



**EKONOMI
HÖGSKOLAN**
Lunds universitet

Företagsekonomiska institutionen

**Kandidatuppsats
Januari 2003**

Utdelningar och Återköp

– En studie av företagens utbetalningspolicys

Handledare

Hossein Asgharian
Tore Eriksson

Författare

Martin Bergman
Magnus Ranje
Carl-Johan Widén

Innehållsförteckning

1. Inledning	4
1.1 Bakgrund	4
1.2 Problemformulering	5
1.3 Syfte	5
1.4 Avgränsningar	5
1.5 Målgrupp	6
1.6 Disposition	7
2. Metod	8
2.1 Övergripande angreppssätt	8
2.1.1 Perspektiv	8
2.2 Val av teori	8
2.3 Undersökningsmetod	9
2.4 Tillvägagångssätt	10
2.4.1 Datainsamling	10
2.4.2 Urval undersökningsobjekt	10
2.4.3 Gruppindelning	11
2.4.4 Hypotesprövning	11
2.5 Källkritik	11
2.5.1 Datakällor	12
3. Teori	13
3.1 Fördelning av överlikviditet till aktieägarna	13
3.2 Allmänt om återköp av egna aktier	15
3.2.1 Motiv till återköp av aktier	15
3.2.2 Tillvägagångssätt vid återköp av aktier	16
3.2.3 Hur återköp ska redovisas	16
3.3 Argument för och emot återköp av egna aktier	17
3.3.1 Effektiv kapitalanvändning	17
3.3.2 Skydd mot fientliga uppköp	18
3.3.2 Riskerna för kursmanipulationer och skyddet för det bundna egna kapitalet	18
3.3.3 Skatteaspekten	19
3.3.4 Det internationella perspektivet	20
3.4 Substitutionshypotesen	20
3.5 Signalerings effekter	21
3.6 Agentteorin	23
3.6.1 Aktieägare	23
3.6.2 Ledningen	24
3.6.3 Kreditgivare	25
3.7 Tidigare studier	26

4. Empiri	29
4.1 Undersökningar	29
4.2 Mätvariabler	29
4.3 Hypotesprövning.....	30
4.3.1 Signifikansnivå	31
4.4 Gruppindelning.....	31
4.5 Jämförelsetal	31
4.6 Kommentar till bortfall och felvärden.....	32
5. Analys.....	33
5.1 Trender i företagens utbetalningspolicy.....	33
5.2 Gruppindelning 1 - Karaktäristik för återköpande och ej återköpande företag.....	33
5.3 Gruppindelning 2 – Företagskaraktäristik med avseende på utbetalningspolicy.....	35
5.4 Återköp inom olika branscher	38
5.5 Substitutionseffekter	38
6. Slutsats	41
6.1 Förslag till framtida forskning.....	43

Källförteckning

Bilagor

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Sedan 1895 har det enligt svensk lag varit förbjudet för företag att förvärva egna aktier. I aktiebolagslagen¹ 1 § står det att ”Ett aktiebolag får inte teckna egna aktier. Om ett aktiebolag har tecknat egna aktier, skall stiftarna eller vid nyemission styrelsen och den verkställande direktören anses ha tecknat aktierna för egen räkning med solidariskt ansvar för betalningen”.

Motivet bakom detta förbud har varit att skydda företagets borgenärer: ”Ett bolags förvärv av egna aktier kan få samma effekter som en återbetalning till aktieägarna i samband med en nedsättning av aktiekapitalet.” Genom förbudet mot förvärv av egna aktier har man velat förhindra att de begränsningar som gäller vid nedsättning av aktiekapitalet kringgås. Under senare tid har förbudet främst motiverats med att förvärv av egna aktier kan medföra risk för spekulation och stödköp i egna aktier”.²

I slutet av 1999 lade regeringen fram en proposition³ om att en ändring av aktiebolagslagen skulle genomföras, så att det från och med den 10 mars 2000 skulle bli möjligt för företagen att förvärva egna aktier. De nya reglerna föreslås träda i kraft den 10 mars 2000.⁴

Sedan ikraftträdandet av denna lag har de svenska företagens förutsättningar att hantera överkapitalisering ändrats något. I artikeln ”Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis” Gustavo Grullon & Roni Michaely undersöks överkapitalisering och sambandet mellan återköp av egna aktier och utdelning till aktieägarna på den amerikanska marknaden. De finner att ”återköp av aktier inte bara blivit en viktig form av utbetalning för amerikanska företag, men också att företag finansierar återköpen med medel som annars skulle ha använts till ökad utdelning”.⁵

¹ 1975:1385 7 kap. 1-2 §

² Regeringens proposition 1999/2000:34 s. 51

³ Regeringens proposition 1999/2000:34

⁴ Ibid. s. 1

⁵ Grullon and Michaely, *Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis*, (2002), s. 1649
The Journal of Finance vol. LVII no 4 August 2002

