco, Johnson & Zorn, 1990). Om ledningen agerar på så vis att ett företags värde stiger kommer aktiepriset öka och vidare kan aktieoptionerna lösas in med en positiv avkastning (Brealey, Myers & Allen, 2011). Att denna form av kompensation blir allt mer populär, uppmuntras då det ökar ledningens riskbenägenhet (DeFusco, Johnson & Zorn, 1990) och därmed ligger ledningens och aktieägarnas strävan och således motverkar intressekonflikter och agentkostnader (Tian, 2004).

För att ett aktieåterköp ska vara möjligt krävs tillgängliga medel för detta. Ett exempel på en bransch där många återköp har skett är den amerikanska oljebranschen. Här uppvisades höga kassaflöden till följd av kraftigt stigande oljepriser under andra halvan av 2000-talet. Inkomsterna var i många fall så höga att de översteg investeringsmöjligheterna vilket resulterade i att aktieåterköpen i branschen ökade under de aktuella åren (Andrén & Jankensgård, 2014).

De senaste decennierna har många företag genomgått förändringar gällande både utbetalningspolicy till aktieägare samt kompensationsprogram ämnade åt företagsledningar. Som ett resultat av detta har forskningen ökat inom ovanstående områden och sambandssökandet till företagsledningarna är ett hett omdebatterat ämne.

## **1.2 Problemdiskussion**

Användandet av både aktieoptionsprogram och återköp ökade markant från och med tidigt 1990-tal och har utvecklats till ett omtvistat ämne bland företag och aktieägare (Jagannathan, Stephens & Weisbach, 2000). Trots att bakgrunden till kompensationsprogrammen är att öka ledningens risktagande och genom detta ägarnas avkastning, är det inte säkerhetsställt om optionernas tänkta funktion verkligen fylls och således skapar rätt incitament till vinstdrivande verksamhet. En del i debatten är att samtidigt som aktieoptionerna ökade markant förändrades företagens sätt att distribuera ut vinstmedel till aktieägare. Företag övergav i större utsträckning traditionell, kontant utdelning medan utdelning genom aktieåterköp istället



blev vanligare. Detta har lett till att flertalet forskare har intresserat sig för att undersöka den ena företeelsens ökning som en bidragande orsak till den andra. I denna studie ställer vi oss frågan vad detta tidigare påvisade samband kan tänkas bero på. Genomförs återköp med hänseende till företagets bästa?

Frågan har tidigare behandlats i diverse studier, däremot råder det delade meningar om vad sambandet faktiskt beror på. Då ledningen tilldelas bonusprogram i form av aktieoptioner kopplas deras privata vinstmöjligheter samman med aktiens värde. Som ett resultat kan detta leda till att ägarna sätter sin privata förmögenhet framför företagets långsiktiga välmående. Vidare kan aktieoptioner ge grund till återköp då man vill förhindra den utspädning av aktiekapitalet som inlösen av optioner leder till (Kahle, 2002). Ytterligare en påverkande faktor finner Dittmar (2008) i höga kassaflöden. Flexibiliteten att återköpa aktier som ett substitut till traditionell aktieutdelning är speciellt attraktiv då man är osäker på framtida prestationer och inte är benägen att förbinda sig till en ökad utdelningsnivå. Likväl har sannolikheten för att ett företag väljer återköp framför traditionell aktieutdelning mycket riktigt visat sig öka om traditionell utdelning har en negativ inverkan på ledningens personliga förmögenhet (Kahle, 2002). Detta leder till misstankar om att ledningar, trots att aktieoptioner är till för att motverka detta, agerar till förmån för sin personliga vinning.

I linje med den fria kassaflödesteorin är återköp även ett sätt att minska kontanta medel och därigenom lindra vanligt förekommande intressekonflikter som uppstår mellan aktieägare och företagsledning. Att stora kassaflöden ligger bakom en del återköp stöds av flertalet författare, vilket väcker intresse att undersöka nämnda företeelser i en urvalsgrupp som präglas av en hög vinstmarginal. Då oljepriserna steg kraftigt i USA under år 2004 och 2005 för att nå kulmen år 2008, resulterade detta i höga kassaflöden under denna period (Tverberg, 2013). Merparten av företagen uppvisade ett stort överskott av kapital och flera av dessa valde att genomföra återköp under denna tidsperiod. Anledningarna till återköp bör därför ställas i relation till både kassaflöden och ledningens optionsinnehav på denna homogena urvalsgrupp.

Med avstamp i tidigare empiri finns förhoppningar om att hitta tydligare svar på frågan om vem som egentligen gynnas mest av ett aktieåterköp. Detta är väsentligt för att företagen skall drivas till i linje med ägarnas intresse. Då föregående studier undersöker urvalsgrupper som sträcker sig över mängder av branscher ämnar uppsatsen istället undersöka om det kan dras starkare empiriska slutsatser i en mer homogen urvalsgrupp. Återköps aktier i första hand för

att generera avkastning till ägarna, eller finns det tecken på att detta istället görs i egenintresse av ledningen?

### **1.3 Syfte**

Studiens syfte är undersöka sambandet mellan aktieåterköp och aktieoptionsprogram ämnade för ledningen. Genom att i en homogen urvalsgrupp jämföra vilka företag som genomför aktieåterköp vid närvaron av aktieoptioner har vi för avsikt att finna mer signifikanta resultat huruvida återköp genomförs till företagets eller ledningens personliga nytta.

### **1.4 Studiens bidrag**

I denna studie ämnar vi bidra till forskningen genom att försöka finna ett samband mellan aktieåterköp och aktieoptioner utställda till ledningen i en branschspecifik urvalsgrupp. Således elimineras andra makroekonomiska faktorer som kan påverka resultaten i branschöverskridande studier, vilket skulle kunna impliceras av att olika branscher befinner sig i olika konjunkturlägen. Med studien ämnar vi därför uppnå mer signifikanta resultat och tydliggöra sambandet mellan återköp och aktieoptioner. Att utveckla empirin inom det aktuella ämnet är av stor vikt då det i ett vinstdrivande syfte är angeläget att ett företags bonusprogram är optimalt anpassade för att ge rätt incitament till ledningen.

### **1.5 Avgränsningar**

Uppsatsen begränsas till noterade amerikanska oljeföretag som är skyldiga att upprätta en årsredovisning i USA. Tidsperioden omfattar återköp gjorda mellan åren 2004 – 2008 då denna femårsperiod anses fånga upp de höga kassaflöden som industrin uppvisade under detta tidsspann. Därmed täcker studien oljeprisernas uppgång samt dess kulmen år 2008. År 2004 var det år då oljepriserna började stiga kraftigt vilket motiverar startdatumet för studien. Att inkludera tidigare år är därför inte av relevans då dessa kassaflöden inte uppvisar samma positiva siffror. Att studien avslutas sista december 2008 motiveras av den utbredda finanskris som drabbade stora delar av världen, vilket resulterade i lägre kassaflöden för branschen. Eftersom företagen i studien uppvisade känningar av finanskrisen vid olika tidpunkter innefattar studien hela år 2008. Studien väljer vidare att begränsa sig till företag som har redovisade tillgångar som i genomsnitt överstiger en miljon US dollar.

Då intentionen med studien är att undersöka om det finns ett samband mellan återköp och aktieoptioner utfärdade till ledningen, väljer studien helt att bortse ifrån de aktiepris som har noterats under tidsperioden. Med hänsyn till detta väljer studien att bortse från de förväntade aktieprisfluktuationer som dels uppstår vid offentliggörandet om ett återköp samt vid själva genomförandet av ett återköp. Vidare väljer studien att begränsa återköp till enbart de företag som genomför återköpet. Det innebär att studien inte tar hänsyn till de företag som enbart annonserar om ett aktieåterköp men ej genomför det.

## **1.6 Målgruppsdefinition**

Då denna studie är ett examensarbete inom finansiering på magisternivå, avses vår målgrupp i första hand utgöras av forskare inom finansiering och andra relaterade ämnen. Vidare kan uppsatsen även vara av intresse för ekonomistudenter och övriga individer med kunskaper inom företagsstyrning och finansiering i allmänhet, inklusive yrkesverksamma inom relevanta ämnesområden.

## **1.7 Examensarbetets disposition**

I kapitel två avser uppsatsen redogöra för grundläggande teorier, forskning samt empiriska studier som ligger inom ramen för uppsatsens ämne. Kapitel tre väljer att behandla de hypoteser som uppsatsen ämnar testa för. Kapitlet därefter, kapitel fyra, utgörs av metodavsnittet som kommer att behandla och motivera valet av de metoder vi väljer att genomföra undersökningen med. Kapitel fem ämnar beskriva och analysera de resultat uppsatsen uppvisar efter att undersökningen har genomförts. Avslutande kapitel, kapitel sex, avser redogöra för slutsatsen av studien och dess innehåll. Därefter följer en referenslista samt ett appendix.

## 2. TEORETISK REFERENSRAM

---

*I detta kapitel beskrivs de företagsekonomiska teorier som ligger till grund för vår problemformulering. Därefter följer en presentation av tidigare empirisk forskning inom relevanta ämnesområden. Slutligen erhålls en kort uppsummering av teori och empiri.*

---

### **2.1 Inledning företagsekonomiska teorier**

Det finns teoretiska samt empiriska utgångspunkter som ligger till grund för hur aktieåterköp påverkas av utestående optionsprogram. Dels återfinns de större teorier som kan kopplas samman med många olika infallsvinklar inom finansieringslitteraturen. Därutöver finns det även många mindre teorier som har utvecklats genom forskning gjord på återköp, optionsprogram samt kassaflöden. Första delen av kapitlet ligger till grund för att sedan underlätta för förståelsen av tidigare empirisk forskning.

### **2.2 Teoretisk bakgrund**

Sambandet mellan aktieåterköp och optionsprogram tar avstamp ur grundläggande ekonomiska teorier. Dessa teorier beskriver i första hand bakomliggande orsaker till varför vissa typer av ekonomiska konflikter sker. Teorierna grundar sig i psykologiska orsaker till varför människan väljer att agera på ett visst sätt beroende på situation. Eftersom utgångspunkten i uppsatsen är problematiken kring att förena företagsledningen och aktieägarnas intresse, tas därför utgångsläget i agentteorin. I samband med agentteorin uppstår det en informationsasymmetri mellan aktieägarna och företagsledningen, vilken signaleringsteorin behandlar. Därefter kommer den fria kassaflödesteorin att beskriva hur hanteringen av kontanta medel ger upphov till olika incitament vilket kan resultera i schismer mellan olika intressegrupper. Slutligen kommer diverse mindre teorier som behandlar aktieåterköp och optionsprogram att behandlas i avsnittet.

### **2.2.1 Agentteorin**

Agentteorin syftar till att beskriva den ibland komplicerade relationen mellan aktieägare (principal) och företagsledning (agenter). Då aktieägarna generellt sett har ett passivt ägarskap, tillsätter de en styrelse som för deras talan vad gäller beslutsfattande kring företagets operationella och finansiella verksamhet. Agentens uppgift är driva företaget så att det skapar vinst för ägarna, vilket innebär att denne ska agera till förmån för principalen (Ogden, Jen & O'Connor, 2003). Dessvärre tenderar människor att handla utifrån egna intressen vilket även kan kopplas samman med ledande personer i företagsvärlden (Ibid). Allt eftersom ägarna släpper kontrollen resulterar detta i att ledningen stundom sätter sina egna intressen framför företagets och ägarnas (Grullon & Ikenberry, 2000), vilket i sin tur leder till en konflikt då även ägarna försöker nyttomaximera utifrån sin egen fördel (Jensen & Meckling, 1976; Holmström, 1979; Fama & Jensen, 1983). Det är tyvärr inte ovanligt att företagets ledning styr företaget i en riktning som gynnar de själva och frångår sin grundläggande roll; att agera i ägarnas bästa intresse (Ogden, Jen & O'Connor, 2003).

För att undvika ovanstående scenario finns det olika sätt att angripa problematiken. Vanligtvis inrättas olika funktioner för att principalernas intressen i så hög grad som möjligt skall delas av agenten. Det mest frekvent använda sättet är att upprätta olika former av kompensationsbaserade kontrakt för att lindra principal-agent problematiken (Jensen & Meckling, 1976; Qin, 2012). Detta kan exempelvis innebära att ledningen tilldelas aktier eller optioner för privat innehav i företaget. Dessa optionsbaserade kompensationsprogram allierar parternas intresse vilket leder till att ledningens fokus riktas mot aktiekursen (Jensen & Meckling, 1976).

### **2.2.2 Signalerings teorin**

Vid separerandet av ägande och styrning som diskuterats i tidigare stycke, uppstår vad som inom ekonomisk teori kallas informationsasymmetri. Denna asymmetri uppstår mellan företagets ledning och aktieägarna ute på marknaden då ledningen har större tillgång till företagsväsentlig information som ligger till grund för beslutsfattande. Denna värdefulla information möjliggör en mer korrekt analys av aktiernas verkliga värde (Ogden, Jen & O'Connor, 2003) vilket ledningen kan dra fördel av och på så vis agera i eget, gynnsamt intresse (Fitzroy, Acs & Gerlowski, 1998). Allt eftersom ledningen fattar operativa och finansiella beslut sänder det signaler till utomstående parter vilket resulterar i ett

informationsflöde som når marknaden. På så vis transfereras information till aktieägare vilket ger upphov till signaleffekten (Vermaelen, 1981).

Signaleringsteorin kopplas samman med aktieåterköp i den bemärkelsen att ett faktiskt återköp sänder signaler till marknaden. Enligt teorin är dessa signaler kraftfulla och kan uppfattas som både positiva och negativa (Vermaelen, 1981). Oavsett bakgrund så uppfattar marknaden ett återköp som ett resultat av underliggande information (Bradely & Wakeman, 1982). Ett aktieåterköp kan exempelvis signalera positiv insider-information till marknaden så som att ledningen anser att aktien är undervärderad (Vermaelen, 1981; Bradely & Wakeman, 1982; Lakonishok & Vermaelen, 1990; Bartov, 1991; Stephens & Weisbach, 1998; Dittmar, 2000). Ledningen kan även välja att köpa tillbaka aktierna till ett högre värde än marknadsvärdet för att signalera dess optimism om aktien. Detta kan även ses som ett försök till att förflytta värde från insider-informationen till nuvarande aktieägare och därmed korrigera den felaktiga prissättningen av aktien. Teorin implicerar även att företaget kan signalera att de saknar investeringsmöjligheter och därför finner det bättre att använda överskott av kapital till ett aktieåterköp. Med andra ord, enligt signaleringsteorin, kan återköp sända ut flertalet olika signaler till marknaden som kan resultera i ett förändrat aktievärde (Vermaelen, 1981).

### ***2.2.3 Den fria kassaflödesteorin***

Jensen (1986) definierar ett fritt kassaflöde som alla monetära medel utöver de som krävs för att finansiera projekt med positivt nuvärde. Teorin implicerar att konflikter mellan ledningen och aktieägarna eskalerar när företaget genererar betydande kassaflöden vid avsaknaden av värdefulla investeringar. Detta överflöde av kontanta medel leder till principal-agentproblem, som i sin tur ger upphov till agentkostnader (Jensen, 1986). Problematiken kring den fria kassaflödesteorin benämns som en av de mest väsentliga agentkonflikterna mellan ledning och aktieägare (Fenn & Liang, 2001). Enligt teorin tenderar företagsledningar exempelvis att investera i icke-värdeskapande projekt alternativt engagera sig i *empire-building*, vid avsaknaden av värdefulla investeringar. Detta eftersom det kan vara svårt att motivera ledningen till att enbart investera i projekt med positivt nettonuvärde när de har ett överflöd av kapital (Jensen, 1986). Företag med en stor andel fritt eget kapital använder då ofta kapitalet till negativa ändamål som markant minskar resultatet i den operativa verksamheten (Dittmar & Mahrt-

Smith, 2007). Ledningen kan dessutom välja att anta projekt som gynnar de privat, så som att bygga sitt eget privata varumärke, men ej främjar företaget (Ogden, Jen & O'Connor, 2003).

Enligt teorin om fria kassaflöden bör företag därmed undvika agentkostnader associerade med stora kassaflöden och därför distribuera överskott av fritt eget kapital tillbaka till aktieägarna (Jensen, 1986; Akhigbe & Whyte, 2012). Det finns flera metoder som används för att minska fritt eget kapital, som exempelvis *debt-for-equity swaps*, belånad re-kapitalisering, traditionell utdelning samt återköp (Jensen, 1986; Kahle, 2002). Genom dessa metoder kan ledningen, med hjälp av interna medel, minska fritt eget kapital och sannolikheten för icke-lönsamma investeringar (Grullon & Ikenberry, 2000; Ogden, Jen & O'Connor, 2003). Enligt teorin anses aktieåterköp vara ett effektivt verktyg för att reducera agentkostnader som uppstår i samband med stora andelar fritt eget kapital. Detta då återköp eliminerar ledningen från att använda pengarna på ett sätt som inte gynnar aktieägarna (Grullon & Ikenberry, 2000). Vidare anses återköp också vara en mer flexibel och effektiv metod eftersom det ej förbinder ledningen till att fortsätta hålla en viss utdelningspolicy (Kahle, 2002).

#### **2.2.4 Option-funding hypotesen**

*Option-funding* hypotesen antar att ett aktieåterköp äger rum för att finansiera inlösen av aktieoptionsprogram riktade mot de anställda. När en person i ledningen väljer att lösa in sina optioner måste företaget tillhandahålla aktier som är ämnade för optionsinnehavaren (Jolls, 1998). Beslut att genomföra återköp bör därför antingen relateras till nyligen inlösta aktieoptioner alternativt till aktieoptioner som är avsedda att lösas in inom den närmsta framtiden. Detta innebär att det enligt teorin bör finnas en positiv korrelation mellan återköpet och antalet aktieoptioner, eftersom det bidrar till en ekonomisk flexibilitet för ledningen då de kan justera antalet återköpta aktier i förhållande till antalet inlösta optioner (Kahle, 2002).

#### **2.2.5 Substitutionshypotesen**

Substitutionshypotesen implicerar att det finns en större sannolikhet för att återköp genomförs som substitut till utdelning, vid närvaron av aktieoptioner. Enligt substitutionshypotesen skapar optioner utställda till ledningen incitament till att undvika utdelning (Lambert, Lanen & Larcker, 1989; Kahle, 2002). Detta då utdelning minskar värdet på både inlösta och

kvarstående optioner utfärdade till ledningen. Framförallt, när ledningen innehar optioner i företaget är det av intresse att behålla aktiepriset på en fortsatt hög nivå, eftersom det leder till nyttomaximering i form av ett ökat värde på ledningens optioner (Dittmar, 2000). Om företaget dessutom inte har regelbundna kassaflöden ses det enligt teorin ej heller fördelaktigt att genomföra en utdelning eftersom det sänder signaler till investerarna om en permanent höjd utdelningsnivå (Lintner, 1956; Jagannathan, Stephens & Weisbach, 2000).

### ***2.2.6 Flexibilitetshypotesen***

Flexibilitetshypotesen implicerar att ett företag väljer att genomföra aktieåterköp när dess kassaflöde är volatilt och osäkert. Däremot om kassaflödet är stabilt och förutsägbart för en lång tidsperiod framöver återfinns det incitament för att införa alternativt öka utdelning (Ogden, Jen & O'Connor, 2003). Enligt teorin sker det flest återköp vid oroliga tider på aktiemarknaden och flest utdelningar när företag uppvisar långsiktiga, positiva resultat (Jagannathan, Stephens & Weisbach, 2000). Genom valet mellan utdelning och återköp kan företagets ledning sända signaler gällande spekulationer om företagets framtida kassaflöden. Om valet mellan utdelning och återköp inte motsvarar marknadens förväntningar, justerar marknaden förväntningarna gällande hur beständiga de framtida kassaflödena kommer att arta sig (Guay & Harford, 2000).