Även Michael C. Jensen diskuterar i sin artikel⁶ från 1986 implikationerna med hur man behandlar överkapitalisering i bolag. Men till skillnad från Grullon och Michaely studerar inte Jensen sambanden mellan olika tillvägagångssätt för företag att göra sig av med dessa pengar. Han försöker istället finna olika tillvägagångssätt för företagen att minimera agentkostnader mellan ledning och aktieägare och finner att ”chefer med substantiella kapitalöverskott kan öka utdelningar eller återköpa aktier och därigenom betala ut likvida medel som annars skulle ha investerats i lågavkastande projekt eller förslösats”.⁷

Idag har möjligheten för svenska företag att återköpa aktier funnits i nära tre år. Liknande studier på området av samma omfattning som de ovan nämnda har oss veterligen hittills varit få i Sverige, vilket gör detta till ett spännande och intressant område.

1.2 Problemformulering

På den amerikanska marknaden har återköp av egna aktier på senare år fått ett stort genomslag och där blivit ett vedertaget sätt att överföra likvida medel till aktieägarna och allt fler amerikanska företag har minskat utdelningarna som andel av vinsten. Man har alltså substituerat utdelningar till förmån för återköp som ett sätt att distribuera överlikviditet till aktieägarna. Vilken genomslagskraft har återköp fått bland de svenska företagen och finns detta negativa samband mellan återköp och utdelning även i Sverige?

1.3 Syfte

Syftet med denna uppsats är att undersöka i vilken utsträckning svenska börsnoterade företag har utnyttjat möjligheten att återköpa egna aktier och om de har substituerat utdelningar mot återköp.

1.4 Avgränsningar

Denna uppsats behandlar inte kvalitativa studier av enskilda företag, utan studerar endast företagens beteende och karaktäristik som grupp. Vi undersöker heller inte marknads

⁶ Jensen, Michael C., *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, (1986)

⁷ Ibid. s. 324

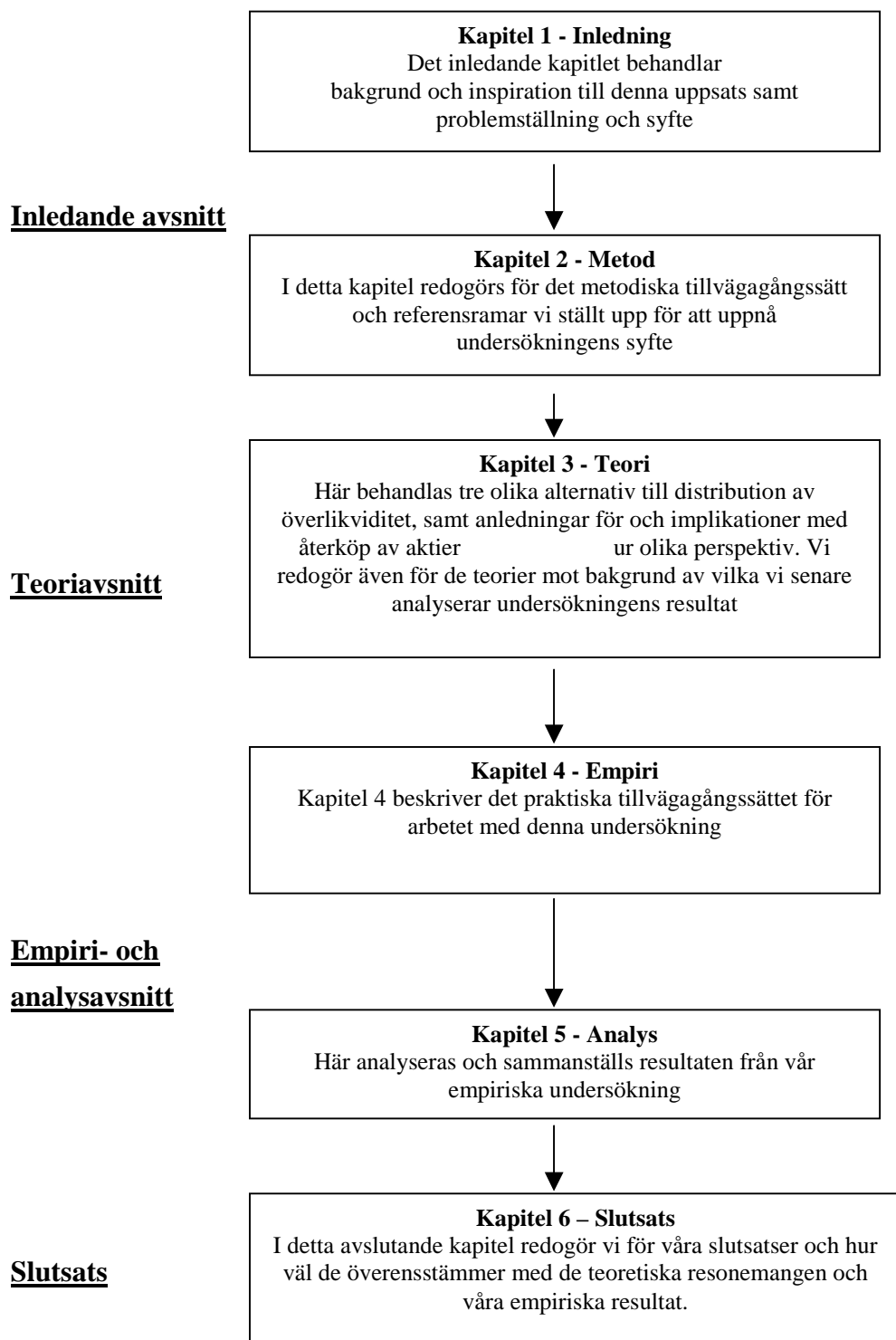
reaktioner på företagens återköps- eller utdelningsförändringar som t.ex. abnormal returns i samband med flaggning för återköp eller återköpsstart.

1.5 Målgrupp

Denna uppsats riktar sig primärt till studenter på kandidatseminarium i finansiering samt personer med viss kunskap i finansiell teori. Vi förutsätter att läsarna har samma grundläggande kunskaper inom relevanta ämnesområden som författarna dvs. motsvarande kandidatnivå i företagsekonomi.

1.6 Disposition

Uppsatsen består av 6 kapitel. Dispositionen kan åskådliggöras på följande sätt:



2. Metod

2.1 Övergripande angreppssätt

När man systematiskt skall ta sig an samhällsförhållanden på ett teoretiskt sätt skiljer man mellan två olika angreppssätt, deduktiv respektive induktiv metod.⁸ Den induktiva ansatsen kallas upptäckens väg och innebär att man av resultaten från en empirisk studie försöker skapa någon form av generella utsagor som sedan kan ge upphov till ny teoribildning. Den deduktiva ansatsen å sin sida har sitt ursprung i befintliga teorier. Metoden innebär att man formulerar hypoteser som sedan är möjliga att pröva mot verkligheten.⁹ De slutsatser man sedan drar skall därefter prövas empiriskt och man förenar därmed empiri och logik.¹⁰

Vi har i denna uppsats valt att använda oss av den deduktiva ansatsen. Utifrån teoretiska studier inom vårt ämne har vi utifrån befintliga antaganden utvecklat ett antal problemställningar som vi sedan önskar besvara genom empiriska studier och därefter dra egna slutsatser baserade på de resultat vi funnit.

2.1.1 Perspektiv

I vår empiriska studie undersöker vi återköp av egna aktier och utdelningar hos svenska börsnoterade företag. Då vi studerar företagens strategiska val vid vinstdistribution är det ett självklart val att utgå från ett företagsperspektiv.

2.2 Val av teori

Den teoretiska basen för undersökningar inom ämnet återköp av aktier, utgörs i huvuddel av tre forskningsområden som studerar effekter och konsekvenser av att företag återköper egna aktier. Dessa teorier utgörs av substitutionshypotesen, agentteorin samt signaleffektsteorin. Till teoridelen hör också den information som beskriver det praktiska förfarandet vid återköp av aktier och den lagtext som utgör regelverk för ändamålet.

⁸ Holme & Solvang *Forskningsmetodik* (1997), s. 51

⁹ Eriksson & Wiedersheim-Paul, *Att utreda fornska och rapportera* (2001), s. 201

¹⁰ *Ibid.* s. 201

Då vår undersökning fokuserar på företagens hantering av överlikviditet för att undersöka substitutionseffekten har vi gjort en omfattande litteraturstudie inom området. En amerikansk studie som på ett omfattande sätt behandlar detta område är Grullon & Michaelys artikel om utdelningar, återköp och substitutionshypotesen. Där undersöks hur amerikanska företag hanterar överkapitalisering genom att man undersöker sambandet mellan återköp av egna aktier och utdelning till aktieägarna. Efter att ha bearbetat materialet har vi kunnat begränsa mängden litteratur och sortera ut det material med bäst anknytning till ämnet och som innehåller all den information som behövs för att bygga upp den teoretiska bakgrunden.