## **2.3 Tidigare empirisk forskning**

Detta avsnitt ämnar till att belysa de empiriska fynd som ligger till grund för uppsatsens studie. Det finns flertalet studier som har undersökt sambandet mellan aktieåterköp och optionsprogram utställda till ledningen. Med grund i ovanstående teorier presenteras nedan tidigare empirisk forskning som uppsatsen tar sin utgångspunkt ifrån.

### ***2.3.1 Tidigare empirisk forskning på ledningens incitament till återköp***

Optionsprogram används dels i syfte att alliera ledningens intresse med aktieägarna samt dels i kompensationssyfte (Core & Guay, 2001). Genom att erbjuda utställda optioner till ledningen skapas incitament till att alliera deras intresse med aktieägarnas vilket avhjälpjer agent-principal problematiken och leder till minskade agentkostnader. Empiriska fynd visar på att



förena ledningens och aktieägarnas intresse med hjälp av aktieoptioner lindrar komplexiteten kring hur det fria kassaflödet ska fördelas (Haugen & Senbet, 1981; Fenn & Liang, 2001; Akhigbe & Whyte, 2012).

Tidigare studier har även funnit ett positivt samband mellan risktagande och optionsprogram ämnade för ledningen (Haugen & Senbet, 1981; Agrawal & Mandelker, 1987; Brisley, 2006). Amihud & Lev (1981) finner belägg för att en ledning utan optioner blir mer riskavert och därmed mindre benägen till att investera i riskfyllda projekt. DeFusco, Johnson & Zorn (1990) samt Qin (2012) intygar även detta då de finner att risktagandet ökar i samband med närvaron av aktieoptioner. De hävdar vidare att risktagandet leder till ett mer volatilt aktiepris vilket i sin tur leder till ökade incitament för återköp. DeFusco, Johnson & Zorn (1990) finner en signifikant ökning i volatilitet gällande både aktiepris och aktieavkastning när bolag annonserar om förändringar i ledningens optionsprogram.

Fenn & Liang (2001) erhåller ett positivt samband mellan återköp och utdelning när ledningen innehar aktieoptioner. Emellertid finner andra studier att optioner utställda till ledningen ger starkare incitament till att genomföra återköp jämfört med att genomföra utdelning. Detta ligger till grund då effekten av utdelningar minskar värdet på inlösta samt utestående optioner som ledningen innehar (Jolls, 1998; Khale, 2002; Dittmar, 2008). Dessutom är det bara i undantagsfall som ledningen får ta del av företagets utdelningar vilket vidare kan ses som en förklarande orsak till valet av aktieåterköp (Jolls, 1998). Lambert, Lanen & Larcker (1989) hävdar att ledningen ges incitament till att minska utdelningar när aktieoptionerna har ett negativt samband med framtida utdelningar. De finner ett starkt samband mellan minskade utdelningar och förväntade implementeringar av nya optionsprogram.

Tidigare empiriska fynd visar även på att återköp inte påverkar aktiepriset negativt, vilket ses som gynnsamt. Vid ett aktieåterköp tillåts ledningen att distribuera kontanta medel utan att aktiepriset drabbas av en utspädning. När ledningen tilldelas aktieoptioner ger det incitament till återköp eftersom det gynnar ledningens privata optionsinnehav. Företag som ger ut stora andelar optioner till sin ledning finner det därför mer fördelaktigt att genomföra ett aktieåterköp (Dittmar, 2000).

### ***2.3.2 Tidigare empirisk forskning på optionsprogrammets inverkan vid beslut om aktieåterköp***

Ett flertal tidigare studier finner ett samband mellan närvaron av optionsprogram och dess inverkan vid beslut om aktieåterköp. Aktieoptionshypotesen fastställer att det är mer sannolikt att ett aktieåterköp genomförs när ledningens kompensation utgörs av aktieoptioner (Jolls, 1998). Jolls (1998) finner i sin studie att företag som baserar ledningens kompensation på aktieoptionsprogram är mer trolig till att genomföra ett aktieåterköp än de företag som inte initierar aktieoptionsprogram. Hennes resultat påvisar att närvaron av aktieoptioner är dubbelt så hög vid återköp jämfört med närvaron av aktieoptioner i företag som genomför utdelning. Likaså finner studien att större optionsprogram som tillförs ledningen ökar sannolikheten för aktieåterköp, jämfört med när ledningen har ett mindre aktieoptionsinnehav. Kahle (2002) finner i sin studie att sambandet mellan ett återköp och antalet utestående optioner avsedda för ledningen, som andel av totalt antal utestående optioner, är positivt korrelerat. Liksom Jolls (1998) implicerar Kahle (2002) att en större andel utestående optioner till ledningen ökar troligheten för ett återköp.

I enlighet med *option-funding* hypotesen finner Kahle (2002) i sin studie att det är mer sannolikt att ett återköp sker, jämfört med utdelning, när det återfinns ett stort antal inlösta aktier i förhållande till andel utestående aktier samt när en stor andel optioner nyligen har blivit inlösta. Detta stämmer även överens med de resultat som Chan, Ikenberry & Lee (2000) erhåller i sin studie vilka påvisar att företag meddelar återköp i samband med inlösen av ledningens optioner. Jolls (1998) väljer även att undersöka sambandet mellan återköp och aktieoptioner riktade till övriga anställda, men hävdar att detta inte kan kopplas till behovet av att genomföra ett återköp. Således finner hon ingen signifikans för att återköp är en orsak till att finansiera utestående aktieoptioner till övriga anställda. Däremot finner hon signifikans för att återköp genomförs för att finansiera utestående optioner ämnade för ledningen.

Den ekonomiska anledningen till att man genomför återköp ses emellertid som oförklarlig. En anledning till återköp kan vara försöket till att undvika utspädning av vinst som uppstår vid inlösen av optionsprogram (Chan, Ikenberry & Lee, 2000; Grullon & Ikenberry, 2000). En ledning som har stora optionsinnehav föredrar ett mindre antal högt värderade aktier vilket ses som ett motiv till att finansiera optionsprogram med återköp (Ghosh, Harding & Sezer, 2008). Eftersom en emittering av nya aktier minskar vinst per aktie (Fenn & Liang, 2001; Hurtt, Kreuze & Langsam, 2008) hävdar Kahle (2002) att en trolig orsak till återköp är att

förhindra utspädning. Ur ett företagsekonomiskt perspektiv bör dock inte vinst per aktie vara av betydelse då det är kassaflödet som är relevant. Kassaflödet påverkas inte av en emittering vilket är positivt ur en emitteringssynpunkt. En investerare tenderar dock att ägna större uppmärksamhet åt vinst per aktie än kassaflödet vilket bidrar till att företaget är mindre benäget till att förändra det förstnämnda (Kahle, 2002).

Oavsett om ett återköp ligger till grund för signalering av undervärdering, minska agentkostnader vid höga kassaflöden eller för att anta en bättre kapitalstruktur så hävdar Ghosh, Harding & Sezer (2008) i sin studie att en ledning som innehar en betydande andel optioner har större incitament till att uppfylla ovanstående motiv. Vid ett optionsinnehav har ledningen starka incitament till att maximera företagsvärdet och är då vidare benägna att använda alla tillgängliga medel för att uppnå detta. I linje med substitutionshypotesen finner Fenn & Liang (2001) ett starkt negativt samband mellan utdelning och optioner utställda till ledningen när de undersöker utbetalningspolicyn i olika företag. Resultaten visar på, i närvaro av optionsprogram designade för ledningen, en lägre sannolikhet för att utdelning väljs i samband med utbetalning och en högre trolighet till att återköp kommer att ske. I enlighet med substitutionshypotesen menar de att det ökade införandet av optionsprogram för ledningen bidrar till fler återköp. Likaså hävdar Lambert, Larcker & Larcker (1989) att utställda optioner motiverar ledningen till att minska utdelningen relativt utdelningsnivån vid avsaknad av optioner. De finner statistisk signifikans för att utdelningarna minskar i samband med införandet av optionsprogram ämnade för ledningen. Fenn & Liang (1998) å sin sida, finner endast ett positivt samband mellan optioner och återköp i företag som ger traditionell aktieutdelning till aktieägarna. När företaget inte genomför utdelning finner studien inget signifikant samband mellan optionsprogram och återköp. Dittmar (2008) å sin sida finner att återköp agerar komplement till utdelningar. Hon menar på att företagsledningar använder sig av återköp för att reglera utbetalningar i förhållande till variationer i vinsten.

Jagannathan, Stephens & Weisbach (2000) samt Brav et al. (2005) finner att flertalet tidigare studier har funnit ett negativt samband mellan sänkt utdelningsnivå och aktiepris. Genom denna upptäckt anser dessa studier att återköp medför finansiell flexibilitet relativt utdelning eftersom företag inte förbinder sig till en viss fortsatt utdelningsnivå. På så vis anses valet mellan aktieåterköp och utdelning vara starkt förankrat med olika tidsperioder och cykler inom företaget (Jagannathan, Stephens & Weisbach, 2000; Brav et al., 2005).

Kahle (2002) finner i sin studie att det finns större sannolikhet för aktieåterköp i stora företag med låga marknadsvärden i förhållande till bokförda värden, stora kassaflöden samt låga kapitalkostnader. Utestående optioner till ledningen ökar även sannolikheten för att ett återköp kommer att ske. Däremot har storleken på återköpet ingen betydelse för återköpets effekt. Jolls (1998) studie indikerar dock att sannolikheten för återköp ökar när ledningen har blivit tillägnade en stor andel optioner jämfört med en mindre del.

### ***2.3.3 Tidigare empirisk forskning på kassaflödets inverkan vid beslut om aktieåterköp***

Den fria kassaflödesteorin implicerar att det uppstår en intressekonflikt mellan ledning och aktieägare när företaget har en stor mängd utestående kontakta medel (Jensen, 1986). Dittmar (2008) gör gällande i sin studie att åtminstone större företag, som upplever en ekonomisk expansion, ofta överstiger kapitalbehovet för nya investeringar. Detta resulterar i att de drabbas av agentproblem. En åtgärd till stora kassaflöden är genomförandet av ett aktieåterköp, eftersom fritt eget kapital då minskar och returneras till befintliga aktieägare. Detta resulterar i att ledningen har ett mindre överskott av kontanta medel och kan således ej placera kapital i ineffektiva, icke-värdeskapande projekt (Ogden, Jen & O'Connor, 2003). Flertalet empiriska studier intygar att återköp används i syfte att minska fritt eget kapital (Jagannathan, Stephens & Weisbach, 2000; Guay & Harford, 2000; Dittmar, 2000; Dittmar, 2008).

Kahle (2002) finner i sin studie att det är större sannolikhet att företag med stora kassaflöden genomför aktieåterköp i förhållande till utdelning. Detta intygar även Dittmar (2008) som först hävdar att företag med höga kassaflöden gärna höjer utdelningsnivån, men att de i slutändan trots allt väljer återköp då dessa tillfälliga kassaflöden innebär en allt för stor risk när det kommer till ökad utdelningsnivå. Kahles (2002) studie visar vidare på att ökade kassaflöden står i relation till en större mängd återköpta aktier. Studien indikerar även ett positivt samband mellan stabila kassaflöden och dess storlek på återköpen. Fenn & Liang (2001) argumenterar för vikten av finansiell flexibilitet i samband med återköp. De menar på att företag med betydande investeringsmöjligheter och kassaflöden som är svåra att förutspå kräver stor finansiell flexibilitet och därför förespråkar aktieåterköp. Guay & Harford (2000) bekräftar detta i sin studie genom att framhäva vikten av variation samt stabilitet i kassaflödet

vid val av utbetalningspolicy. De undersöker enbart kassaflödets påverkan i förhållande till flexibilitetshypotesen, där de fokuserar på hur beständiga kassaflöden är jämfört med att enbart undersöka dess storlek. Studien finner bevis för att utdelning relateras till permanenta ökning av kassaflöde (Guay & Harford, 2000). I linje med detta påvisar Jagannathan, Stephens & Weisbach (2000) att aktieåterköp används vid ojämna, icke förutsägbara kassaflöden som ej heller är relaterade till den operativa verksamheten, medan utdelning används när företaget har uppnått högre och mer beräknliga kassaflöden genererade från den operativa verksamheten. Lie (2000) finner liknande resultat och hävdar att återköp å sin sida genomförs vid mer temporära kassaflöden. Vidare finner Chahine, Zeidan & Dairy (2012) i sin studie att företag med ett mindre kassaflöde uppvisar en tämligen liten reduktion av intressekonflikt jämfört med företag med stora kassaflöden.

#### **2.4 Andra incitament till återköp**

Flertalet empiriska studier menar på att det finns andra bakomliggande orsaker till aktieåterköp. Enligt dessa studier genomförs inte aktieåterköp till förmån för ledningens privata vinning. Istället hävdar dessa studier att beslutet om aktieåterköp grundas i andra orsaker och kan således inte kopplas samman med aktieoptioner.

En av anledningarna till att ett återköp sker kan vara att förändra kapitalstrukturen. Miller och Modigliani hävdar att företag kan dra nytta av belåning eftersom räntor är avdragsgilla. Detta resulterar i att belånade företag, med hjälp av den skattesköld som uppstår, uppnår ett högre företagsvärde jämfört med icke-belånade företag (Ogden, Jen & O'Connor, 2003). *Trade-off* teorin däremot förklarar balansen mellan ökad belåning och finansiell kris. I samband med att företag ökar sin belåning i förhållande till eget kapital, ökar även förväntade kostnader för framtida finansiell kris och konkursrisk. Om dessa kostnader överstiger de avdragsgilla kostnaderna kommer företagets värde att sjunka. Teorin hävdar att det finns en optimal belåningsnivå då företaget maximerar sin belåning och utnyttjar avdragsgilla räntor, utan att företaget uppnår en finansiell kris (Ogden, Jen & O'Connor, 2003). Vid ett aktieåterköp minskar företaget fritt eget kapital vilket resulterar i en ökad belåningsgrad. Förutsatt att det existerar en optimal belåningsgrad kan företag med hjälp av ett återköp reglera sin *debt-to-equity ratio* (Grullon & Ikenberry, 2000; Tivéus, 2000). Dittmar (2000) hävdar därför att det är större sannolikhet att ett företag genomför ett återköp när dess belåningsgrad befinner sig

under optimal nivå. Detta indikerar även studier gjorda av Bagwell & Showen (1988) samt Opler & Titman (1996).

Att ledningen skulle genomföra återköp i syfte att gynna sin egen privata vinning motsetts även av expropriationshypotesen. Den fastställer istället att ett företag med riskfyllda lån skapar incitamentet till att minska riskerna för aktieägarna. Detta görs via en värdoförflyttning från långivarna till företagets ägare. Genom att minska företagets tillgångar med ett aktieåterköp kommer även företagets belåning att sjunka (Ogden, Jen & O'Connor, 2003). Ett aktieåterköp resulterar således i ett ökat aktiepris till följd av minskade tillgångar vilket ökar risken för långivarna och eventuellt resulterar i lägre priser på företagsobligationer (Otchere & Ross, 2002).

## **2.5 Uppsummering av teori och empiri**

Teorin och de empiriska fynd som ligger till grund för sambandet mellan aktieåterköp och optionsprogram har en rad olika infallsvinklingar och förklaringar. Med detta i beaktning bör det således föreligga ett visst samband mellan aktieoptioner och återköp. Emellertid återfinns dessa empiriska samband i breda undersökningar som ej är branschspecifika. Enligt teorin och empirin råder det i viss mån delade meningar om ett aktieåterköp äger rum för att finansiera utestående optioner samt huruvida återköp ersätter traditionella aktieutdelningar eller ej. Detta lägger grunden för de hypoteser som kommer att presenteras i nästa kapitel.

## 3. HYPOTESER

---

*Detta kapitel ämnar beskriva de hypoteser examensarbetet väljer att testa för. Med bakgrund av teori och tidigare empiriska studier gjorda inom ämnesområdet utformas hypoteser. Uppsatsen utgår ifrån en huvudhypotes som i tillägg behandlar två underhypoteser.*

---

### 3.1 Introduktion

Nedan presenteras våra hypoteser som vi testat för i studien. Dessa har utformats med grund i teorin och hänsyn till tidigare empiriska fynd inom ämnesområdet. I första hand väljer vi att testa för om ledningens personliga incitament har ett samband med aktieåterköp vid närvaron av aktieoptioner. För att kontrollera för denna hypotes upprättas ytterligare två stycken hypoteser.

### 3.2 Hypotes 1 – Återköp och optionsprogram

Optionsprogram implementeras i företag för att göra ledningen mer riskbenägen och därigenom alliera ledningens intresse med aktieägarnas. Tidigare empirisk forskning visar på ett påfallande samband gällande aktieåterköp och närvaron av optionsprogram. Jolls (1998) finner att företag som initierar aktieoptionsprogram ämnade åt ledningen löper betydligt större sannolikhet till att genomföra ett aktieåterköp än de företag som inte innehar optionsprogram. Kahle (2002) å sin sida hävdar att effekten av återköpet inte påverkas av storleken på återköpet. Detta skulle kunna impliceras av ett egenintresse från ledningens sida.

Då vår urvalsgrupp skiljer sig från tidigare studier i avseendet att det är ett homogent, branschspecifikt stickprov finner vi det intressant att testa om det finns ett samband i vårt säregna urval. Med grund i detta presenteras vår första hypotes:

**H1:** Ceteris paribus, tillämpningen av optionsprogram ämnade åt ledningen ökar sannolikheten för ett aktieåterköp

### 3.3 Hypotes 2 – Utspädning av optionsprogram

Optionsprogram ger innehavaren rätt att omvandla tilldelade optioner till aktier. Med grund i detta finner Kahle (2002) samt Jolls (1998) att aktieåterköp äger rum för att finansiera inlösen av aktieoptionsprogram riktade mot ledningen, även kallad *option-funding* hypotesen. Kahle (2002) implicerar att utspädningseffekten bör ses som en trolig orsak till återköp, vilket innebär att det kan vara ett försök till att undvika utspädning av vinst. Detta finner även Chan, Ikenberry & Lee (2000) stöd i då återköp ofta sker i samband med inlösen av optioner utställda till ledningen.

Då tidigare empiriska studier uppvisar ett positivt samband mellan värdet på utställda optioner ämnade för ledningen och värdet på återköpta aktier ter det sig därför intressant att undersöka om detta samband står sig i vår homogena urvalsgrupp. Detta leder oss till vår andra hypotes:

**H2:** Ceteris paribus, det finns ett positivt samband mellan värdet på aktieposten förvärvad vid optionsinlösen och värdet på återköpet

### 3.4 Hypotes 3 – Valet mellan återköp och utdelning

Substitutionshypotesen implicerar att det finns en större sannolikhet för att återköp genomförs som substitut till utdelning, vid närvaron av aktieoptioner. Kahle (2002) samt Lambert, Lanen & Larcker (1989) hävdar att optioner utställda till ledningen skapar incitament till att undvika utdelning. Fenn & Liang (2001) implicerar även detta då de, i närvaron av optionsprogram designade för ledningen, finner en lägre sannolikhet för att utdelning väljs och högre trolighet för att återköp kommer att ske. Jagannathan, Stephens & Weisbach (2000) samt Brav et al., (2005) å sin sida hävdar att återköp medför finansiell flexibilitet relativt utdelning eftersom företag inte förbinder sig till en viss fortsatt utdelningsnivå. Detta innebär att företag kan tänkas föredra aktieåterköp vid volatila och osäkra kassaflöden.