2.3 Undersökningsmetod

Praxis inom samhällsvetenskapen är att man skiljer mellan två olika metodiska angreppssätt, kvalitativa och kvantitativa metoder. Den viktigaste skillnaden mellan dessa två är hur man använder sig av siffror och statistik.¹¹

Valet av undersökningsmetod torde grunda sig i den huvudmålsättning man har för analysarbetet. Den målsättning och ambition som vi beskriver i inledningskapitlet är avgörande för vårt val av metod. Då vi vill undersöka i vilken utsträckning möjligheten till återköp har använts av svenska företag och vilka konsekvenser det får för framförallt utdelningsstorleken har vi valt att använda en kvantitativ metod. Om man som vi, har som målsättning att kunna dra generella slutsatser av vår undersökning är, enligt Holme och Solvang, selektivitet och avstånd i förhållande till källan nödvändigt för att man skall kunna genomföra formaliserade analyser samt göra jämförelser och pröva om de resultat man kommit fram till gäller alla de enheter som man önskar uttala sig om.¹² Detta är ytterligare argument för att en kvantitativ metod är fördelaktigast för vår undersökning.

Då vi utifrån att ha studerat förhållandena på den amerikanska marknaden vad gäller återköp och utdelningar skall vi försöka ge en motsvarande beskrivning av de svenska förhållandena. Detta innebär att vi undersöker dessa företeelser hos alla svenska börsnoterade företag, dvs. alla enheter som är relevanta för den förestående undersökningen. Eftersom vi använder oss av ett så vittomfattande urval får undersökningen karaktären av en totalundersökning. Det enda förbehållet är att företagen i

¹¹ Holme & Solvang *Forskningsmetodik* (1997) s. 13

¹² Ibid. s. 14

fråga måste vara publika aktiebolag som är noterade på Stockholmsbörsen. Detta för att vi skall kunna få tillgång till den information vi behöver för att kunna genomföra undersökningen. Genom att studera börsens samtliga företag eliminerar vi en del av de risker som är associerade med urvalsprocessen, bl.a. risken med ett alltför knappt dataunderlag för att dra säkra slutsatser och som negativt kan påverka värdet av undersökningens resultat. Detta diskuteras vidare nedan i avsnittet källkritik.

För att bredda vår uppsats och få mer information om till exempel, de bakomliggande motiven till varför företag väljer att återköpa aktier skulle det även vara möjligt att kombinera den kvalitativa skrivbordsundersökningen med en mer kvalitativ, djupgående undersökning av några få utvalda företag. Detta är dock inte en möjlighet för oss att genomföra givet den tidsram som står till buds för detta uppsatsarbete.

2.4 Tillvägagångssätt

2.4.1 Datainsamling

Som primärkälla för våra data har vi använt oss av Börsguiden¹³ utgiven av Delphi Economics. Denna publikation är utmärkt som informationskälla för denna typ av undersökningar då den innehåller lättillgänglig och utförlig information om samtliga företag noterade på Stockholmsbörsen. Den information vi har insamlat om företagen är:

1. vinst för respektive år
2. totalt kapital
3. återköpsbelopp
4. total utdelning

Vi har även använt företagens årsredovisningar som vi fått tillgång till via företagens hemsidor på Internet. Ur dessa har vi hämtat information angående företagens återköp av aktier.

2.4.2 Urval undersökningsobjekt

Vårt urval av undersökningsenheter som ingår i vår studie baseras på företag noterade på Stockholmsbörsens samtliga aktielistor. Vår utgångspunkt var att samtliga företag skulle ingå i undersökningen. För att göra undersökningen möjligt har vi dock tvingats sortera

¹³ Börsguiden 2002:1, Delphi Economics AB (2002)

bort de företag som inte haft någon verksamhet tidigare än år 2000. Även de företag som efter år 1999 har avnoterats från börser eller blivit uppköpta av något annat företag, samt de företag som är, eller blivit en del av en koncern som redan finns noterade på börser, har plockats bort då erforderliga data inte finns att tillgå i dessa fall.

2.4.3 Gruppindelning

Vi har delat in företagen gruppvis med två olika utgångspunkter. Den första indelningen av företagen vi gjorde var baserad på huruvida företaget hade gjort återköp eller ej. Denna information finns dess värre ej att hämta ur Börsguiden, utan den insamlades via företagens årsredovisningar och börskommunikéer på respektive företags hemsida på Internet. Den andra indelningen var baserad på Grullon & Michaelys indelning av företagen i fyra grupper baserat på utbetalningspolicy.¹⁴ Dessa redovisas i kapitel 4 - Empiri.

2.4.4 Hypotesprövning

Statistisk hypotesprövning innebär att man med hjälp av slumpmässiga urval bedömer trovärdigheten i hypoteser angående den undersökta populationen.¹⁵ Vid all hypotesprövning formulerar man en nollhypotes (H_0) och en mothypotes (H_1). Prövningen skall leda till att man antingen kan förkasta nollhypotesen eller inte.¹⁶ Då vi i denna uppsats vill testa om det föreligger någon korrelation mellan utdelningar och återköp för att undersöka om substitutionshypotesen gäller kommer vi att ställa upp en hypotes som sedan prövas med hjälp av enkel regressionsanalys.