Med tidigare forskning i åtanke undersöker vi huruvida närvaron av optionsprogram påverkar valet mellan återköp och utdelning i studiens stickprov, vilket leder oss till vår tredje hypotes:

**H3:** Ceteris paribus, vid närvaron av optionsprogram minskar sannolikheten för att företaget tillämpar traditionell aktieutdelning



### 3.4 Sammanfattning av teoretisk grund

Tabellen nedan visar hypoteserna med tillhörande teorier och empirisk forskning.

<b>Hypoteser</b>	<b>Tillhörande teorier och tidigare empirisk forskning</b>
<b>H1 Ceteris paribus, tillämpningen av optionsprogram ämnade åt ledningen ökar sannolikheten för ett aktieåterköp</b>	Haugen & Senbet, 1981; DeFusco, Johnson & Zorn, 1990; Jolls, 1998; Grullon & Ikenberry, 2000; Chan, Ikenberry & Lee, 2000; Dittmar, 2000; Core & Guay, 2001; Kahle, 2002; Dittmar, 2008; Ghosh, Harding & Sezer, 2008; Akhigbe & Whyte, 2012
<b>H2 Ceteris paribus, det finns ett positivt samband mellan värdet på aktieposten förvärvad vid optionsinlösen och värdet på återköpet</b>	Jolls, 1998; Dittmar, 2000; Grullon & Ikenberry, 2000; Chan, Ikenberry & Lee, 2000; Guay & Harford, 2000; Fenn & Liang, 2001; Kahle, 2002; Ghosh, Harding & Sezer, 2008
<b>H3 Ceteris paribus, vid närvaron av optionsprogram minskar sannolikheten för att företaget tillämpar traditionell aktieutdelning</b>	Lintner, 1956; Lambert, Lanen & Larcker, 1989; Jagannathan, Stephens & Weisbach, 2000; Dittmar, 2000; Guay & Harford, 2000; Fenn & Liang, 2001; Kahle, 2002; Brav et al. 2005; Dittmar, 2008

Tabell 1

## 4. METOD

---

*I följande kapitel presenteras och motiveras uppsatsens övergripande angreppssätt. Tillvägagångssätt för datainsamling samt urval, motivering till val av variabler och statistiskt test kommer att redogöras. Slutligen kommer avgränsningar samt begreppen validitet och reliabilitet att behandlas.*

---

### 4.1 Angreppssätt

Då uppsatsen har för avsikt att analysera ekonomisk data från en mängd företag verksamma inom oljeindustrin passar en kvantitativ undersökningsmetod detta ändamål bäst. En kvantitativ datainsamling ger möjlighet till en övergripande blick av ett stort urval och är därmed väl anpassad då uppsatsen ämnar finna eventuella samband mellan företagsekonomiska variabler (Jacobsen, 2002). Vidare underlättar en kvantitativ metod även till att bibehålla fokus på generella förhållanden mellan olika variabler, vilket krävs i en undersökning av det här slaget (Jacobsen, 2002).

Samtlig data som analyseras är av sekundär karaktär (Bryman & Bell, 2005) vilket i studiens fall, innebär att informationen är sammanställd av företagen och därefter har samlats in till databaser. Vidare kommer undersökningen baseras på egna statistiska beräkningar.

Studien bygger på ett deduktivt angreppssätt då den utgår från teori för att sedan landa i empiri. Data hämtas ifrån utvald målgrupp för att sedan testats mot teori. Utgångspunkten tas alltså i en fast frågeställning och leder undersökningen kring den utan hänsyn till eventuell övrig information (Jacobsen, 2002).

Uppsatsen ämnar enligt nämnda vis undersöka vad som påverkar ett företags beslut om återköp av egna aktier. Genom att sätta upp tre hypoteser testas olika relationer i det aktuella urvalet. Dessutom testas varje hypotes i ett antal olika regressionsmodeller för att testa variabelers robusthet. Ett fåtal liknande studier har utförts tidigare, dock har undersökningar täckt en bred urvalsgrupp av företag med stor spridning över både industrier och tidsperiod. Uppsatsen positionerar sig därför genom den homogena urvalsgruppen undersökningen

baseras på. Förhoppningsvis kan detta leda till starkare resultat då exempelvis industrispecifika skillnader mellan bolagen ifråga elimineras.

## **4.2 Datainsamling**

För att kunna genomföra studien används vedertagna databaser som bistår med data om respektive företag i urvalsgruppen. Olika grundläggande variabler samlas in från vart och ett av åren från respektive företag för att kunna analysera förändringar som företagen uppvisar.

Med hjälp av en sökning på bransch och geografisk placering hämtas urvalet av företag från databasen Datastream. Där hämtas övriga grundläggande variabler som totala tillgångar, kassaflöden och börsvärde tillsammans med information om vilka företag som genomfört återköp samt dess värde för vart och ett av åren. För att kunna undersöka hur återköpsprogram och traditionell aktieutdelning relateras bistår även Datastream med data över företagens totala årliga aktieutdelningar.

I Capital IQ hittas kompletterande information kring återköpsprogram. I de fall där information har funnits för program som sträcker sig över flera år, har siffrorna kontrollerats mot företagens årsredovisningar för att få fram hur stora aktieposter som köpts tillbaka på årsbasis. Årsredovisningarna har hämtats från företagens respektive hemsidor. I databasen ExecuComp har slutligen data inhämtats för företagens optionsprogram utställda till ledningen. Även vad gäller optionsprogrammen har uppgifterna kompletterats med ytterligare data ifrån Capital IQ, där värdet på optionsprogrammen för ytterligare ett antal företag har kunnat samlas in. ExecuComp bistår dock med mer detaljerade variabler varpå värdet för inlösta optioner har hämtats där.

## **4.3 Urval**

Studiens urval består av en homogen grupp som utgörs av noterade amerikanska oljeföretag som har varit verksamma mellan år 2000 och 2008. Däremot begränsas studiens data till att enbart innefatta åren 2004-2008, då studien ej kommer att innefatta nystartade företag. Ett antal kriterier har satts upp för att företagen ska vara behöriga att inkluderas i studien:

- Alla nystartade företag elimineras från studien vilket innebär att de minst ska ha varit verksamma sedan år 2000, och vidare fram till 2008.

- Urvalet begränsas till företag som har genomsnittliga tillgångar på 1 miljon USD per år.

Efter ovanstående kriterier resulterar studien i ett urval på 87 stycken företag och därmed 435 firm years (se Appendix A, tabell 1).

#### Sammanställning, Firm Years

<b>Antal Firm Years</b>	<b>435</b>
<b>Firm Years med Återköp</b>	103
<b>Firm Years med Optionsprogram</b>	170

Tabell 2

#### 4.3.1 Val av tidsperiod

Den tidsperiod uppsatsen ämnar undersöka begränsas till mellan år 2004 och 2008. Motivet till att studera nämnda tidsperiod är de höga kassaflöden som den amerikanska oljebranschen uppvisade under denna period. Under år 2004 började oljepriserna att stiga kraftigt för att nå sin kulmen år 2008 innan de började falla igen. Dessa höga priser resulterade i anormala kassaflöden, varför perioden ter sig aktuell att undersöka. Genom att undersöka ett skede då stickprovet i fråga håller ovanligt mycket likvida medel, förväntas starkare resultat gällande eventuella samband mellan aktieoptioner och återköp i studiens slutliga resultat. För att studien ska bli så rättvisande som möjligt studeras hela tidsperioden av höga kassaflöden. Med anledning av den finanskris som trädde i kraft under 2008 upphör tidsperioden efter detta år då företagens kassaflöden generellt sätt minskade i samband med finanskrisen.

#### 4.3.2 Bortfallsanalys

Studien är beroende av en väl anpassad urvalsgrupp och begränsas i första hand till börsnoterade bolag inom den amerikanska oljeindustrin. Med endast dessa kriterier i beaktning uppgick antalet företaget i urvalsgruppen till 535 stycken. Urvalsgruppen anses vara speciellt lämpad för detta ändamål, då de aktuella åren präglades av höga kassaflöden för bolag i branschen. För att urvalet ska hållas homogent har sedan ett antal kriterier, som

nämnts tidigare, valts ut för att få ett representativt urval. Samtliga bolag ska för det första ha varit verksamma mellan år 2000 – 2008, det vill säga under hela perioden uppsatsen ämnar undersöka samt minst fem år innan dess. Detta har gjorts genom att kontrollera för att totala tillgångar finns att tillgå för hela tidsperioden. Här minskar urvalet med hela 417 bolag ned till 118 stycken. I ett fåtal fall beror detta på exempelvis namnbyte, flytt eller uppköp, men i de flesta fall drar vi slutsatsen att de inte har varit verksamma under hela tidsperioden och faller därför bort i enlighet med det första kriteriet. Vidare görs gruppen än mer homogen och det sätts en nedre gräns på genomsnittliga totala tillgångar under de fem åren på en miljon US dollar. Detta för att avlägsna de allra minsta bolagen ifrån urvalsgruppen. I linje med detta kriterium sorteras ytterligare 31 stycken bolag bort. Resultatet blir en slutlig urvalsgrupp på 87 stycken företag.

### **Sammanställning Bortfall**

<b>Ursprungligt Urval</b>	<b>583</b>
<b>Urval efter bortfall enligt kriterium för tidsperiod</b>	118
<b>Urval efter bortfall pga. kriterier för totala tillgångar</b>	87

Tabell 3

## **4.4 Val av variabler**

Variablerna som ingår i studien väljs noggrant ut för att bidra till modellen för respektive hypotes. Dessa variabler önskas bidra med ett så signifikant och rättvisande resultat som möjligt. Utvalda variabler har i hög utsträckning replikerats ifrån tidigare studier vilket implicerar högre reliabilitet.

### **4.4.1 Beroende variabler**

#### *Buyback value/Assets*

Denna variabel anger värdet på återköpet och är studiens beroendevariabel. Genom att använda sig av denna variabel ämnar studien undersöka vilka faktorer som påverkar värdet på återköpet. För att normalisera värdet används det som andel av företagets totala tillgångar.

#### *Buyback dummy*

Studien väljer även att transformera återköp till en dummy-variabel för att enbart urskilja om ett företag väljer att göra ett återköp eller ej utifrån olika omständigheter. Dummy-variabeln används i de hypotesprövningar då studien inte finner det relevant att matcha återköpens värde med optionsprogrammets värde. I dessa fall syftar studien enbart till att undersöka huruvida ett återköp genomförs eller ej. Detta ligger även i linje med Kahles (2002) resultat som påvisar att storleken på återköpen inte har någon påverkan på återköpets effekt.

#### *Dividend paid dummy*

*Dividend paid dummy* anger om ett företag genomför kontant utdelning. Empirisk forskning hävdar att företagen ofta väljer mellan att genomföra utdelning alternativt återköp vid överskott av kapital. Eftersom flertalet studier implicerar ett positivt samband mellan utestående aktieoptioner och aktieåterköp väljer studien att kontrollera för vanliga utdelningar. Genom att använda sig av utdelningar som en beroende variabel ämnar studien undersöka vilka faktorer som påverkar huruvida ett företag väljer traditionell utdelning eller ej.

### **4.4.2 Förklaringsvariabler**

#### *Buyback dummy*

Denna variabel används även som förklaringsvariabel då tidigare empirisk forskning implicerar ett samband mellan återköp och utdelningar. Studien väljer därför att använda sig av denna variabel för att se om återköp har en signifikant påverkan på utdelningar. Dummy-variabeln används i de hypotesprövningar då studien inte finner det relevant att matcha återköpens värde med optionsprogrammets värde, vilket inbegrips när hypotes 3 testas. Detta ligger även i linje med Kahles (2002) resultat som påvisar att storleken på återköpen inte har någon påverkan på återköpets effekt.

### *Option award dummy*

Denna variabel anger huruvida ledningen har inestående aktieoptioner det aktuella året eller ej. Jolls (1998) finner i sin studie att optionsprogram som tillförs ledningen ökar sannolikheten för aktieåterköp, jämfört med när ledningen ej innehar optioner. Detta motiverar valet till att inkludera variabeln i studiens hypotesprövningar.

### *Option exercised value/Assets*

Variabeln *option exercised value* anger det sammanlagda värdet på inlösta optioner. Då tidigare empiriska studier anser att en av anledningarna till att ett återköp genomförs är för att minska den utspädningseffekt som uppstår i samband med inlösen av aktieoptioner är detta intressant att kontrollera för i modellen. Chan, Ikenberry & Lee (2000) samt Kahle (2002) finner att det är större chans till återköp när ledningen löser in en stor andel optioner eftersom det påverkar utspädningseffekten i högre utsträckning. För att kontrollera för detta samband väljer studien att inkludera denna variabel och normalisera dess värde som en andel av totala tillgångar.

### *Market capitalization (log)*

*Market capitalization* är den variabel som anger företagets börsvärde, vilket mäts genom att ta marknadsvärdet för aktien multiplicerat med antalet utestående aktier. Denna variabel har valts i syfte att bestämma företagets storlek när hypoteserna prövas. Kahle (2002) finner i sin studie att det är högre sannolikhet att större företag genomför återköp. Dessutom hävdar Dittmar (2008) att större företag med höga kassaflöden mer ofta drabbas av agentproblem och därför måste göra sig av med överskott av kapital. Med stöd av tidigare empiriska studier motiverar detta vårt val att inkludera *market capitalization* som en av våra kontrollvariabler, eftersom den anses ha en påverkan på aktieåterköp. Studien väljer att göra en logaritm på *market capitalization* då det eliminerar extremvärden.

### *Free cash flow/Assets*

Ett företags fria kassaflöde anger företagets ekonomiska resultat genom att beräkna det operativa resultatet minus investeringar. Det innebär att det fria kassaflödet är det överskott av kapital som företaget exempelvis kan använda till att öka värdet för aktieägarna i termer av återköp och utdelningar. Kahle (2002) finner att företag med höga kassaflöden tjänar mer på att distribuera ut medel till aktieägarna eftersom det minskar risken för överinvesteringar. Hon menar även att företag som genomför återköp har en högre andel överskott av kapital jämfört

med företag som enbart genomför vanliga utdelningar. Då denna studie ämnar undersöka relationen mellan återköp och aktieoptioner utställda till ledningen i en homogen urvalsgrupp med höga kassaflöden, är denna variabel aktuell i sammanhanget. I linje med tidigare studier, samt då företagen i studies urval skiftar i storlek, använder sig studien av ett relationstal som kontrollvariabel. Kontrollvariabeln utgörs av kapitalkostnader dividerat med tillgångar för att få ett bra jämförelsemått.

#### *Capital expenditures/Assets*

*Capital expenditures (CapEx)* anger hur mycket pengar företaget avsätter för nyinvesteringar, vilket innefattar allt från reparationer av maskiner till att investera i ny utrustning. När företagen innehar ett överskott av kapital tar det sig vanligt att de väljer att genomföra olika typer av nyinvesteringar. Detta implicerar även Kahle (2002) då hon hävdar att stora investeringskostnader kan ses som ett bra tecken på investeringsmöjligheter, vilket generellt sätt prioriteras framför aktieåterköp. Studier, så som Dittmar (2008), implicerar att företag som uppvisar högre kassaflöden än vad som behövs till nyinvesteringar väljer att genomföra återköp. Därför anses variabeln kunna ha en påverkan på studiens resultat och bör således inkluderas i regressionen. Då företagen i denna studie skiftar i storlek väljer studien att använda sig av ett relationstal som kontrollvariabel. Kontrollvariabeln utgörs av kapitalkostnader dividerat med tillgångar, vilket förenklar jämförelsen företagen emellan trots dess olika storlek.

#### *Leverage/Assets*

Ett företags *leverage* anger hur mycket belånat företaget är. Belåningen i ett företag är väsentligt att inkludera i testerna eftersom ett företags kapitalstruktur kan påverka valet att genomföra ett återköp. Vid ett återköp minskar företaget fritt eget kapital, vilket därigenom ger upphov till en högre belåningsgrad. Inte sällan anges det som en huvudorsak av företagen själva när återköpet genomförs, eftersom en ökad belåningsgrad ger upphov till skattefordelar. Kahle (2002) hävdar å ena sidan att en hög skuldbeläggning kan tyda på finansiell kris inom bolaget. Å andra sidan menar hon på att belåning också kan agera som substitut för utdelningar eftersom det minskar agentproblem. Dessa två orsaker leder till lägre sannolikhet för att företag med hög belåning väljer att genomföra ett återköp (Bagwell & Shoven, 1988). Med denna bakgrund anses det viktigt att inkludera belåningsvariabeln vid hypotesprövningarna. Återigen väljer studien att använda sig av ett relationstal eftersom företagens belåningar kan



skifta mycket beroende på dess storlek. Kontrollvariabeln utgörs av belåning dividerat med tillgångar. På så vis blir det enklare att jämföra belåningsgraden i förhållande till företagets tillgångar och därigenom eliminera missvisande storleksimplikationer.

## 4.5 Regressionsanalys

Vid val av modell måste det tas i beaktning att slaget av variabler i de olika hypoteserna skiljer sig åt. Med hänsyn till detta kommer olika modeller att användas beroende på hypotesens och den beroende variabelns utformning. För att undersöka det linjära sambandet mellan olika variabler används multipelregressioner. Denna typ av regression fastställer sambandet mellan en beroende variabel och flera oberoende variabler, där syftet är att dessa oberoende variabler ska förklara utfallet hos den beroende variabeln (Brooks, 2008). Regressionsanalysen utförs i mjukvarupaketet EViews.

### 4.5.1 Paneldata

Studiens dataset består dels av en mängd olika företag vilket refereras som tvärsnittsdata i ekonometriska sammanhang. Vidare är data insamlad över en femårsperiod för dessa företag vilket refereras som tidsseriedata. När både tvärsnittsdata och tidsseriedata finns representerat i ett och samma dataset, omnämns detta som paneldata inom ekonometrin. Paneldatan håller isär företagen samtidigt som det tillåter för undersökning av förändringar över tid. Studien använder sig således av lämpliga metoder utformade för paneldata vid genomförandet av hypotesprövningarna. Paneldata beskrivs genom följande ekvation (Brooks, 2008):

$$y_t = \alpha_t + \beta_t x + u_t$$

Då datan i studien varierar dels mellan företag och dels över en tidsperiod, testas om *fixed effects dummies* bör appliceras på modellen. Detta för att kontrollera för de residualvärden som kan snedvräta regressionens resultat. Modeller som inkluderar *fixed effects* tar hänsyn till att interceptet varierar mellan de olika företagen och tidsperioderna. Efter att ha utfört ett *redundant fixed effects test* i EViews fastställs att *fixed effects* bör appliceras både i vår tidsdimension samt i tvärsnittet (för testresultat se Appendix B, figur 10, 13, 16).

## 4.6 OLS

Vid regressionsanalysen för undersökningen av hypotes 2 använder sig studien av metoden OLS (*Ordinary Least Square*). För att resultaten av regressionsanalysen skall vara pålitliga, skall modellen uppfylla ett antal kriterier (Brooks, 2008). Regressionerna i denna studie kontrolleras därför för autokorrelation, heteroskedasticitet, normalfördelning samt för multikolinjäritet. Förklaringsgraden i en OLS-modell beskrivs av  $R^2$  som antar ett värde mellan noll och ett, där ett högre värde signalerar högre förklaringsgrad.

### 4.6.1 Autokorrelation

Regressionens residualer antas vara oberoende av varandra, vilket innebär att de har en kovarians som är lika med 0. Om antagandet ej håller finns autokorrelation i modellen. Autokorrelation innebär att vi inte har lägst varians bland estimatorerna och att de därför inte ger den bästa uppskattningen av modellens koefficienter. Detta resulterar i att hypoteser inte kan testas med säkerhet och konfidensintervall kring modellens parametrar inte heller kan beräknas (Westerlund, 2005). Då studiens urval inte innehåller laggade värden testas modellen för *first-order autocorrelation* vilket görs genom testet *Durbin-Watson*. När testvärdet ligger på två, finns inga bevis för autokorrelation i modellen. Ett testvärde på mindre än två visar på positiv autokorrelation medan ett testvärde över två i sin tur visar på negativ autokorrelation (Brooks, 2008).

### 4.6.2 Normalfördelning

Studien kontrollerar även för normalfördelningen av urvalet, vilket innebär slumpvariabelns sannolikhetsfördelning (Westerlund, 2005). Detta görs genom testet *Jarque-Bera*, som uppvisar ett signifikant testresultat då ett urval ej präglas av normalfördelning. I större urval beror den här sortens problem ofta på ett antal extremvärden som snedvrider fördelningen. Extremvärden är emellertid ej lätt att hantera och det är heller inte självklart hur. All eliminering av värden leder till att undersökningen försämras samtidigt som höga extremvärden kan dölja ett underliggande mönster (Marton, 1998). I första hand skall således metoder som ej förstör värden användas, vilket kan innebära logaritmering alternativt normalisering av variabler. Ett annat alternativ är att utföra så kallad *windzoring* på utvalda variabler. Metoden innebär att man först rangordnar variabelns värde i fallande ordning. Därefter tas de yttersta övre samt undre värdena, vilka justerar upp respektive ner till närmsta värde. På så vis pressas datan samman utan att observationer behöver elimineras. Ytterligare

en metod är att allokera de residualer som bidrar till den sneda fördelningen och införa en dummy på det aktuella värdet. Detta eliminerar effekten av extremvärdet och rättar således till fördelningen av datan.

#### **4.6.3 Heteroskedasticitet**

För att en OLS regression ska vara pålitlig krävs det att residualerna är homoskedastiska vilket innebär att variansen mellan de är konstant. Om så inte är fallet lider urvalet av heteroskedasticitet vilket implicerar att OLS-estimatorn inte längre har lägst varians bland estimatorerna (Westerlund, 2005). Förklaringsvariablerna i uppsatsens fall implicerar att slump termen i regressionsmodellen påverkar den beroende variabeln i olika utsträckning och beror således på dess respektive värde. För att testa mot heteroskedasticitet använder sig studien av testet *Breusch Pagan Godfrey*, manuellt utfört i EViews. Då F-statistiken uppvisar signifikans finns heteroskedasticitet representerat i modellen och detta bör således korrigeras för. Om OLS används trots närvaron av heteroskedasticitet kan detta resultera i felaktiga standardfel vilket i sin tur kan leda till att felaktiga slutsatser dras utifrån regressionens resultat.

#### **4.6.4 Multikolinjäritet**

Ett viktigt antagande vid användandet av flera förklaringsvariabler är att det inte återfinns någon korrelation förklaringsvariablerna emellan, eftersom det då blir svårare att utläsa den enskilda effekten av varje variabel. Studien väljer att testa för multikolinjäritet genom en korrelationsmatris. Om korrelationen mellan två variabler antar ett värde högre än 0.8 finns multikolinjäritet representerat i urvalet och variablerna beror då i hög utsträckning på varandra (Brooks, 2008).

### **4.7 Probit-modellen**

Probit-modellen används när beroende variabeln i en regression är binär och OLS-modellen inte är applicerbar. En binär variabel utgörs av en dummy-variabel och används för att testa hypoteserna 1 samt 3. Modellens syfte är att visa sannolikheten för att en observation kommer inträffa mellan de två olika utfallsalternativen. För att säkerhetsställa detta krävs det att värdena transformeras till anpassade sannolikheter som ligger mellan noll och ett (Brooks, 2008). Modellens förklaringsgrad anges av *McFadden R<sup>2</sup>* som antar ett värde mellan noll och

ett, där ett högre värde signalerar högre förklaringsgrad (en mer detaljerad tabell över förklaringsgrad finns i Appendix B, figur 2, 4, 6, 19, 21, 23).

#### **4.8 Tobit-modellen**

Tobit-modellen används för att kunna uppskatta beroende variabler som har en begränsning vid ett visst värde. Ofta innebär det att den beroende variabeln antar värdet noll för en relativt stor andel av urvalet och sedan ett positivt värde för resterande värde (Verbeek, 2012). Det medför att modellen används när man har en censurerad beroende variabel, det vill säga att värden antingen över eller under denna har censurerats. Eftersom uppsatsens material även innehåller information om företag som till exempel inte genomfört återköp finns det flertalet tillfällen då den beroende variabeln inte antar något värde. Vi använder oss av modellen i samtliga hypoteser för att undersöka om detta kan ge en högre förklaringsgrad. Censureringen sker i de fall då återköp alternativt utdelning står som beroende variabel och inte antar något värde (Brooks, 2008).

#### **4.9 Robusthet**

Robustheten i våra tester avgörs huruvida estimatorerna för koefficienterna är stabila och således inte påverkas i någon större omfattning vid små modellavvikelser. Detta testas genom att alternera olika variabler i modellerna och därmed undersöka hur värdet på resterande variabler rör sig.

#### **4.10 Modeller för hypotesprövning**

##### **Hypotes 1**

- I. Som ett första steg undersöks det linjära sambandet mellan endast aktieåterköp och optionsprogram.

$$\text{Buyback Dummy} = \alpha_0 + \beta_0 \text{Option Awards Dummy} + u_t$$

- II. I nästa regression har variablerna *Market cap (log)*, *Free cash flow/Assets*, *CapEx/Assets* samt *Leverage/Assets* adderats för att kontrollera om sambandet mellan optionsprogram och återköp fortfarande håller.

*Buyback Dummy*

$$= \alpha_0 + \beta_0 \text{Option Awards Dummy} + \beta_1 \text{Market cap (log)} + \beta_2 \frac{FCF}{Assets} + \beta_3 \frac{CapEx}{Assets} + \beta_4 \frac{Leverage}{Assets} + u_t$$

- III. För att undersöka huruvida utfallet påverkas dras regressionen igen, utan kontrollvariabeln *Free cash flow/Assets*.

*Buyback Dummy*

$$= \alpha_0 + \beta_0 \text{Option Awards Dummy} + \beta_1 \text{Market cap (log)} + \beta_2 \frac{CapEx}{Assets} + \beta_3 \frac{Leverage}{Assets} + u_t$$

- IV. I den sista regressionen för Hypotes 1, är *Option awards dummy* borttagen för att undersöka hur resultaten påverkas utan den variabel vi i första hand ämnar kontrollera för.

*Buyback Dummy*

$$= \alpha_0 + \beta_0 \text{Market cap (log)} + \beta_1 \frac{FCF}{Assets} + \beta_2 \frac{CapEx}{Assets} + \beta_3 \frac{Leverage}{Assets} + u_t$$

## Hypotes 2

- I. Till att börja med undersöks sambandet mellan värdet på återköpet och värdet på inlösta optioner.

$$\begin{aligned} & \frac{\text{BuybackValue}}{\text{Assets}} \\ &= \alpha_0 + \beta_0 \frac{\text{OptionsExercisedValue}}{\text{Assets}} + \beta_1 \text{Market cap (log)} + \beta_2 \frac{\text{FCF}}{\text{Assets}} \\ &+ \beta_3 \frac{\text{CapEx}}{\text{Assets}} + \beta_4 \frac{\text{Leverage}}{\text{Assets}} + u_t \end{aligned}$$

- II. För att undersöka om sambandet mellan innehav av optionsprogram och återköp håller även i modellen för hypotes 2, läggs *Buyback dummy* variabeln till i regressionen.

$$\begin{aligned} & \frac{\text{BuybackValue}}{\text{Assets}} \\ &= \alpha_0 + \beta_0 \frac{\text{OptionsExercisedValue}}{\text{Assets}} + \beta_1 \text{Option Award Dummy} \\ &+ \beta_2 \text{Market cap (log)} + \beta_3 \frac{\text{FCF}}{\text{Assets}} + \beta_4 \frac{\text{CapEx}}{\text{Assets}} + \beta_5 \frac{\text{Leverage}}{\text{Assets}} + u_t \end{aligned}$$

- III. I vår sista regression för Hypotes 2 tar vi bort *Options exercised value* ur modellen.

$$\begin{aligned} & \frac{\text{BuybackValue}}{\text{Assets}} \\ &= \alpha_0 + \beta_0 \text{Option Award Dummy} + \beta_1 \text{Market cap (log)} + \beta_2 \frac{\text{FCF}}{\text{Assets}} \\ &+ \beta_3 \frac{\text{CapEx}}{\text{Assets}} + \beta_4 \frac{\text{Leverage}}{\text{Assets}} + u_t \end{aligned}$$

### Hypotes 3

- I. I modellen för Hypotes 3, testas först sambandet mellan utdelning och närvaron av aktieutdelning och optionsprogram.

*Dividend Paid Dummy*

$$= \alpha_0 + \beta_0 \text{Buyback Dummy} + \beta_1 \text{Option Awards Dummy} + u_t$$

- II. Vidare testas hur sambandet ovan påverkas då fler kontrollvariabler adderas vilka utgörs av *Market cap (log)*, *Free cash flow/Assets*, *CapEx/Assets* samt *Leverage/Assets*.

*Dividend Paid Dummy*

$$= \alpha_0 + \beta_0 \text{Buyback Dummy} + \beta_1 \text{Option Awards Dummy} + \beta_2 \text{Market cap (log)} \\ + \beta_3 \frac{FCF}{Assets} + \beta_4 \frac{CapEx}{Assets} + \beta_5 \frac{Leverage}{Assets} + u_t$$

- III. I nästa regression elimineras *Option awards* för att undersöka utfallet.

*Dividend Paid Dummy*

$$= \alpha_0 + \beta_0 \text{Buyback Dummy} + \beta_1 \text{Market cap (log)} + \beta_2 \frac{FCF}{Assets} + \beta_3 \frac{CapEx}{Assets} \\ + \beta_4 \frac{Leverage}{Assets} + u_t$$

- IV. I den avslutande regressionen för Hypotes 3 väljer vi att ta bort *Buyback dummy* för att undersöka eventuella förändringar.

*Dividend Paid Dummy*

$$= \alpha_0 + \beta_0 \text{Option Awards Dummy} + \beta_1 \text{Market cap (log)} + \beta_2 \frac{FCF}{Assets} + \beta_3 \frac{CapEx}{Assets} \\ + \beta_4 \frac{Leverage}{Assets} + u_t$$

## 4.11 Signifikans

För att se om hypoteserna i studien uppvisar statistisk signifikans tas sannolikhetsvärdet för nollhypotesen i beaktning, omnämnt som p-värde. Vidare väljer studien att använda sig av det exakta p-värdet. Vid ett lågt p-värde finner studien mindre signifikans för nollhypotesen vilket innebär att den kan förkastas utefter de förutbestämda signifikansnivåerna. Om p-värdet är högre än 10 % är testet insignifikant vilket innebär att det ej går att dra några slutsatser om testet (Brooks, 2008). Signifikansnivåerna väljs att delas in i följande tre grupper:

### Signifikansnivå

1 %	* * *	Mycket starkt stöd. P-värde <1%
5%	* *	Starkt stöd. P-värde mellan 1-5 %
10%	*	Relativt starkt stöd. P-värde mellan 5-10%

Tabell 4

## 4.12 Metodproblem

### 4.12.1 Bristande information

Då studien väljer att begränsa sig till återköp som är redovisade i Datastream tas det inte någon hänsyn till återköp som är gjorda utanför databasens register. Detta skulle kunna innebära att bortfall av variabler ej är inkluderade i Datastream. Vidare medför detta en viss svårighet att bedöma om vår studie täcker en representativ del för de återköp som genomfördes under den valda tidsperioden.

Ovanstående information kan även kopplas samman med den data som är återgiven för optionsprogrammen i studien. Eftersom studien begränsas till företag vars optionsprogram redovisats i ExecuComp samt Capital IQ kan det även här finnas ett visst bortfall som ligger bortom vår kontroll.

För att täcka en större procentuell andel av de totala transaktionerna, väljer studien att undersöka företag med större redovisade tillgångar. Då studien utgår ifrån ett urval på 87 stycken företag samt 435 *firm years* anses urvalet vara representativt.



#### **4.12.2 Validitet**

Giltigheten i insamlad data är avgörande för uppsatsens tillförlitlighet. Validiteten i uppsatsen beror på om ett mått för ett begrepp verkligen speglar det som begreppet anses beteckna (Bryman & Bell, 2005). Genom att använda relevanta variabler vid hypotesprövningen, vilka verkligen mäter det undersökningen avser mäta, får uppsatsen hög validitet. Metod samt utformningen av hypotesprövningen har noggrant avvägts inför studien, vilket innebär att det får antas vara giltiga. Tidigare studier ger även stöd åt valda metoder då de genomfört liknande hypotesprövningar inom ämnesområdet. Källorna är valda med omsorg i det avseendet att enbart inkludera etablerade källor. Eftersom studien begränsas till sekundärkällor måste uppsatsen inta ett kritiskt förhållningssätt till dessa och vidare se över dess trovärdighet (Jacobsen, 2002). Validiteten anses dock vara hög, då studien till stor del grundas i publicerade vetenskapliga artiklar. Studien använder sig av väletablerade och vedertagna databaser där tillförlitligheten upplevs som hög. I de fall där databaserna haft information om att ett återköp skett, men ej angivit det exakta antalet, har information kompletterats från företagets årsredovisningar. Genom detta anses den data som återfinns i databaserna Datastream, Capital IQ, ExecuComp samt årsredovisningar uppvisa hög validitet av sitt slag.

#### **4.12.3 Reliabilitet**

Uppsatsens reliabilitet innebär hur konsistenta och följdriktiga resultaten är om undersökningen skulle upprepas (Bryman & Bell, 2005). Ur en reliabilitetens synvinkel är det därför viktigt att den insamlade informationen elimineras från slumpmässiga fel (Holme & Solvang, 1997).

Då data som används i uppsatsen kommer ifrån tillförlitliga databaser och i mindre utsträckning årsredovisningar anses studien visa på hög reliabilitet. I samband med datainsamlingen skapas Excel-filer för att anpassa datan till bättre formalia inför hypotesprövningarna. I detta fall kan den mänskliga faktorn bidra till försämrad reliabilitet. För att eliminera sådana misstag kontrollerats datan noggrant vid organiseringen av de insamlade värdena. De teorier och empiriska studier som används i uppsatsen är publicerade i välkända tidskrifter samt återkommande inom den litteraturstudie som återfinns på området vilket implicerar ökad reliabilitet. Med grund i detta anses studien replikerbar samt kunna uppvisa liknande resultat.

## 5. RESULTAT & ANALYS

---

*I kapitlet som följer presenteras undersökningens resultat och analys. Först och främst redogörs testresultat och sammanställning av diagnostik. Därefter presenteras resultaten av studiens hypoteserprövningar och därmed sambanden mellan aktieoptioner och återköp.*

---

### 5.1 Sammanställning av resultat

Nedan följer först en genomgång av uppsatsens residualdiagnostik, vars resultat bör tas i beaktning innan analys av studiens resultat presenteras. Då testerna utförs för att säkerställa att antaganden i OLS håller, gäller stycket nedan i första hand uppsatsens andra hypotes. Därefter presenteras tabeller över resultaten för uppsatsens tre hypoteser. För att skapa en bättre överblick har koefficienterna avrundats till tre decimaler. Vidare har signifikansnivån markerats med stjärnor, vilka förklaras i metodkapitlet (4.11). För att kontrollera robustheten i utvalda variabler har regressionsanalyserna utförts ett antal gånger med små förändringar i valet av kontrollvariabler.

### 5.2 Diagnostik

Då teststatistiken för *Durbin-Watson* avläses i tabell 8, 9 och 10 för utfallen i hypotes 2, noteras en positiv autokorrelation i vår första körning av samtliga modeller. Då *fixed effects* introduceras, korrigeras detta och de senare regressionerna håller ett testvärde på strax över två varpå problemet antas vara justerat för.

Vad gäller residualernas normalfördelning har detta testats för i samtliga modeller. Resultaten presenteras i appendix B. I studiens första och tredje modell finner vi, om än ej normalfördelade, åtminstone tillfredsställande resultat vad gäller fördelningen och vi väljer att ej gå vidare med problemet (se Appendix B, figur 1,3, 5, 18, 20, 22). I uppsatsens andra modell är problemet betydligt värre, med stor sannolikhet på grund av att stora skillnaderna i värden på återköpsprogram och optioner de olika bolagen emellan leder till stora extremvärden. Värdet på återköp samt värdet på inlösta optioner *windsorizades* på en 10 %

nivå, utan några förbättringar i normalfördelningen. I ett ytterligare försök att minimera *Jarque-Bera* testvärde, används dummyvariabler för de mest extrema värdena i residualernas fördelning. Då de adderas till modellen jämnar de ut utvalda uteliggare och förbättrar därmed normalfördelningen. Som diagrammen i Appendix B (figur 9, 12, 15) visar är ett *Jarque-Bera* värde på omkring 4000 det lägsta värdet som går att uppmätas med hjälp av två dummyvariabler. Dock väljer vi, trots det kvarstående problemet, att inte eliminera ytterligare extremvärden då vi anser att de större värdena trots allt är viktiga för vår undersökning. Vi tar istället problemet i beaktning vid analyser av resultaten för hypotes två.

Urvalets fördelning är även problematisk i avseendet att normalfördelade residualer är ett antagande som ligger till grund för ett *Breusch Pagan Godfrey*-test. Vid användandet av paneldata ger EViews ej stöd för alternativet *White Test* för heteroskedasticitet, varpå vi valt att använda oss av *Breusch Pagan Godfrey*-test och därmed bryta mot detta kriterium. Då testresultaten finner stöd för heteroskedasticitet (se appendix B, figur 11, 14, 17) och vi i och med det tar höjd för problemet genom robusta standardfel, anser vi trots risken att begå ett Typ II fel att detta inte kommer påverka vårt slutresultat. I samtliga modeller i hypotes 2 åtgärdas problemet alltså med *heteroscedasticity-consistent standard error estimates* som i EViews genomförs med hjälp av *White's Robust Standard Error* (Brooks, 2008).

Matrisen över uppsatsens förklarande variabler nedan finner inte stöd för multikolinjäritet.

	<i>Option Award Dummy</i>	<i>Market Cap (log)</i>	<i>CapEx/Assets</i>	<i>Leverage/Assets</i>	<i>FCF/Assets</i>	<i>Options Exercised /Assets</i>
<i>Market Cap(log)</i>	0.303					
<i>Cap Ex/Assets</i>	0.101	-0.021				
<i>Leverage/Assets</i>	0.091	-0.083	-0.129			
<i>FCF/Assets</i>	-0.077	-0.063	-0.011	-0.083		
<i>Option Exercised/Assets</i>	0.044	-0.119	0.119	-0.029	-0.023	
<i>Buyback Dummy</i>	0.263	0.517	-0.057	-0.080	0.060	0.090

Tabell 5

### 5.3 Resultat Hypotes 1

Dependent Variable: Dummy variable, share buyback

Independent Variables	Expected sign	(1) Probit	(2) Tobit	(3) Probit	(4) Tobit
Intercept		-1.080*** (0.0000)	-1.287*** (0.0000)	-5.709*** (0.0000)	-4.939*** (0.0000)
Dummy variable, option awards	+	0.796*** (0.0000)	0.969*** (0.0000)	0.488*** (0.0038)	0.430*** (0.0032)
Logarithm of market capitalization	+			0.814*** (0.0000)	0.703*** (0.0000)
Free cash-flow as a ratio of total assets	+			0.022** (0.0103)	0.021*** (0.0059)
Capital expenditure as a ratio of total assets	-			-0.265 (0.6692)	-0.097 (0.8550)
Leverage as a ratio of total assets	-			-0.583 (0.2342)	-0.436 (0.3010)
McFadden R <sup>2</sup>		0.072		0.302	

Tabell 6

Resultaten i tabell 6 visar stark signifikans för ett positivt samband mellan aktieåterköp och innehav av optionsprogram. Detta samband håller då det testas med fler förklarande variabler i körning 3 och 4. Koefficienterna för *option awards* sjunker dock något, vilket anses rimligt då andra variabler som tillkommer övertar en del av förklaringsgraden. Vidare visar resultaten att företagets storlek har en stark påverkan på huruvida ett återköps genomförs eller ej. Även kassaflödena uppvisar ett positivt signifikant samband. Övriga investeringar, *CapEx*, förevisar förväntat tecken dock utan signifikans, vilket även gäller för företagets belåningsgrad.