2.5 Källkritik

För att bestämma kvaliteten på den information man använder i sin undersökning, kan man ställa sig vissa grundläggande källkritiska frågor, t.ex. genom att försöka fastslå vem som har skapat informationen och huruvida författaren är kunnig inom det område han skriver om. En annan fråga att besvara är vad syftet med informationen är och vad författaren har för avsikt med sin text. Är texten verkligen objektiv eller kan man spåra kommersiella eller privata motiv i den? Går det att kontrollera de påståenden som författaren till texten gör?¹⁷

¹⁴ Grullon & Michaely, *Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis*, (2002), s. 1656

¹⁵ Körner & Wahlgren, *Statistisk Dataanalys*, (2000) s. 180

¹⁶ *Ibid.* s. 185

¹⁷ Eriksson och Wiedersheim-Paul, *Att utreda, forska och rapportera*, (2001), s.153

2.5.1 Datakällor

Vår uppsats är en kvantitativ studie där vi uteslutande använder oss av sekundärdata dvs. information som någon annan har sammanställt.¹⁸ Detta innefattar den information vi skaffade oss genom att undersöka företags årsredovisningar samt övrig information från artiklar och tidigare studier. Beträffande kvantitativa metoder är man särskilt intresserad av hur representativ den information man har är, om man verkligen har mätt det man ville mäta och om den information man samlat in är pålitlig (reliabel).¹⁹ Ett eventuellt samband mellan återköp och utdelning kan endast göras genom att jämföra respektive siffror för olika företag. Då informationen som visar på utdelningar och återköp är fakta tagna ur företagens årsredovisningar, bedömer vi reliabiliteten vara hög. Då kraven på börsnoterade företags externa redovisning är starkt reglerad i lagen kan man utgå ifrån att i årsredovisningen lämnade uppgifter är helt korrekta.

Då de artiklar vi har som bakgrund och inspiration till denna uppsats, och som även förser oss med de teorier med vilka vi för vår resultatdiskussion är skrivna av ansedda och välkända ekonomer i ansedda och välkända publikationer, finner vi det säkert att påstå att den information vi använder oss av från dessa källor är pålitlig. Därmed inte sagt att all denna information är helt relevant eller nödvändig för vår undersökning. Då majoriteten av de teorier vi har tagit del av är framtagna genom studier genomförda på den amerikanska marknaden, bör man vara uppmärksam på eventuella skillnader i marknadsförhållanden som kan föreligga när vi ska applicera dessa teorier på svenska företag och förhållanden.

¹⁸ Halvorsen, *Samhällsvetenskaplig Metod*, (1992), s. 72

¹⁹ *Ibid.* s. 94

3. Teori

Vi har med detta kapitel för avsikt att belysa och diskutera kring hur återköp av egna aktier går till rent praktiskt samt visa på andra möjligheter för företag att distribuera överlikviditet till aktieägarna. Vidare kommer vi att redogöra för de vanligaste argumenten för företag att återköpa egna aktier samt teorier som styrker dessa argument. Vårt fokus kommer att ligga på de teorier som vi ansett vara mest relevanta för att göra vår undersökning, men vi kommer inledningsvis att presentera lite allmän information kring återköp av aktier som företeelse.

3.1 Fördelning av överlikviditet till aktieägarna

Överlikviditet i företaget kan komma aktieägarna till godo genom utdelning, inlösen av aktier eller återköp av aktier.²⁰

3.1.1 Utdelning

Det vanligaste sättet på vilket företag distribuerar vinstmedel till ägarna är genom årlig utdelning. Vid bolagsstämman fattas beslut om hur årets vinst skall disponeras och huruvida utdelning skall ges och hur mycket som i så fall ska delas ut. Det är styrelsen som ger förslag på storleken av utdelningen och bolagsstämman som beslutar.²¹ Utdelning till aktieägarna är en definitiv åtgärd vilket betyder att pengarna som delas ut inte kan återupptas i företaget igen.²² Utdelning beskattas med 30 % av det totala beloppet och det går inte att skjuta upp skatten.²³

3.1.2 Inlösen

Inlösen av aktier innebär att företaget löser in sina egna aktier av ägarna för att sedan i tingsrätt makulera dessa och därigenom nedsätta det egna kapitalet. Aktiekapitalet minskar då med de inlösta aktiernas nominella belopp.²⁴ Då inlösen av aktier sker får den totala inlösensumman inte överstiga fritt eget kapital, utan att företagets borgenärer först genom ett tingsrättsförfarande får godkänna villkoren i förfarandet om täckning saknas för bundet