Dependent Variable: Dummy variable, share buyback

Independent Variables	Expected sign	(1) Probit	(2) Tobit	(3) Probit	(4) Tobit
Intercept		-5.413*** (0.0000)	-4.752*** (0.0000)	-5.911*** (0.0000)	-0.930*** (0.0000)
Dummy variable, option awards	+	0.456*** (0.0061)	0.407*** (0.0055)		
Logarithm of market capitalization	+	0.779*** (0.0000)	0.682*** (0.0000)	0.874*** (0.0000)	0.2134*** (0.0000)
Free cash-flow as a ratio of total assets	+			0.021** (0.0174)	0.006 (0.1099)
Capital expenditure as a ratio of total assets	-	-0.270 (0.6591)	-0.106 (0.8432)	-0.115 (0.8504)	-0.213* (0.0504)
Leverage as a ratio of total assets	-	-0.710 (0.1452)	-0.564 (0.1868)	-0.313 (0.4904)	-0.064 (0.2387)
McFadden R <sup>2</sup>		0.302		0.289	

Tabell 7

Då *Free cash flow/Assets* avlägsnas från regressionsmodellen sker inga större förändringar i modellen, vare sig gällande värdet på koefficienter eller modellens signifikans. Detta håller i stora drag även då variabeln *Option awards* tas bort ur regressionen. Den största förändringen sker i körning 4, då signifikansen för kassaflödena försvinner och vi istället når en 10 % signifikansnivå gällande påverkan av *CapEx*. Generellt sett tyder resultaten på att modellen håller hög robusthet vilket ger ytterligare indikationer på tillförlitliga resultat.

### 5.3.1 Analys Hypotes 1

Modellen uppvisar ett signifikant samband vilket påvisar att närvaro av optionsprogram har ett positivt samband med återköp. Det ligger i linje med aktieoptionshypotesen som implicerar att det är betydligt vanligare att företag som har optionsprogram utställda till ledningen också utför aktieåterköp (Jolls, 1998). Även Ghosh, Harding & Sezer (2008) vidmakthåller att, oavsett vad ett företag vill uppnå med hjälp av ett återköp, har ledningen större incitament att genomföra detta då bonusar betalas ut i form av optionsprogram. Dessutom finner Jolls (1998)

att ledningar bara i undantagsfall får ta del av utdelningar vilket bör ses som en förklarande orsak till valet av aktieåterköp. Med stöd i detta skulle våra resultat ge indikationer på ett visst egenintresse hos ledningen som diskuterats i flertalet tidigare empiriska studier. När ledningens optionsinnehav är signifikant skulle det även vara ett tecken på insider-handel eftersom Jolls (1998) studie enbart finner signifikans när ledningens optioner återköps och inte då optioner återköps till övriga anställda. Resultatet indikerar även på att återköpen kan grunda sig i agent-principal teorin då oljebranschen är kapitalintensiv och därför bör vara extra känslig för agentkonflikter.

Vidare visar våra resultat på att företagens storlek har betydelse i beslutet till att genomföra ett återköp. Detta kan tyda på att mindre företag har fler investeringsmöjligheter än större företag. Det ligger i linje med vad Kahle (2002) finner i sin studie där hon hävdar att större företag med mindre tillväxtpotential genomför återköp. Däremot skulle det också kunna bero på optionsprogrammets storlek och att större företag då har bättre förutsättningar att implementera stora kompensationsprogram vilket borde leda till högre incitament ifrån ledningens sida.

I enlighet med flexibilitetshypotesen förväntas kassaflöden ha ett tydligt samband med återköp då ett företag tenderar att välja detta framför kontant utdelning vid tillfälliga kassaflöden (Ogden, Jen & O'Connor, 2003). Detta styrks i modellen, där kassaflöden uppvisar en signifikant positiv påverkan på aktieåterköp. Däremot är koefficienten låg, vilket kan indikera på en mindre avgörande betydelse för återköpet än vad teorin implicerar. Detta går emot de förväntningar om avgörande påverkan som sattes på urvalsgruppens höga kassaflöden. Å andra sidan kan det vara indikationer på att ledningens egenintresse är så starkt länkat till återköp att kassaflöden inte har den inverkan som förväntats. Eftersom oljepriserna sköt i höjden under perioden kan det tyda på att optionerna blev så fördelaktiga att ledningen ville lösa in dem till varje pris.

Våra resultat tyder på att investeringar har en negativ inverkan på återköp vilket ligger i linje med tidigare empiriska studier. Enligt Jensen (1986) går företagets vinst i första hand till att utveckla verksamheten. Detta styrks av våra resultat som antyder att återköpen minskar då ett företag investerar i sin verksamhet. Däremot är dessa resultat inte signifikanta vilket skulle kunna bero på att fluktuationerna i oljepriser gör företagen mer återhållsamma och avvaktande med större investeringar, då framtiden är oviss. Stora investeringar undviks med

andra ord tills framtiden känns mer förutsägbar. Våra resultat tyder därför på att företagen gör mindre kostsamma investeringar i kombination med återköp för att hålla nere företagens likvida medel. Det skulle även kunna kopplas samman med signaleringsteorin som implicerar att ett företag kan signalera avsaknad av investeringsmöjligheter och då istället välja att göra ett återköp (Vermaelen, 1981).

Likaså tyder våra resultat på att belåning har en viss negativ inverkan på återköp. Kahle (2002) hävdar i sin studie att företag med höga kassaflöden och lägre kapitalkostnad har större sannolikhet att genomföra ett återköp. Även detta går att återfinna i uppsatsens resultat där kassaflöden påvisar ett positivt samband. Samtidigt antyder belåning, som kan vara förknippat med högre kapitalkostnader, en negativ inverkan, om än ej signifikant.

## 5.4 Resultat Hypotes 2

Dependent Variable: Share buyback value, as a ratio of assets

Independent Variables	Expected sign	(1) Pooled	(2) Cross Section & Period Fixed	(3) Tobit
Intercept		-0.032 (0.0000)	0.019 (0.419)	-0.236*** (0.0000)
Value of options exercised as a ratio of assets	+	-0.484 (0.1730)	-0.396 (0.1869)	0.297 (0.5856)
Logarithm of market capitalization	+	0.007*** (0.0000)	0.004 (0.2053)	0.035*** (0.0000)
Free cash-flow as a ratio of total assets	+	0.000 (0.9329)	0.000 (0.1234)	0.000 (0.0112)
Capital expenditure as a ratio of total assets	-	-0.011 (0.1319)	-0.008 (0.1202)	-0.020 (0.4246)
Leverage as a ratio of total assets	-	-0.006 (0.1534)	-0.002 (0.2592)	-0.032 (0.0662)
R2		0.386	0.6963	
F-statistic		34.906	7.7956	
Prob (F-statistic)		0.0000	0.0000	
Durbin Watson		1.2880	2.1571	

Tabell 8

Paneldatasetet är enligt genomförda tester (se appendix B, figur 10,13 och 16) bäst lämpat att analyseras med *fixed effects* i både tidsdimensionen och tvärsnittsdimensionen. Det är viktigt att ta i beaktning att regression 1, som är körd utan några effekter och dessutom är influerad av positiv autokorrelation, bör analyseras med försiktighet. Resultaten presenteras i första hand för att visa på de förändringar som sker i regressionen då *fixed effects* samt robusta standardfel introduceras till modellen. Ytterligare problematik uppstår i att antagandet om normalfördelning som ligger till grund för en OLS-regression då det inte håller i urvalet, vilket kan påverka koefficienternas värde.

Sambandet mellan återköp och inlösta optioner håller förväntat positivt tecken i regression 2 och 3. Emellertid uppvisar variabeln inte någon signifikans. Storleken på företaget visar ett positivt, signifikant samband i två av tre körningar i regressionen. I övrigt uppvisar varken



investeringar eller belåning rätt tecken, däremot utan signifikans. Samtliga regressioner uppvisar ingen påverkan alls från kassaflöden, vilket motsäger sig både tidigare empiri och resultaten från hypotes 1. Vi ser en något starkare signifikans i regression 3 då vi introducerar Tobit-modellen. Detta har att göra med att modellen tar hänsyn till 0-värden bland återköpen och justerar modellen därefter.

Dependent Variable: Share buyback value, as a ratio of assets

Independent Variables	Expected sign	(1) Pooled	(2) Cross Section & Period Fixed	(3) Tobit
Intercept		-0.034*** (0.0000)	-0.015 (0.4367)	-0.2338 (0.0000)
Value of options exercised, as a ratio of assets	+	-0.485 (0.1718)	-0.399 (0.1841)	0.330 (0.5590)
Dummy variable, option awards	+	-0.003 (0.2581)	0.000 (0.8742)	0.008 (0.3175)
Logarithm of market capitalization	+	0.008*** (0.0000)	0.004 (0.2046)	0.034*** (0.0000)
Free cash-flow as a ratio of total assets	+	0.000 (0.8970)	0.000 (0.1350)	0.001*** (0.0090)
Capital expenditure as a ratio of total assets	-	-0.010 (0.1601)	-0.008 (0.1193)	-0.023 (0.3809)
Leverage as a ratio of total assets	-	-0.006 (0.1931)	-0.002 (0.2596)	-0.042** (0.0496)
R <sup>2</sup>		0.387	0.6963	
F-statistic		30.652	7.6606	
Prob (F-statistic)		0.0000	0.0000	
Durbin Watson		1.3054	2.1646	

Tabell 9

Då vi introducerar variabeln *Value of options exercised, as a ratio of assets* till modellen är påverkan av inlösta optioner fortfarande ej signifikant. Innehav av optionsprogram visar ingen signifikans, men verkar endast göra en marginell påverkan på återköp. I stort finner vi något högre signifikans för Tobit-modellen i enlighet med resultaten i tabell 8. Bortsett den

nyttillkomna variabeln visar koefficienterna närmre identiska värden med den första regressionen i tabell 8, vilket tyder på robusthet i modellen.

Dependent Variable: Share buyback value, as a ratio of assets

Independent Variables	Expected sign	(1) Pooled	(2) Cross Section & Period Fixed	(3) Tobit
Intercept		-0.033 (0.0000)	-0.012 (0.5161)	-0.233*** (0.0000)
Dummy variable, option awards	+	-0.003 (0.2590)	0.000 (0.904)	0.008 (0.3216)
Logarithm of market capitalization	+	0.008*** (0.0000)	0.004 (0.2629)	0.034*** (0.0000)
Free cash-flow as a ratio of total assets	+	0.000 (0.9585)	0.000 (0.1265)	0.001*** (0.0096)
Capital expenditure as a ratio of total assets	-	-0.012 (0.1116)	(-0.008) (0.1064)	-0.0212 (0.4086)
Leverage as a ratio of total assets	-	-0.005 (0.2119)	-0.002 (0.2813)	-0.046** (0.0464)
R <sup>2</sup>		0.385	0.6949	
F-statistic		34.685	7.7170	
Prob (F-statistic)		0.000	0.0000	
Durbin Watson		1.3124	2.1686	

Tabell 10

Då vi utesluter variabeln *Value of options exercised* från modellen får vi betydligt bättre signifikans i regression 3. I regression 2 visar resultaten fortfarande koefficienter som antyder att närmare inget samband finns mellan återköp och inlösta optioner. Dock uppvisar ingen av koefficienterna signifikans.

### 5.4.1 *Analys Hypotes 2*

För att pröva om aktieåterköp genomförs för att finansiera utestående optionsprogram i vår urvalsgrupp, undersöks om värdet på inlösen av aktieoptioner är jämförbara med innevarande års aktieåterköp. Denna undersökning förväntades ligga i linje med Kahles (2002) studie som implicerar en positiv korrelation mellan ett återköp och antalet aktieoptioner då ledningen kan justera återköpta aktier med antalet inlösta optioner. Dock kan detta ej styrkas i uppsatsens urval då testresultaten presenterade ovan inte implicerar något samband. En förklaring till resultaten skulle eventuellt kunna vara att valet av variabel ej är optimal att testa för i detta samband. Dessutom skulle det rimligtvis kunna ligga en viss fördröjning i relationen variablerna emellan och att återköpet genomförs först en tid efter att optionsinlösen har skett.

Kahle (2002) finner i sin studie att det är främst inlösen av större optionsprogram som motiverar till återköp eftersom de ger högre incitament till att motverka utspädning. En tänkbar förklaring till uppsatsens resultat kan därför vara att de utstående optionsprogrammen ej är tillräckligt stora för att påverka aktiekapitalets utspädning. Det skulle även kunna relateras till den kritik som Jolls (1998) finner mot *option-funding* hypotesen. I sin studie finner hon inget stöd för att ett återköp sker för att minska utspädningseffekten efter inlösen av optionsprogram tilldelade övriga anställda. Detta skulle kunna förklaras av att de besitter mindre optionsinnehav och därmed inte bidrar till utspädning i samma utsträckning som de större program ledningen vanligtvis innehar. Eventuella mindre optionsprogram i uppsatsens urval skulle därmed kunna vara en tänkbar förklaring för hypotesens resultat. Å andra sidan går detta ej i linje med den kapitalintensitet som oljebranschen uppvisar. Företagsledningarna i oljeindustrin borde snarare inneha stora optionsinnehav, då den kapitalintensiva branschen skulle kunna tänkas var mer utsatt för agentkonflikter i enlighet med kassaflödesteorin.

En mer trolig tolkning skulle kunna vara att oljeföretagens aktiepriser ökar i sådan omfattning under tidsperioden att utspädningen inte får samma effekt. I tider av höga kassaflöden, vilket präglar uppsatsens urval, stiger vinst per aktie samtidigt som aktiekapitalet späds ut. Detta leder till att utspädningseffekten ej påverkar aktiepriset i samma omfattning och att aktieåterköp därmed ej motiveras i samma utsträckning. Detta ligger även i linje med Ghosh, Harding & Sezer (2008) som hävdar att en ledning med stora optionsprogram, föredrar ett mindre antal aktier till ett högre värde.

Ett märkligt utfall som syns i modellen är att uppgången i kassaflödena inte verkar ha någon påverkan på återköpets värde. Med andra ord köper inte företagen i urvalet tillbaka större aktieposter då kassaflödena är högre. Det skulle kunna betyda att man väljer att säkra upp likvida medel istället för att distribuera ut till aktieägarna. Detta kan tyckas märkligt då det inte ligger i linje med vad hypotes 1 påvisar.

## 5.5 Resultat Hypotes 3

Dependent Variable: Dummy variable, dividend paid

Independent Variables	Expected sign	(1) Probit	(2) Tobit	(3) Probit	(4) Tobit
Intercept		-0.334*** (0.0001)	-0.085 (0.1935)	-3.287*** (0.0000)	-1.868*** (0.0000)
Dummy variable, buybacks	-	1.135*** (0.0000)	0.795*** (0.0000)	0.523*** (0.0066)	0.280** (0.0148)
Dummy variable, option awards	-	-0.061 (0.6526)	-0.242 (0.1324)	-0.242 (0.1324)	-0.137 (0.1678)
Logarithm of market capitalization	+			0.607*** (0.0000)	0.375*** (0.0000)
Free cash-flow as a ratio of total assets	+			0.564** (0.0434)	0.014** (0.0114)
Capital expenditure as a ratio of total assets	-			-1.129** (0.0316)	-0.446 (0.1858)
Leverage as a ratio of total assets	-			-0.987** (0.0168)	-0.819*** (0.0024)
McFadden R <sup>2</sup>		0.097		0.264	

Tabell 11

I den första varianten av modellen återfinns hög signifikans för det positiva sambandet mellan återköp och utdelning. Påverkan av optionsprogram är negativ, däremot ej signifikant. Ingen av koefficienterna ändras nämnvärt då de resterande variablerna introduceras i modellen.

Resultaten visar stark signifikans på ett högt antal koefficienter. Ett starkt positivt samband visas för återköp, vilket implicerar att det ej är ett substitut till traditionell utdelning utan snarare ett komplement. Resultaten visar även att utdelning beror i hög grad på övriga variabler. Företagets storlek samt kassaflöde uppvisar ett positivt, starkt signifikant samband. Vi ser även att investeringar signifikant påverkar utdelning negativt. Likaså belåning, som även det uppvisar ett negativt signifikant samband i modellen.

Dependent Variable: Dummy variable, dividend paid

Independent Variables	Expected sign	(1) Probit	(2) Tobit	(3) Probit	(4) Tobit
Intercept		-3.191*** (0.0000)	-1.805*** (0.0000)	-3.700*** (0.0000)	-2.150*** (0.0000)
Dummy variable, buybacks	-	0.478** (0.0113)	0.260** (0.0221)		
Dummy variable, option awards	-			-0.170 (0.2776)	0.104 (0.2954)
Logarithm of market capitalization	+	0.582*** (0.0000)	0.360*** (0.0000)	0.699*** (0.0000)	0.436*** (0.0000)
Free cash-flow as a ratio of total assets	+	0.553** (0.0460)	0.014*** (0.005)	0.572** (0.0402)	0.015** (0.047)
Capital expenditure as a ratio of total assets	-	-1.198** (0.0219)	-0.4934 (0.1411)	-1.189** (0.0221)	-0.490 (0.1496)
Leverage as a ratio of total assets	-	-1.111*** (0.0062)	-0.009*** (0.0010)	-1.082*** (0.0082)	-0.856*** (0.0017)
McFadden R <sup>2</sup>		0.261		0.250	

Tabell 12

Då variabeln för optionsprogram plockas bort ur regressionen påvisar modellen fortfarande starka resultat och hög signifikans. Detsamma gäller då körningen görs utan variabeln för återköp. Detta visar på hög robusthet bland variablerna.