²⁰ Regeringens proposition 1999/2000:34 s. 51

²¹ Ross, Westerfield, Jaffe, *Corporate Finance*, (2002) s.496

²² Ibid. s 496

²³ Aktiebolagslagen 1975:1385 6 kap. 1 §

²⁴ Bergström & Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, (2000) s. 223

fritt eget kapital efter nedsättningen.²⁵ Inlösen av aktier och återköp av aktier skiljer sig markant från varandra. Inlösen av aktier måste godkännas av en 2/3 majoritet på bolagsstämman samt måste alltid behandlas genom tingsrätten. Tingsrätten måste i sin tur informera alla fordringsägarna vilket gör inlösen till en tidskrävande samt komplicerat process. Precis som utdelning är inlösen av aktier en definitiv åtgärd, man kan alltså inte sälja de inlösta aktierna vid kapitalbehov.²⁶

3.1.3 Återköp av egna aktier

Det sista och för oss mest intressanta sättet för företag att distribuera överlikviditet är genom att återköpa egna aktier. Företag som vill köpa tillbaka sina egna aktier måste vara börsnoterade aktiebolag.²⁷ För att återköp av egna aktier skall bli möjligt krävs det ett beslut på bolagsstämman. Vanligtvis får styrelsen av stämman mandat att någon gång under året köpa tillbaka aktier och kan då välja lämpligt tillfälle för förvärvet eller att inte genomföra återköp överhuvudtaget.²⁸ Företag får endast använda sig av fritt eget kapital vid återköp och storleken på uppköpet får inte vara så stort att företaget inte kan hantera sina ekonomiska åtaganden.²⁹ Vidare får maximalt 10 % av det egna aktiekapitalet återköpas. Återköp av aktier skiljer sig från utdelning och inlösen av aktier genom att det inte är att betrakta som en definitiv åtgärd utan aktierna man återköper går alltid att sälja tillbaka vid likviditetsbehov.³⁰

Vid återköp av aktier förändras de återköpta aktiernas rättigheter så att ingen rösträtt föreligger på de aktierna samt att de inte har någon rätt till utdelning. Vidare får inte återköpta aktier delta i en nyemission (dock i fondemissioner).³¹ Återköpta aktier får inte heller beaktas som en tillgång i företagets redovisning utan minskar företagets egna kapital. Utgifter som härrör till återköp av aktier skall vidare inte redovisas i resultatredovisningen utan tas upp direkt mot fritt eget kapital.³²

Tidigare förekom även s.k. syntetiska återköp vilket huvudsakligen användes av investmentbolag innan återköp av egna aktier var lagligt. Detta förfarande innebär i korthet att ett företag ber t.ex. en bank att köpa företagets aktier i marknaden och att hålla

²⁵ Bergström & Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, (2000) s. 223

²⁶ Ibid. 223

²⁷ Ibid s.220

²⁸ Aktiebolagslagen 7 Kap. 11§

²⁹ Ibid, 7 Kap. 11§

³⁰ Ibid, 7 Kap. 11§

³¹ Regeringens proposition 1999/2000:34 sid. 52

³² Ibid s. 61

dem i lager. För detta ersätter företaget banken alla eventuella kursförluster samt betalar en skälig ersättning för ränta på uppbundet kapital.³³

3.2 Allmänt om återköp av egna aktier

Då återköp av aktier blev möjligt på den svenska marknaden i början av 2000 har företagen fått utökade valmöjligheter när det gäller att distribuera överlikviditet. Vi vill i avsnittet nedan redogöra för hur det rent praktiskt går till att återköpa egna aktier för att sedan fortsätta med en bakgrund och förklaring till det lagförslag som Regeringen lade fram under 1999 om att tillåta återköp av aktier. Detta kommer härnäst att refereras till som Regeringens Proposition 1999/2000:34.

3.2.1 Motiv till återköp av aktier

Företagens motiv till återköp av aktier kan vara många och ibland ytterst företagsspecifika. Vi har dock för avsikt att åskådliggöra de i teorin mest accepterade anledningarna till återköp samt även fokusera på motiv vi finner vara relevanta för vår studie. Amy K. Dittmar tar i sin artikel³⁴ upp fem motiv till återköp av aktier:

1. Utdelning av en för stor kassa till dess aktieägare
2. Företagsledningen anser att företagets aktie är undervärderad
3. Förbättra kapitalstrukturen
4. Öka vinsten per aktie
5. Skydd mot fientliga uppköp

Ett ytterligare motiv kan vara att företagen vill ”hedga” sig i vissa incitamentsprogram för företagsledningen, genom att köpa in de aktier som senare skall betalas vid optionsförfall. Man vet inte vad aktiekursen kommer att vara när optionerna förfaller och man skaffar sig därmed en trygghet genom att återköpa aktier då priset är känt.³⁵