### ***5.5.1 Analys Hypotes 3***

Våra resultat uppvisar statistisk signifikans gällande ett positivt samband mellan återköp och traditionella utdelningar, vilket ej ligger i linje med tidigare empiriska studier. Studiens resultat pekar på att återköp agerar komplement till traditionella aktieutdelningar. Detta i kontrast till resultat från tidigare forskning som istället visar på att ledningen hellre genomför ett återköp än ger ut kontant utdelning (Lambert, Lanen & Larcker, 1989; Kahle, 2002). Exempelvis implicerar substitutionshypotesen att aktieåterköp snarare agerar substitut för utdelning. Att studiens resultat så tydligt skiljer sig från tidigare forskning kan grunda sig i olika anledningar. En rimlig orsak är att hypotesen testar huruvida utdelning och återköp är perfekta substitut snarare än om företagen väljer att distribuera en del av kapitalet genom aktieåterköp istället för via kontant utdelning. I enlighet med signaleringshypotesen är det orimligt att anta att ett företag skulle ställa in all utdelning till förmån för ett aktieåterköp. Istället kan man utgå ifrån att eventuella extrautdelningar, som ett resultat av de höga kassaflödena, skulle kunna ersättas av aktieåterköp. På så vis behåller oljebolagen sin finansiella flexibilitet och tar höjd för framtida eventuellt sjunkande kassaflöden. I enlighet med vårt stickprov finner Fenn & Liang (2001) att företag med betydande investeringsmöjligheter och kassaflöden som är svåra att förutspå kräver stor finansiell flexibilitet. Med andra ord, vid perioder av höga inkomster kompletterar företagen sina årliga utdelningar med utdelning via aktieåterköp. Detta tyder på att bolagen överlag håller så pass hög likviditet under tidsperioden att de har möjlighet att genomföra både återköp och utdelning. Det stämmer väl överens med Kahles (2002) teori, vilken hävdar att det är mera sannolikt att företag med stora kassaflöden genomför återköp i förhållande till utdelning. Även Dittmar (2008) finner i sin studie att företag vid tillfälliga kassaflöden väljer återköp som komplement då det är för stor risk att höja utdelningsnivån. Hon anser därför att återköp används för att reglera utbetalningar i förhållande till variationer i vinsten.

En parallell till detta kan dras till Fenn & Liangs (1998) studie som uppvisar ett positivt samband mellan optioner och återköp bland företag som genomför utdelningar. Däremot vid avsaknad av utdelning finner studien inget signifikant samband mellan optionsprogram och återköp. Detta tyder på att ledningar som innehar optionsprogram väljer att använda återköp som ett komplement till utdelningar, medan ledningar som ej har optioner hellre använder sig av kontant aktieutdelning. På grund av att ägare till aktieoptioner inte tar del av utdelning, sänker traditionell utdelning värdet på utstående optioner. Aktieåterköp däremot, driver generellt sett upp priset på aktien och höjer därmed värdet på optionen. Av resultaten i

hypotes 3, skulle liknande slutsatser kunna dras, vilket kan tyda på att ledningen agerar i egenintresse.

Våra resultat visar även att då företag väljer att investera, minskar detta sannolikheten för utdelning. Detsamma gäller företagets belåningsgrad. I bägge fallen ligger detta i linje med teorin.

## 6. SLUTSATS

---

*I uppsatsens sista kapital summerar vi våra upptäckter och avslutar med att ge förslag på vidare forskning.*

---

### 6.1 Sammanfattning och diskussion

Syftet med denna studie var att undersöka sambandet mellan aktieåterköp och aktieoptionsprogram ämnade för ledningen. Detta gjordes genom att jämföra företag i en homogen urvalsgrupp med avsikten att finna mer signifikanta resultat huruvida återköp genomförs till företagets eller till ledningens personliga nytta. Stickprovet utgjordes av företag inom den amerikanska oljebranschen som under studiens tidsperiod, år 2004 - 2008, generellt sett uppvisade höga kassaflöden. Bakgrunden till att jämföra företag inom en branschspecifik urvalsgrupp tog sin grund då inga tidigare empiriska studier utförts på ett liknande stickprov och vi därför fann det intressant att täcka detta glapp inom forskningen. Då ämnet varit omdebatterat under en längre tid fann vi det dessutom väsentligt att försöka bringa klarhet i vem som egentligen gynnas av ett aktieåterköp. Detta för att underlätta förståelsen för aktieägare vid utformningen av aktieoptionsprogram.

Resultaten visar på att det finns ett positivt samband mellan aktieåterköp och närvaron av optionsprogram åt ledningen i vår urvalsgrupp. Däremot kan vi inte påvisa att återköp genomförs i syfte att finansiera inlösen av optionsprogram, vilket inte ligger i linje med tidigare forskning och de resultat vi förväntade oss. Vi finner slutligen att aktieåterköp snarare agerar komplement än substitut till traditionella aktieutdelningar. Med grund i detta implicerar våra resultat att det sker fler aktieåterköp när ledningen i företaget har blivit tilldelade aktieoptioner, vilket således skulle kunna vara ett resultat av ledningens egenintresse. Då de höga kassaflödena under perioden inte heller verkar ha den inverkan vi förutspådde stärker det uppfattningen om ett agerande för ledningens personliga vinning. Däremot kan det tyckas rimligt att egenintresset blir större då vinstmarginalen ökar på grund av att det finns mer pengar att tjäna på optioner i perioder när aktiekursen stiger.



I förhållande till teorier och tidigare empiriska studier bidrar denna studie ytterligare i forskningen kring sambandet mellan aktieåterköp och aktieoptioner. Då vi kan konstatera att det fortfarande finns ett positivt, signifikant samband mellan dessa företeelser även i en urvalgrupp rensad för makroekonomiska faktorer styrks beläggen för att ledningen agerar till sin personliga vinning vid beslut om aktieåterköp. Trots närvaron av höga kassaflöden i vårt stickprov verkar detta inte vara avgörande för att ett återköp kommer att ske utan snarare finns det indikationer på att ledningens personliga vinstmaximering spelar roll.

Sammanfattningsvis stärker denna studie uppfattningen kring vem som egentligen gynnas vid ett återköp i närvaron av aktieoptioner. Detta ger oss anledning att göra investerare och aktieägare på marknaden mer observanta när företag annonserar om aktieåterköp. Dessutom bör marknaden ställa sig ständigt kritisk till ledningens kompensationsprogram och vad dessa ger för incitament. Slutligen skall det inte förglömmas att även aktieägare har skilda preferenser kring utdelning och avkastning, vilket till sist kommer avgöra om aktieåterköp kommer att fortsätta genomföras i den här utsträckningen.

## **6.2 Förslag till vidare forskning**

Då forskningen kring sambandet mellan aktieåterköp och optionsprogram, och vem det egentligen gynnar, är ett aktuellt och omdebatterat ämne finns det utrymme för fortsatt forskning inom detta område. Som ett led i denna forskning vore det därför intressant att genomföra en replikerad studie på åren som löpte efter denna studies tidsperiod. Genom en sådan undersökning hade det varit möjligt att ta reda på vilken eventuell inverkan de minskade kassaflöden som följde åren efter hade på testresultatet inom branschen.

Vidare finns det möjlighet att genomföra en studie likt denna, med tillägget att inkludera aktiepriset som en variabel. På så vis hade det varit möjligt att undersöka aktieprisets inverkan på återköpet vid närvaron av aktieoptioner. Hur mycket måste aktiepriset öka för att ledningen ska finna det attraktivt till att genomföra ett återköp?

Slutligen vore det intressant att undersöka om det återfinns ett samband mellan extrautdelning och aktieåterköp. I enlighet med flexibilitetshypotesen väljer företag att höja utdelningsnivån när kassaflödet är stabilt och förutsägbart, medan aktieåterköp föredras under

tillfälliga kassaflöden. Extrautdelning å sin sida förbinder inte företaget till att behålla en permanent utdelningsnivå vilket därför bör ses som ett alternativ till återköp vid tillfälliga kassaflöden.

## 7. REFERENSLISTA

- Agrawal, A. & Mandelker, G. (1987). Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions, *Journal of Finance*, vol. 42, s. 823-837
- Akhigbe, A. & Whyte, A.M. (2012). Does the Use of Stock Incentives Influence the Payout Policy of Financial Institutions? *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 52, s. 63-71
- Amihud, Y. & Lev, B. (1981). Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers, *Bell Journal of Economics*, vol. 12, s. 605-617
- Andrén, N. & Jankensgård, H. (2014). A Tide of Cash: Corporate Governance and the Management of Large Cash Windfalls, *The Knut Wicksell Centre for Financial Studies, Lund University*, Working Paper
- Bagwell, L S. & Showen, J B. (1988). Share repurchases and acquisitions: An analysis of which firms participate, *Chicago: University of Chicago Press*, Working paper
- Bartov, E. (1991). Open-market Stock Repurchases as Signals of Earnings and Risk Changes, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 14, s. 275-294
- Bens, D.A., Nagar, V., Skinner, D.J. & Wong, M.H.F. (2003). Employee Stock Options, EPS dilution, and Stock Repurchases, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 36, s. 51-90
- Berk, J. & DeMarzo, P. (2007). *Corporate Finance*, Boston: Pearson Education, Inc.
- Bradely, M. & Wakeman, L.M. (1982). The Wealth Effects of Targeted Share Repurchases, *Journal of Financial*, vol. 11, s. 301-328
- Brav, A., Graham, J.R., Harvey, C.R. & Michaely, R. (2005). Payout Policy in the 21st century, *Journal of Financial Economics*, vol. 77, s. 483-527
- Brealey, R.A., Myers, S.C. & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance*, Singapore: Mc Graw Hill
- Brisley, N. (2006). Executive Stock Options: Early Exercise Provisions and Risk-taking incentives, *The Journal of Finance*, vol. 61, no. 5, s. 2487-2509
- Brooks, C. (2008). *Introductory Econometrics for Finance*, Cambridge: University Press
- Bryman, A. & Bell, E. (2005). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Ljubljana: Liber AB
- Chahine, S., Zeidan, M.J. & Dairy, H. (2012). Corporate Governance and the Market Reaction to Stock Repurchase Announcement, *Journal of Management & Governance*, vol. 16, s. 707-726
- Chan, K., Ikenberry, D. & Lee, I. (2000). Do Managers Knowingly Repurchase Stock on the Open Market? *Rice University*, Working Paper

- Core, J.E. & Guay, W.R. (2001). Stock Option Plans for Non-executive Employees, *Journal of Financial Economics*, vol. 61, s. 253-287
- DeFusco, R.A., Johnson, R.R. & Zorn, T.S. (1990). The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders, *The Journal of Finance*, vol. 45, s. 617-627
- Dittmar, A. (2000). Why Do Firms Repurchase Stock?, *Journal of Business*, vol. 73, s. 331-355
- Dittmar, A. (2008). Corporate Cash Policy and How to Manage it with Stock Repurchase, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 20, no. 3, s. 22-34
- Dittmar, A. & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate Governance and the Value of Cash Holdings, *Journal of Financial Economics*, vol. 83, s. 599-634
- Fama, E. & Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, vol. 26 no. 2, s. 301-326
- Fenn, G.W. & Liang, N.L. (1998). Good News and Bad News About Share Repurchases. *Washington D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve*, Working Paper
- Fenn, G.W. & Liang, N.L. (2001). Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives, *Journal of Financial Economics*, vol. 60, s. 45-72
- Fitzroy, F., Acs, F. & Gerlowski, D. (1998). *Management and Economics of Organization*, London: Prentice Hall Europe
- Ghosh, C., Harding, J.P., Sezer, Ö. & Sirmans, C.F. (2008). The Role of Executive Stock Options in REIT Repurchases, *Journal of Real Estate Research*, vol. 30, s. 27-44
- Grullon, G. & Ikenberry, D.L. (2000). What Do We Know About Stock Repurchases?, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 13, s. 31-51
- Guay, W. & Harford, J. (2000). The Cash-flow Permanence and Information Content of Dividend Increases versus Repurchases, *Journal of Financial Economics*, vol. 57, s. 385-425
- Haugen, R.A. & Senbet, L.W. (1981). Resolving the Agency Problem of External Capital Through Options, *The Journal of Finance*, vol. 36, no. 3, s. 629-647
- Holme, I.M. & Solvang, B.K. (1997). *Forskningsmetodik*, Lund: Studentlitteratur
- Holmström, B. (1979). Moral Hazard and Observability, *The Bell Journal of Economics*, vol. 10, s. 74-91
- Hurt, D.N., Kreuze, J.G. & Langsam, S.A. (2008). Stock Buybacks and Their Association with Stock Options Exercised in the IT industry, *American Journal of Business*, vol. 23, s. 13-21
- Jacobsen, D.I. (2002). *Vad, hur och varför? – Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*, Lund: Studentlitteratur

- Jagannathan, M., Stephens, C.P. & Weisbach, M.S. (2000). Financial Flexibility and the Choice Between Dividends and Stock Repurchases, *Journal of Financial Economics*, vol. 57, s. 355-384
- Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *The American Economic Review*, vol. 76, no. 2, s. 323-329
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, s. 305-360
- Jolls, C. (1998). Stock Repurchases and Incentive Compensation, *The National Bureau of Economic Research*, no. 6467, Working Paper
- Kahle, K. (2002). When a buyback isn't a buyback: open market repurchases and employee options, *Journal of Financial Economics*, vol. 63, s. 235-261
- Lakonishok, J. & Vermaelen, T. (1990). Anomalous Price Behavior Around Repurchase Tender offers, *The Journal of Finance*, vol. 45, s. 455-477
- Lambert, R.A., Larcker, W.N. & Larcker, D F. (1989). Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 24, s. 409-425
- Lie, E. (2000). Excess Funds and Agency Problems: An Empirical Study of Incremental Cash Disbursements, *Review of Financial Studies*, vol. 13, s. 219-248
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, *American Economic Review*, vol. 46, s. 97-113
- Marton, J. (1998). Accounting and Stock Markets. A Study of Swedish Accounting for Capital Investors and Analysts, Göteborg University, Göteborg
- Ogden, J.P., Jen, F C. & O'Connor, P F. (2003). Advanced Corporate Finance: Policies and Strategies, New Jersey: Pearson Education, Inc.
- Olsson, T. (2010). Aktieåterköp kritiserar, Aktiespararna, <http://www.aktiespararna.se/Artikelarkiv/Opinion/2010/november/Aktieaterkop-kritiserar/?lb=member&kampanj=pop-up-redan-medlem>, Hämtad 2014-05-05
- Opler, T. & Titman, S. (1996) The Debt-Equity Choice: An analysis of issuing firms. Working Paper. Columbus: Ohio State University
- 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*, vol. 11, s. 511-531
- Qin, B. (2012). The Influence of Firm and Executive Characteristics on Performance-vested Stock Option Grants, *International Business Review*, vol. 21, s. 906-928
- Stephens, C.P. & Weisbach, M.J. (1998). Actual share reacquisitions in open market repurchase programs, *Journal of Finance*, vol. 53, s. 313-334

Tian, Y.S. (2004). Too much of a good incentive? The case of executive stock options, *Journal of Banking & Finance*, vol. 28, s. 1225–1245

Tivéus, U. (2000). Återköp av egna aktier, *Skattenytt*, s. 253-260

Tverberg, G. (2013). Why has US Oil Consumption Steadily Fallen since 2004? Oilprice.com, <http://oilprice.com/Energy/Crude-Oil/Why-has-US-Oil-Consumption-Steadily-Fallen-since-2004.html>, Hämtad 2014-04-24

Vermaelen, T. (1981). Common Stock Repurchases and Market Signalling, *Journal of Financial Economics*, vol. 9, s. 139-183

Verbeek, M. (2012). *A Guide to Modern Econometrics*, Cornwall: John Wiley & Sons, Ltd.

Westerlund, J. (2005). *Introduktion till ekonometri*, Lund: Studentlitteratur

## APPENDIX A

URVAL	UTFÖRT ÅTERKÖP	INNEHAR OPTIONSPROGRAM
ABRAXAS PETROLEUM		✓
ADAMS RES.& EN.		
ANADARKO PETROLEUM	✓	✓
APACHE	✓	✓
ARABIAN AMERICAN DEV.		✓
ATP OIL&GAS		✓
BLUE DOLPHIN ENERGY		
BMB MUNAI		✓
BP PRUDHOE BAY RTY.TST.		
CABOT OIL & GAS 'A'		✓
CALLON PTL.DEL.		✓
CARRIZO O&G.		✓
CHENIERE EN.		✓
CHESAPEAKE ENERGY	✓	✓
CHEVRON	✓	✓
CIMAREX EN.	✓	
CLAYTON WILLIAMS EN.		✓
COMSTOCK RES.		✓
CONOCOPHILLIPS	✓	✓
CONTANGO OIL & GAS	✓	✓
CROSS TIMBERS RTY.UNT.		
DENBURY RES.	✓	✓
DALECO RESOURCES		✓
DEVON ENERGY	✓	✓
DOM.RES.BLK.WARRIOR UTS.		
DORCHESTER MINERALS		
DOUBLE EAGLE PTL.		
ENDEAVOUR INTL.		✓
ENERGEN	✓	✓
ENSERVCO		
EOG RES.	✓	✓
EPL OIL & GAS	✓	✓
EQT	✓	
ERHC ENERGY		✓
EXCO RESOURCES		✓
EXXON MOBIL	✓	✓
FAR EAST EN.		✓
FOREST OIL		✓
FX ENERGY		
GASCO ENERGY		✓

GEOGLOBAL RESOURCES		
GLEN ROSE PETROLEUM		✓
GOODRICH PTL.		✓
GULFPORT EN.		✓
HARVEST NTRL.RES.	✓	✓
HESS		✓
HKN	✓	
HOLLYFRONTIER	✓	
HUGOTON ROYALTY TST.		
INFINITY EN.RES.		✓
ISRAMCO		
JOHN D OIL AND GAS		
MAGELLAN ENERGY		
MARATHON OIL	✓	✓
MESA RTY.TST.		
MURPHY OIL		✓
NEWFIELD EXPLORATION	✓	✓
NOBLE ENERGY	✓	✓
OCCIDENTAL PTL.	✓	✓
PANHANDLE OIL & GAS		✓
PDC ENERGY	✓	✓
PENN VA.		✓
PETROQUEST EN.		✓
PIONEER NTRL.RES.	✓	
PRIMEENERGY		
QUICKSILVER RES.	✓	✓
RANGE RES.	✓	✓
RESERVE PETROLEUM		
ROYALE ENERGY		
SM ENERGY	✓	✓
SOUTHWESTERN ENERGY		
SPINDLETOP OIL & GS.		
STONE ENERGY	✓	✓
SWIFT ENERGY		✓
SYNTROLEUM		
TENGASCO		✓
TESORO	✓	✓
TEXAS PAC.LD.TST.		
TEXAS VANGUARD OIL		
TORCH EN.RTY.TST.UNT. BENL.INT.		
TRI VALLEY		✓
ULTRA PTL.	✓	✓
US ENERGY	✓	✓
VAALCO ENERGY		✓
VALERO ENERGY	✓	✓
W&T OFFSHORE		

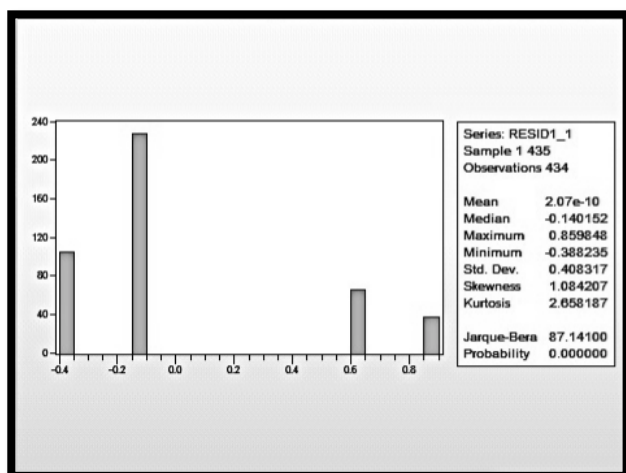


WARREN RESOURCES		✓
ZAZA ENERGY		
Total:	31	57

Tabell 1. Lista över uppsatsens urvalsgrupp, samt indikation på vilka som minst ett år under tidsperioden har utfört återköp eller innehar optionsprogram.

# APPENDIX B

Hypotes 1, regression 1

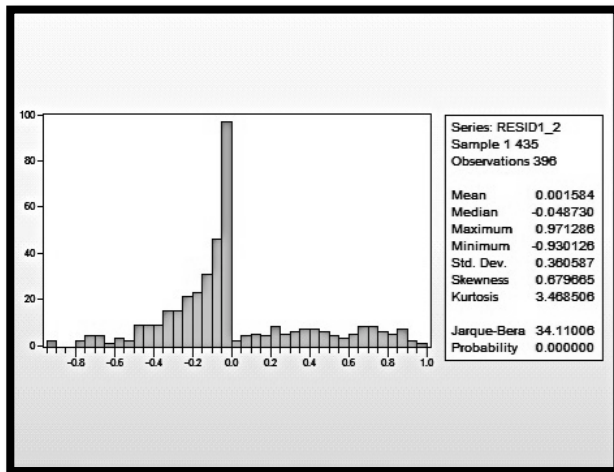


Figur 1. Normalfördelning

Goodness-of-Fit Evaluation for Binary Specification								
Andrews and Hosmer-Lemeshow								
Tests								
Equation: EQ1_1_1								
Date: 05/09/14 Time: 18:15								
Grouping based upon predicted risk (randomize ties)								
	Quantile of Risk		Dep=0		Dep=1		Total Obs	H-L Value
	Low	High	Actual	Expect	Actual	Expect		
1	0.1402	0.1402	37	36.9735	6	6.02652	43	0.00014
2	0.1402	0.1402	36	36.9735	7	6.02652	43	0.18288
3	0.1402	0.1402	33	37.8333	11	6.16667	44	4.40576
4	0.1402	0.1402	36	36.9735	7	6.02652	43	0.18288
5	0.1402	0.1402	42	37.8333	2	6.16667	44	3.27420
6	0.1402	0.1402	40	36.9735	3	6.02652	43	1.76766
7	0.1402	0.3882	24	27.2982	19	15.7018	43	1.09130
8	0.3882	0.3882	23	26.9176	21	17.0824	44	1.46865
9	0.3882	0.3882	29	26.3059	14	16.6941	43	0.71070
10	0.3882	0.3882	31	26.9176	13	17.0824	44	1.59474
		Total	331	331.000	103	103.000	434	14.6789
	H-L Statistic		14.6789		Prob. Chi-Sq(8)		0.0657	
	Andrews Statistic		18.4935		Prob. Chi-Sq(10)		0.0472	

Figur 2. Goodness of fit, Probit model

Hypotes 1, regression 2

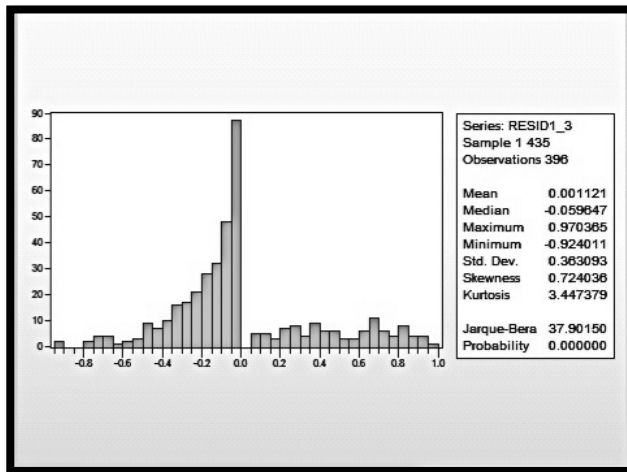


Figur 3. Normalfördelning

Goodness-of-Fit Evaluation for Binary Specification								
Andrews and Hosmer-Lemeshow								
Tests								
Equation: EQ1_2_1								
Date: 05/09/14 Time: 17:57								
Grouping based upon predicted risk (randomize ties)								
	Quantile of Risk		Dep=0		Dep=1		Total Obs	H-L Value
	Low	High	Actual	Expect	Actual	Expect		
1	1.E-06	0.0127	39	38.7468	0	0.25320	39	0.25485
2	0.0127	0.0347	39	39.1185	1	0.88152	40	0.01628
3	0.0354	0.0653	37	37.0507	2	1.94933	39	0.00139
4	0.0679	0.1155	40	36.3715	0	3.62850	40	3.99049
5	0.1169	0.1699	32	34.2476	8	5.75237	40	1.02572
6	0.1727	0.2450	30	30.8599	9	8.14013	39	0.11479
7	0.2452	0.3291	26	28.4009	14	11.5991	40	0.69990
8	0.3298	0.4597	26	23.6481	13	15.3519	39	0.59420
9	0.4628	0.6864	14	17.3175	26	22.6825	40	1.12076
10	0.6949	0.9552	10	7.86568	30	32.1343	40	0.72090
	Total		293	293.627	103	102.373	396	8.53927
H-L Statistic			8.5393		Prob. Chi-Sq(8)		0.3826	
Andrews Statistic			70.9063		Prob. Chi-Sq(10)		0.0000	

Figur 4. Goodness of fit, Probit model

Hypotes 1, regression 3



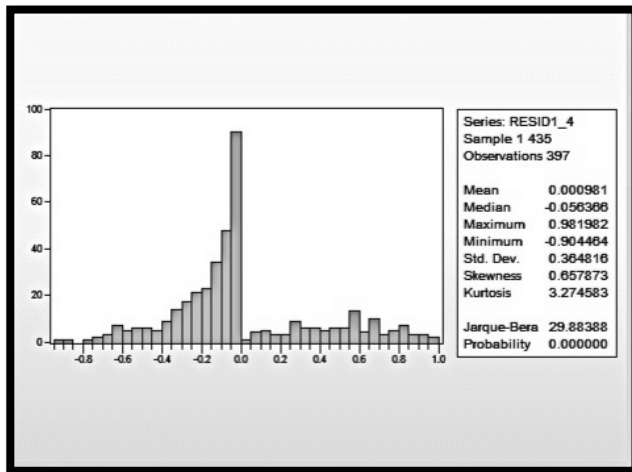
Figur 5. Normalfördelning

Goodness-of-Fit Evaluation for Binary Specification  
 Andrews and Hosmer-Lemeshow  
 Tests  
 Equation: EQ1\_3\_1  
 Date: 05/09/14 Time: 18:20  
 Grouping based upon predicted risk (randomize ties)

	Quantile of Risk		Dep=0		Dep=1		Total Obs	H-L Value
	Low	High	Actual	Expect	Actual	Expect		
1	4.E-07	0.0164	39	38.6635	0	0.33654	39	0.33947
2	0.0170	0.0401	39	38.9040	1	1.09599	40	0.00864
3	0.0403	0.0716	35	36.7489	4	2.25109	39	1.44200
4	0.0718	0.1249	40	36.1300	0	3.87004	40	4.28457
5	0.1252	0.1776	32	33.9635	8	6.03645	40	0.75223
6	0.1789	0.2499	31	30.8446	8	8.15536	39	0.00374
7	0.2506	0.3319	27	28.4295	13	11.5705	40	0.24848
8	0.3325	0.4591	25	23.9825	14	15.0175	39	0.11211
9	0.4614	0.6796	15	17.6179	25	22.3821	40	0.69521
10	0.6888	0.9500	10	8.15953	30	31.8405	40	0.52152
	Total		293	293.444	103	102.556	396	8.40798
H-L Statistic			8.4080		Prob. Chi-Sq(8)		0.3947	
Andrews Statistic			70.2536		Prob. Chi-Sq(10)		0.0000	

Figur 6. Goodness of fit, Probit model

Hypotes 1, regression 4

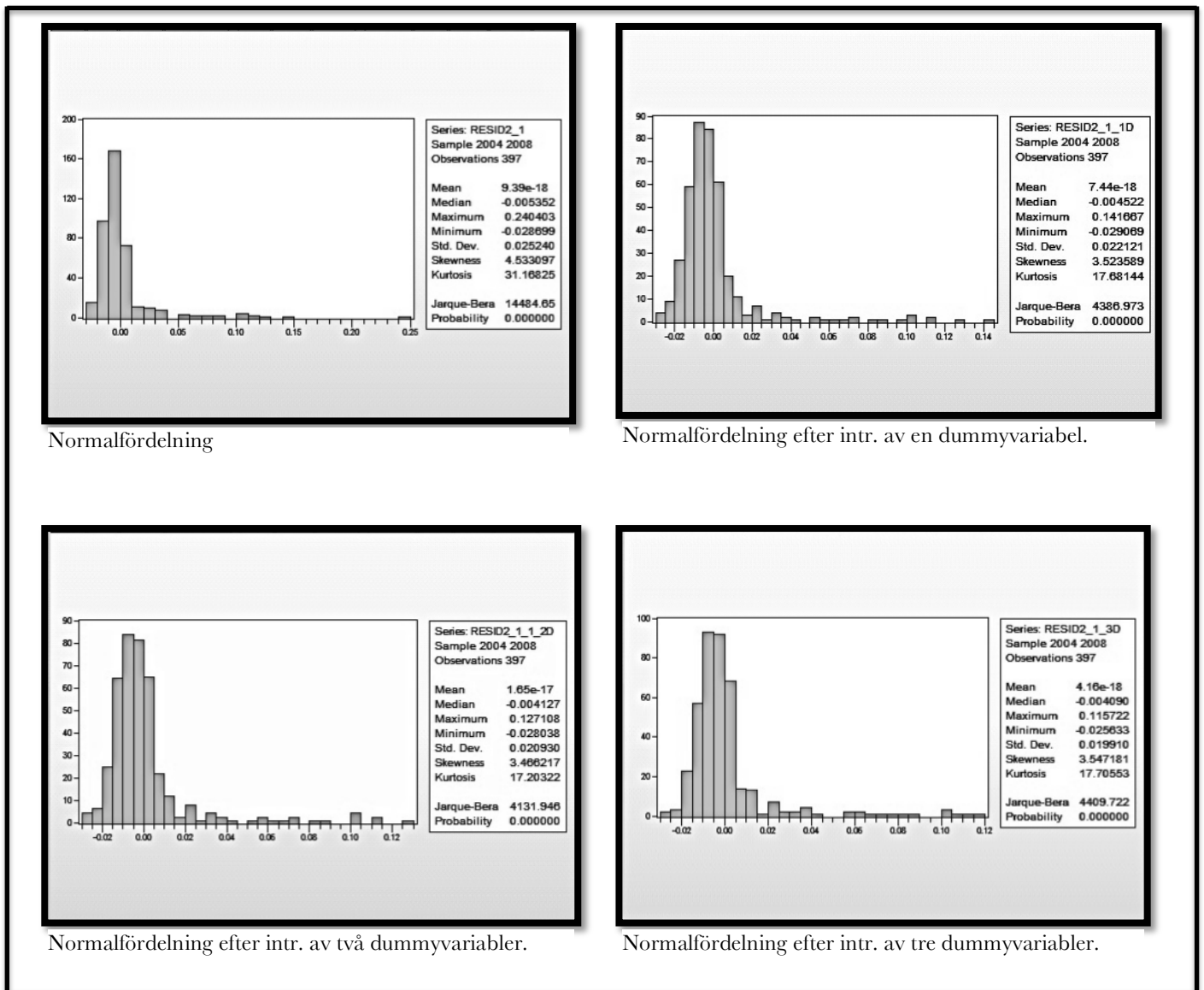


Figur 7. Normalfördelning

Goodness-of-Fit Evaluation for Binary Specification								
Andrews and Hosmer-Lemeshow								
Tests								
Equation: EQ1_4_2								
Date: 05/09/14 Time: 18:25								
Grouping based upon predicted risk (randomize ties)								
	Quantile of Risk		Dep=0		Dep=1		Total Obs	H-L Value
	Low	High	Actual	Expect	Actual	Expect		
1	4.E-05	0.0158	39	38.6978	0	0.30222	39	0.30459
2	0.0160	0.0389	38	38.9169	2	1.08309	40	0.79784
3	0.0396	0.0745	39	37.6892	1	2.31080	40	0.78914
4	0.0745	0.1182	36	35.2925	3	3.70748	39	0.14919
5	0.1190	0.1825	34	34.0762	6	5.92376	40	0.00115
6	0.1878	0.2524	32	31.3528	8	8.64722	40	0.06180
7	0.2554	0.3436	27	27.4037	12	11.5963	39	0.02000
8	0.3458	0.4838	19	23.4644	21	16.5356	40	2.05474
9	0.4870	0.6384	20	17.5768	20	22.4232	40	0.59593
10	0.6408	0.9533	9	8.91919	31	31.0808	40	0.00094
		Total	293	293.389	104	103.611	397	4.77531
	H-L Statistic		4.7753		Prob. Chi-Sq(8)		0.7813	
	Andrews Statistic		32.8317		Prob. Chi-Sq(10)		0.0003	

Figur 8. Goodness of fit, Probit model

Hypotes 2, regression 1



Figur 9. Normalfördelning

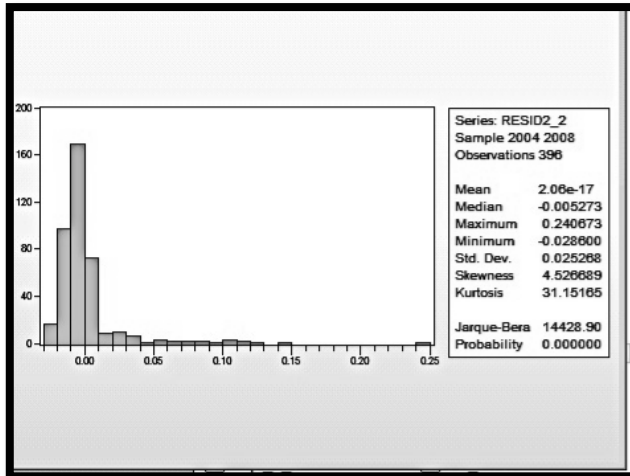
Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section and period fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.816932	(79,306)	0.0000
Cross-section Chi-square	272.274099	79	0.0000
Period F	1.603681	(4,306)	0.1732
Period Chi-square	8.236339	4	0.0833
Cross-Section/Period F	3.769582	(83,306)	0.0000
Cross-Section/Period Chi-square	279.614532	83	0.0000

Figur 10. Redundancy fixed effects test

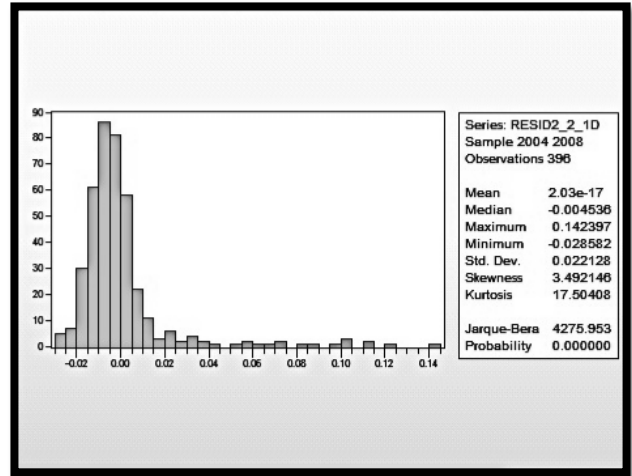
Dependent Variable: RESID2_1_2DSQ				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/10/14 Time: 10:02				
Sample: 2004 2008				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 80				
Total panel (unbalanced) observations: 397				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001782	0.000492	-3.624481	0.0003
OPT_EXER_VALUE_ASSET				
S	-0.024503	0.028626	-0.855971	0.3925
M_CAP_LOG	0.000419	7.89E-05	5.309461	0.0000
FCF_ASSETS	-2.12E-06	1.15E-05	-0.183587	0.8544
CAP_EX_ASSETS	-0.000687	0.000586	-1.171306	0.2422
LEVERAGE_ASSETS	-0.000291	0.000342	-0.852293	0.3946
EPL07	-9.98E-05	0.001717	-0.058124	0.9537
ULTRA06	-0.000778	0.001716	-0.453158	0.6507
R-squared	0.077357	Mean dependent var		0.000437
Adjusted R-squared	0.060754	S.D. dependent var		0.001761
S.E. of regression	0.001707	Akaike info criterion		-9.888405
Sum squared resid	0.001133	Schwarz criterion		-9.808124
Log likelihood	1970.848	Hannan-Quinn criter.		-9.856603
F-statistic	4.659251	Durbin-Watson stat		1.564863
Prob(F-statistic)	0.000050			

Figur 11. BPG test for heteroscedasticity

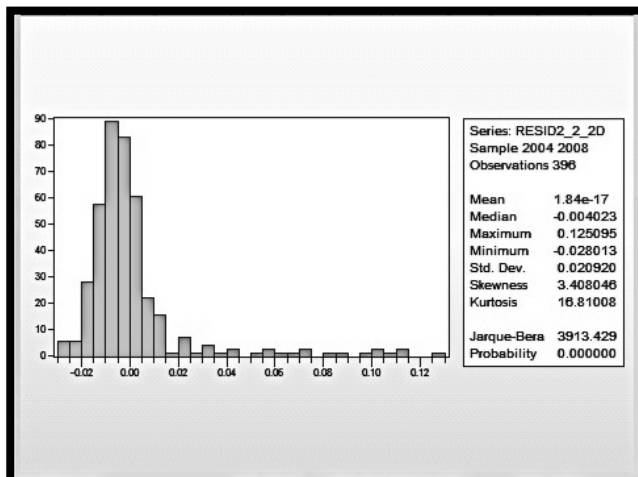
## Hypotes 2, regression 2



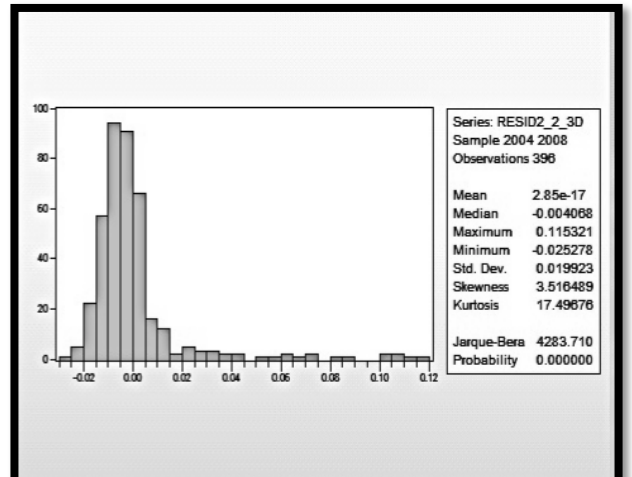
Normalfördelning



Normalfördelning efter intr. av en dummyvar.