Ett återköpsprogram av egna aktier kan initieras av företaget av olika anledningar. Det kan vara ett användbart verktyg för företaget att påverka utformningen av kapitalstrukturen genom en nedsättning av det egna kapitlet och på så vis öka skuldsättningsgraden. Det kan

³³ Ranje, Erik, *Telefonintervju* (2002-12-07)

³⁴ Dittmar, Amy K. *Why do Firms repurchase stock?* (2000)

³⁵ Ranje, Erik, *Telefonintervju* (2002-12-07)

också vara ett sätt för företag att återföra vinstmedel till aktieägarna och ses som ett alternativ till utdelning.³⁶

Att återköpa egna aktier kan även vara ett mycket effektivt instrument för att påverka värderingen av företaget. Detta gäller kanske framförallt för lågt värderade bolag och investmentbolag som handlas med en betydande substansrabatt. Ett företags återköp av egna aktier påverkar substansvärdet per aktie positivt genom en ökad aktiekoncentration och därmed substansrabatten negativt, vilket följaktligen får aktiekursen att stiga.³⁷

3.2.2 Tillvägagångssätt vid återköp av aktier

Det finns tre olika sätt för företag återköpa aktier. Det vanligaste alternativet är öppet köp över börsen. Ett annat alternativ är att företaget ger ett offentligt erbjudande till alla aktieägarna. Slutligen kan man i andra länder även göra riktade återköp, vilket innebär att företaget ger ett speciellt riktat bud till stora investerare (detta alternativ är dock ej möjligt i Sverige då aktiebolagslagen säger att alla investerare skall behandlas lika).³⁸ Vid öppet köp över börsen agerar företaget som en investerare och köper aktierna till rådande marknadspris. Offentligt erbjudande innebär att företaget erbjuder alla existerande aktieägarna att sälja sina aktier till ett förbestämt pris som även brukar innefatta en premie för att göra erbjudandet lukrativt.³⁹

3.2.3 Hur återköp ska redovisas

I ett uttalande från International Accounting Standards Committee (IASC) skall egna aktier redovisas i balansräkningen som ett avdrag från eget kapital. I noterna skall förvärvet av egna aktier redovisas som en förändring i eget kapital. Upplysning om storleken på avdraget från eget kapital skall anges i balansräkningen eller i noterna. När aktierna avyttras, skall eventuell vinst eller förlust inte resultatföras. Mottagen ersättning skall endast redovisas som en förändring i eget kapital. I uttalandet hänvisas också till IAS 1.74 (a)(vi) som föreskriver att anskaffningskostnaden för egna aktier kan redovisas antingen i balansräkningen eller i noterna.⁴⁰

³⁶ Dittmar, Amy K. *Why do Firms repurchase stock?* (2000). s. 333-334

³⁷ Custos årsredovisning 2001, sid. 10

³⁸ Skog, Rolf, *Share Repurchases in Sweden Is it time for a change?* (1996), s.36-37

³⁹ Ibid. s. 37

⁴⁰ Regeringens proposition 1999/2000:3 sid. 99

3.3 Argument för och emot återköp av egna aktier

3.3.1 Effektiv kapitalanvändning

Anledningarna till varför regeringen la fram propositionen 1999/2000:34 om rätten för företag att återköpa aktier är många. Dock var ett av de starkaste argumenten att genom lagförändringen kunde företag placera sitt kapitalöverskott på ett smidigare och effektivare sätt vilket gynnar marknadsekonomin i stort.⁴¹ Vid ett företagsförvärv kan företaget t.ex. betala med egna aktier eller genom att sälja återköpta aktier snabbt lösgöra kontanta medel. Tidigare var man tvungen att genomföra en nyemission vid kapitaltillförsel vilket är både kostsamt och tidskrävande.⁴² Vidare kan man konstatera att Sverige är ett av de sista länderna som inför rätten till återköp av aktier och för att även fortsättningsvis kunna attrahera utländskt riskkapital anses denna åtgärd nödvändig.⁴³

Vidare i propositionen anges som argument för att återköp av aktier skulle vara tillåtet, att det framför allt skulle bidra till en mera effektiv användning av bolagets kapital. Företagen skulle ges bättre förutsättningar att föra tillbaka överskottsmedel till aktieägarna. Man menar att de senaste årens positiva utveckling inom svenskt näringsliv har inneburit att stora vinster har ackumulerats i många aktiebolag och att detta samt en del större företagsöverlåtelser har gett upphov till överlikviditet i bolagen.⁴⁴

Man menar på att de allra flesta företag eftersträvar en långsiktig och stabil utdelningspolitik, trots variationer i intjäningsförmåga, men att näringslivet inte har tillgång till lämpliga medel att överföra ackumulerade vinstmedel till aktieägarna.⁴⁵ Detta kan i sin tur kan ha bidragit till överlikviditeten. Vidare antas att utdelningshöjningar normalt endast sker om den högre nivån kan antas bestå på längre sikt. Enligt signaleffekten så kan en temporär utdelningshöjning i syfte att under en begränsad tidsperiod återföra överlikviditet till ägarna samtidigt kunna ge en felaktig signal till marknaden om företagets långsiktiga utdelningspolitik och därmed skulle ett sådant förfarande kunna skada företagets trovärdighet.⁴⁶

⁴¹ Bergström & Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, (2000), s.220f.