Normalfördelning efter intr. av två dummyvariabler



Normalfördelning efter intr. av tre dummyvariabler

Figur 12. Normalfördelning



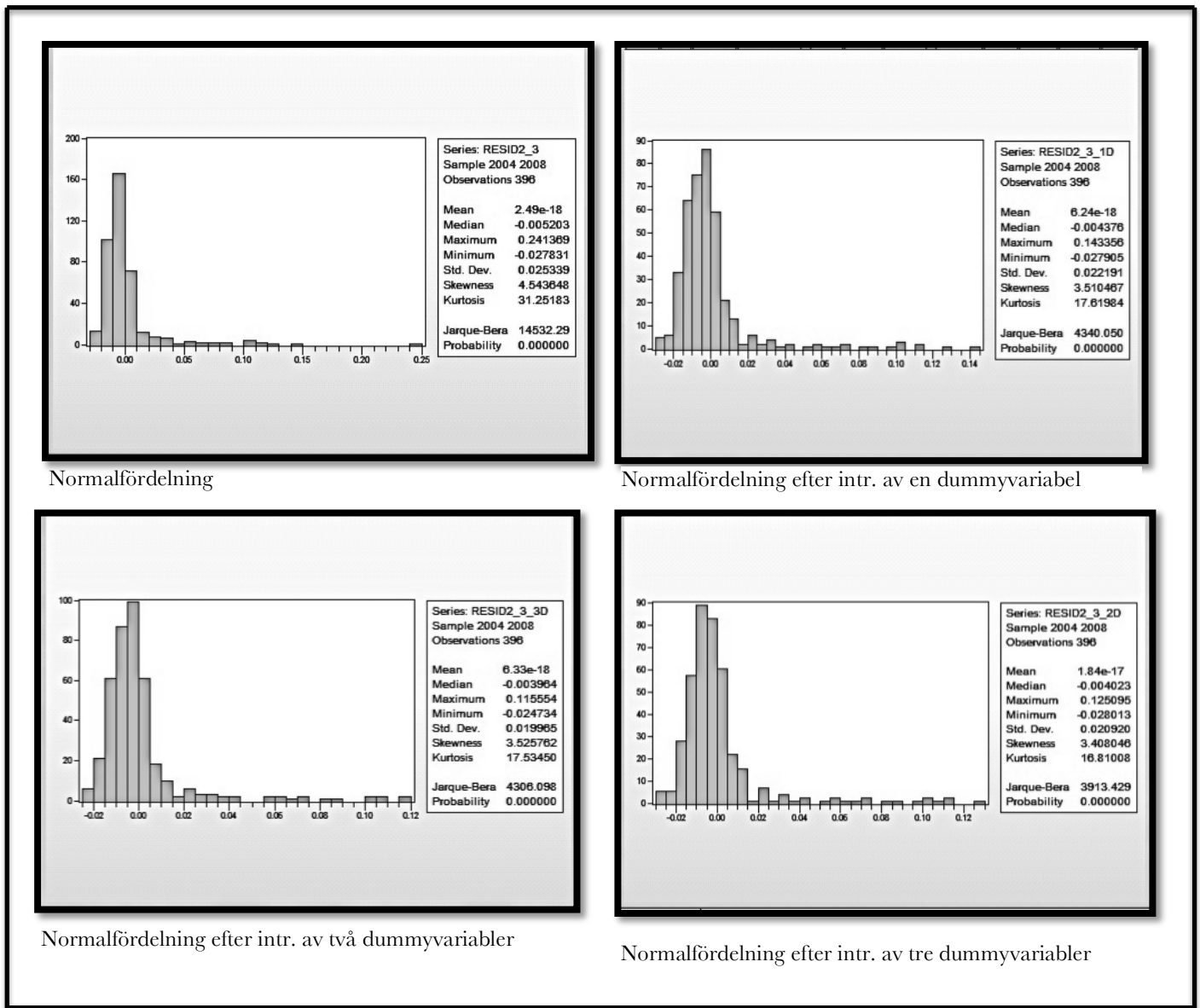
Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section and period fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.713589	(79,304)	0.0000
Cross-section Chi-square	267.503907	79	0.0000
Period F	1.454985	(4,304)	0.2159
Period Chi-square	7.509583	4	0.1113
Cross-Section/Period F	3.720714	(83,304)	0.0000
Cross-Section/Period Chi-square	277.612795	83	0.0000

Figur 13. Redundancy fixed effects test

Dependent Variable: RESID2_2_2DSQ				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/10/14 Time: 10:14				
Sample: 2004 2008				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 80				
Total panel (unbalanced) observations: 396				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001937	0.000492	-3.935963	0.0001
OPT_EXER_VALUE_ASSET				
S	-0.024622	0.028137	-0.875073	0.3821
OPT_AWARDS_DUMMY	-0.000362	0.000182	-1.985819	0.0478
M_CAP_LOG	0.000466	8.19E-05	5.693263	0.0000
FCF_ASSETS	-3.34E-06	1.13E-05	-0.294754	0.7683
CAP_EX_ASSETS	-0.000575	0.000579	-0.993047	0.3213
LEVERAGE_ASSETS	-0.000235	0.000338	-0.695236	0.4873
EPL07	7.51E-05	0.001690	0.044423	0.9646
ULTRA06	-0.000636	0.001688	-0.376920	0.7064
R-squared	0.087371	Mean dependent var		0.000437
Adjusted R-squared	0.068506	S.D. dependent var		0.001738
S.E. of regression	0.001677	Akaike info criterion		-9.920649
Sum squared resid	0.001089	Schwarz criterion		-9.830162
Log likelihood	1973.289	Hannan-Quinn criter.		-9.884801
F-statistic	4.631227	Durbin-Watson stat		1.617424
Prob(F-statistic)	0.000020			

Figur 14. BPG test for heteroscedasticity

## Hypotes 2, Regression 3



Figur 15. Normalfördelning

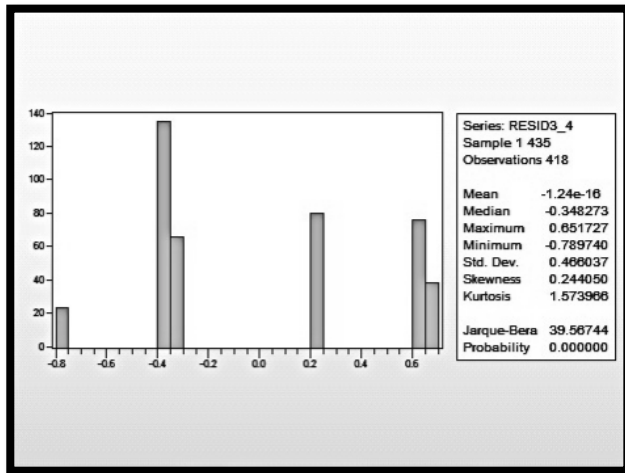
Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section and period fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.724541	(79,305)	0.0000
Cross-section Chi-square	267.437946	79	0.0000
Period F	1.407017	(4,305)	0.2315
Period Chi-square	7.240660	4	0.1237
Cross-Section/Period F	3.732631	(83,305)	0.0000
Cross-Section/Period Chi-square	277.595532	83	0.0000

Figur 16. Redundancy fixed effect test

Dependent Variable: RESID2_3_2DSQ				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/10/14 Time: 10:09				
Sample: 2004 2008				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 80				
Total panel (unbalanced) observations: 396				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001900	0.000490	-3.876490	0.0001
OPT_AWARDS_DUMM				
Y	-0.000362	0.000182	-1.985937	0.0477
M_CAP_LOG	0.000458	8.13E-05	5.632214	0.0000
FCF_ASSETS	-3.17E-06	1.13E-05	-0.279320	0.7801
CAP_EX_ASSETS	-0.000640	0.000574	-1.115181	0.2655
LEVERAGE_ASSETS	-0.000223	0.000337	-0.662132	0.5083
EPL07	0.000103	0.001689	0.060955	0.9514
ULTRA06	-0.000593	0.001687	-0.351679	0.7253
R-squared	0.085566	Mean dependent var		0.000437
Adjusted R-squared	0.069068	S.D. dependent var		0.001738
S.E. of regression	0.001677	Akaike info criterion		-9.923723
Sum squared resid	0.001091	Schwarz criterion		-9.843290
Log likelihood	1972.897	Hannan-Quinn criter.		-9.891858
F-statistic	5.186569	Durbin-Watson stat		1.615144
Prob(F-statistic)	0.000012			

Figur 17. BPG test for heteroscedasticity

Hypotes 3, regression 1

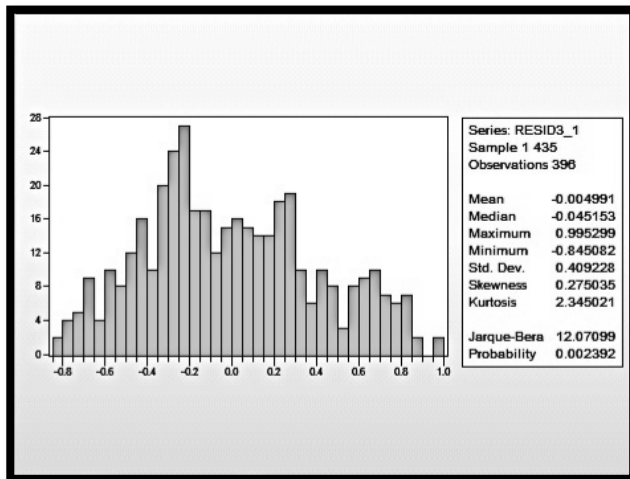


Figur 18. Normalfördelning

Goodness-of-Fit Evaluation for Binary Specification								
Andrews and Hosmer-Lemeshow								
Tests								
Equation: EQ3_4_1								
Date: 05/10/14 Time: 12:51								
Grouping based upon predicted risk (randomize ties)								
	Quantile of Risk		Dep=0		Dep=1		Total Obs	H-L Value
	Low	High	Actual	Expect	Actual	Expect		
1	0.3467	0.3467	21	26.7857	20	14.2143	41	3.60469
2	0.3467	0.3467	27	27.4390	15	14.5610	42	0.02026
3	0.3467	0.3695	26	26.9609	16	15.0391	42	0.09564
4	0.3695	0.3695	28	26.4827	14	15.5173	42	0.23529
5	0.3695	0.3695	28	26.4827	14	15.5173	42	0.23529
6	0.3695	0.3695	24	25.8522	17	15.1478	41	0.35917
7	0.3695	0.3695	27	26.4827	15	15.5173	42	0.02735
8	0.3695	0.7704	28	18.8645	14	23.1355	42	8.03130
9	0.7704	0.7704	9	9.64252	33	32.3575	42	0.05557
10	0.7704	0.7885	6	8.97368	36	33.0263	42	1.25316
		Total	224	223.967	194	194.033	418	13.9177
H-L Statistic			13.9177		Prob. Chi-Sq(8)		0.0839	
Andrews Statistic			29.5130		Prob. Chi-Sq(10)		0.0010	

Figur 19. Goodness of fit, Probit model

Hypotes 3, regression 2



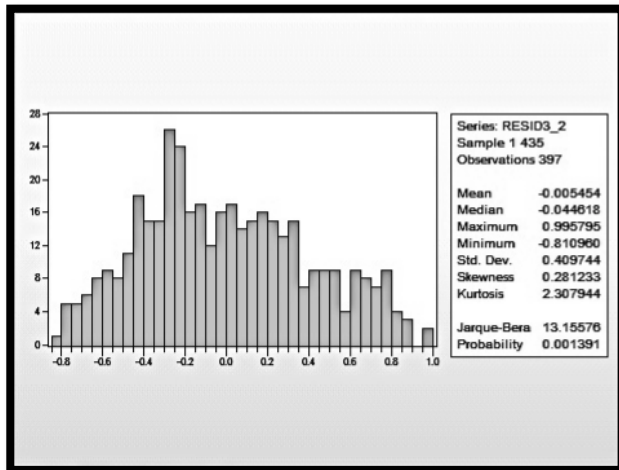
Figur 20. Normalfördelning

Goodness-of-Fit Evaluation for Binary Specification  
 Andrews and Hosmer-Lemeshow  
 Tests  
 Equation: EQ3\_1\_1  
 Date: 05/09/14 Time: 20:13  
 Grouping based upon predicted risk (randomize ties)

	Quantile of Risk		Dep=0		Dep=1		Total Obs	H-L Value
	Low	High	Actual	Expect	Actual	Expect		
1	4.E-08	0.1122	37	36.7852	2	2.21480	39	0.02209
2	0.1133	0.2100	30	33.2279	10	6.77206	40	1.85219
3	0.2105	0.2634	32	29.7211	7	9.27891	39	0.73444
4	0.2646	0.3356	29	27.9379	11	12.0621	40	0.13390
5	0.3400	0.4254	21	24.7456	19	15.2544	40	1.48664
6	0.4260	0.5314	27	20.4948	12	18.5052	39	4.35157
7	0.5375	0.6695	19	15.9127	21	24.0873	40	0.99470
8	0.6744	0.7649	12	11.0742	27	27.9258	39	0.10809
9	0.7698	0.8606	5	7.65976	35	32.3402	40	1.14232
10	0.8720	1.0000	0	2.46428	40	37.5357	40	2.62606
	Total		212	210.023	184	185.977	396	13.4520
H-L Statistic			13.4520		Prob. Chi-Sq(8)		0.0972	
Andrews Statistic			38.3969		Prob. Chi-Sq(10)		0.0000	

Figur 21. Goodness of fit, Probit model

Hypotes 3, regression 3

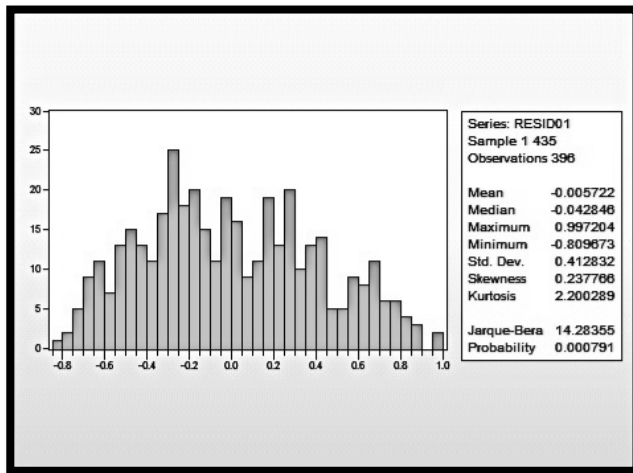


Figur 22. Normalfördelning

Goodness-of-Fit Evaluation for Binary Specification								
Andrews and Hosmer-Lemeshow								
Tests								
Equation: EQ3_2_1								
Date: 05/09/14 Time: 20:31								
Grouping based upon predicted risk (randomize ties)								
	Quantile of Risk		Dep=0		Dep=1		Total Obs	H-L Value
	Low	High	Actual	Expect	Actual	Expect		
1	3.E-08	0.1254	36	36.7580	3	2.24196	39	0.27194
2	0.1254	0.2144	32	33.0709	8	6.92912	40	0.20018
3	0.2145	0.2704	31	30.3151	9	9.68494	40	0.06392
4	0.2705	0.3494	27	26.9990	12	12.0010	39	1.2E-07
5	0.3496	0.4314	27	24.4535	13	15.5465	40	0.68230
6	0.4326	0.5357	23	20.6391	17	19.3609	40	0.55797
7	0.5440	0.6527	20	15.8680	19	23.1320	39	1.81403
8	0.6528	0.7571	10	11.7631	30	28.2369	40	0.37435
9	0.7583	0.8766	6	7.62653	34	32.3735	40	0.42861
10	0.8778	1.0000	0	2.34177	40	37.6582	40	2.48739
		Total	212	209.835	185	187.165	397	6.88069
H-L Statistic			6.8807		Prob. Chi-Sq(8)		0.5496	
Andrews Statistic			32.2607		Prob. Chi-Sq(10)		0.0004	

Figur 23. Goodness of fit, Probit model

Hypotes 3, regression 4



Figur 24. Normalfördelning

Goodness-of-Fit Evaluation for Binary Specification								
Andrews and Hosmer-Lemeshow								
Tests								
Equation: EQ3_3_1								
Date: 05/09/14 Time: 20:40								
Grouping based upon predicted risk (randomize ties)								
	Quantile of Risk		Dep=0		Dep=1		Total Obs	H-L Value
	Low	High	Actual	Expect	Actual	Expect		
1	3.E-08	0.1153	37	36.9754	2	2.02465	39	0.00032
2	0.1176	0.2136	32	33.2383	8	6.76174	40	0.27289
3	0.2138	0.2845	29	29.2102	10	9.78979	39	0.00603
4	0.2856	0.3523	27	27.3007	13	12.6993	40	0.01043
5	0.3580	0.4489	24	23.8527	16	16.1473	40	0.00225
6	0.4564	0.5505	29	19.4227	10	19.5773	39	9.40786
7	0.5515	0.6411	16	16.0538	24	23.9462	40	0.00030
8	0.6429	0.7243	12	12.0947	27	26.9053	39	0.00107
9	0.7263	0.8383	6	8.56591	34	31.4341	40	0.97807
10	0.8426	1.0000	0	3.01999	40	36.9800	40	3.26662
		Total	212	209.734	184	186.266	396	13.9458
H-L Statistic			13.9458		Prob. Chi-Sq(8)		0.0832	
Andrews Statistic			38.2151		Prob. Chi-Sq(10)		0.0000	

Figur 25. Goodness of fit, Probit model

## Bilaga 1

Dagens Industri, 2014-05-15

# Aktieåterköp - ett resultat av egenintresse?

**Aktieåterköp ökade med 650 procent från 1985 till 1996. Att optionsprogram utställda till nyckelpersoner gjorde en liknande utveckling under samma period har fått företagsledarna att hamna i strålkastarljuset. Skapar dessa bonusprogram rätt incitament till vinstdrivande verksamhet och genomförs återköp verkligen med hänseende till företagets bästa?**

Användandet av både aktieoptionsprogram och återköp ökade markant från och med tidigt 1990-tal. Trots att tanken bakom kompensationsprogrammen är att öka ledningens risktagande och därigenom ägarnas avkastning, råder det delade meningar om optionernas tänkta funktion verkligen fylls. Ett märkligt sammanträffande kan tyckas vara att samtidigt som aktieoptionerna ökade markant förändrades företagets sätt att distribuera ut vinstmedel till aktieägare. Företag övergav i större utsträckning traditionell, kontant aktieutdelning medan utdelning genom återköp (som förväntas öka värdet på aktien) istället blev vanligare.

Detta dilemma har utvecklat åtskilliga teorier om vad sambandet beror på. Exempelvis kan aktieoptioner ge grund till återköp då man vill förhindra den utspädning av aktiekapitalet som inlösen av optioner leder till. Flexibiliteten att återköpa aktier som ett substitut till traditionell aktieutdelning kan även vara attraktiv då företag är osäkra på framtida prestationer och inte benägna att förbinda sig till en ökad utdelningsnivå.

*”Aktieåterköp är något man bara ska tillämpa i undantagsfall när man som styrelse saknar investeringsmöjligheter och inte ser att man kan skapa värden på lång sikt för sina aktieägare genom att göra nya investeringar. Då kan återköp vara ett alternativ. Men alltför ofta använder styrelsen det här rätt slaphänt för att skapa kortsiktiga värden i och med att aktiekursen ofta går upp när bolag presenterar ett återköp.”*

- Günther Mårder, VD Aktiespararna, 2010<sup>1</sup>

Däremot har sannolikheten för att ett företag väljer återköp framför traditionell aktieutdelning mycket riktigt visat sig öka om traditionell utdelning har negativ inverkan på ledningens personliga förmögenhet. Detta leder till misstankar om att ledningar, trots att aktieoptioner är till för att motverka detta, agerar till förmån för sin personliga vinning. För att undersöka dessa företagsledare i en högst kapitalintensiv bransch har vi tittat på sambandet mellan återköp och optioner i den amerikanska oljeindustrin under en period då oljepriserna rusade, nämligen 2004 – 2008. Mycket riktigt visar det sig att ledningen är mer benägen att fatta beslut om återköp då de har utestående optionsprogram. Vi finner däremot inget stöd för att återköpen skulle vara sammanlänkade till en eventuell utspädningseffekt. Detta skulle dock kunna bero på att aktiepriserna steg så pass mycket i samband med de höga inkomsterna att detta korrigerades för automatiskt. Vidare ger undersökningen indikationer på att företag i lägre grad betalar kontant utdelning då ledningen innehar aktieoptioner. Dessa resultat ger indikationer att ledningen väljer återköp då det påverkar deras personliga förmögenhet på bästa sätt.

Vi ställer oss frågan om aktieoptioner under dessa omständigheter en bonus som ger rätt incitament, eller om det är hög tid att aktieägarna sätter ner foten?

*Matilda Björnek  
Sara Oldaues*

---

<sup>1</sup> Citat hämtat ur artikeln ”Aktieåterköp kritiserats”, *Aktiespararna*, 2010