⁴² Ibid. s.220

⁴³ Skog, Rolf, *Share Repurchases in Sweden Is it time for a change?*, (1996), s. 39

⁴⁴ Regeringens Proposition 1999/2000:34 s. 54

⁴⁵ Ibid. s. 54

⁴⁶ Ibid. s. 54

I propositionen anges som ytterligare ett argument att återköp av egna aktier möjliggör en bättre anpassning till aktieägarnas önskemål än vad vinstutdelning gör. Detta med motiveringen att en aktieägare som vill ha en hög direktavkastning kan acceptera bolagets erbjudande om att köpa aktier, medan aktieägare som föredrar en långsiktig investering med låg direktavkastning kan avstå från att sälja sina aktier. Utdelning är däremot obligatorisk i den meningen att den omfattar även aktieägare som skulle ha föredragit en värdetillväxt i bolaget.⁴⁷

3.3.2 Skydd mot fientliga uppköp

De tidigare motiven till att företag återköper aktier fokuserar alla kring interna faktorer om hur företagen kan effektivisera sin kapitalanvändning. Detta motiv skiljer sig dock från de tidigare då det diskuterar kring hur externa faktorer agerar vid återköp av aktier. Återköp av aktier kan skapa ett skydd mot fientliga uppköp då det driver upp aktiepriset, vilket i sin tur avfärdar många uppköpsintressenter.⁴⁸ Genom återköp av aktier minskar företagets fria egna kapital som förs över till fasta tillgångar i form av egna aktier. Genom att det fria kapitalet minskar kommer inte lika stor andel av marknaden anse att företaget är en potential uppköpskandidat. Aktiepriset kommer till följd av detta att gå upp då de aktieägare som var villiga att sälja till lägst pris gjorde det till företaget och därför blir ett alternativt uppköp dyrare för förvärvaren. Detta medför att företag som i stor utsträckning hotas av fientliga uppköp väljer att återköpa aktier.⁴⁹

Att förhindra fientliga uppköp genom återköp av aktier är vida omtalat i litteraturen då det förekommer flertalet fall av detta på de amerikanska samt europeiska marknaderna. I Sverige så blir detta motiv inte lika aktuellt då det bara är tillåtet att återköpa 10 % av det egna antalet aktier samt att riktade återköp inte är tillåtet. Större genomslagskraft får dock den signal som företag sänder om att det fria egna kapitalet har minskat. Denna signal kan i sin tur minska risken för fientliga uppköp.⁵⁰

3.3.2 Riskerna för kursmanipulationer och skyddet för det bundna egna kapitalet

Man anser att de främsta riskerna med att återköp av egna aktier tillåts är kursmanipulation och att företagets borgenärer kan skadas. Risken för kursmanipulation bedöms dock som liten eftersom man från regeringens sida anser sig kunna utforma ett regelverk som undanröjer riskerna för att detta skall inträffa.⁵¹

⁴⁷ Regeringens Proposition 1999/2000:34 s. 54

⁴⁸ Dittmar, Amy K, *Why Do Firms Repurchase Stock?* (2000), s.335

⁴⁹ Ibid. s. 335

⁵⁰ Bergström & Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, (2000), s.126, 128, f.

⁵¹ Ibid. s. 55

I lagen står bl.a. att företag inte får handla i sina aktier 30 dagar före en kvartals- eller delårsrapport. Vidare måste företag behålla sina återköpta aktier i tre månader innan de kan sälja dem igen. Handel får inte heller ske 30 minuter före börsen stänger. Återköp av aktier får bara förekomma inom marknadens kursintervall och inte till ”specialpriser” enbart för det egna företaget. Lagen föreskriver även regler kring hur många aktier ett företag förvärvar varje dag och detta för att en kurspåverkan skall undvikas vid för stora köp. Företag skall inte kunna förändra kursen på aktien via återköp av aktier och därför regleras hur stort antal aktier får köpas åt gången.⁵²

Vad beträffar borgenärernas skydd bygger farhågorna på att det bara är bolagets tillgångar som täcker dess skulder. Om bolaget fritt kunde använda sina tillgångar eller öka sina skulder, skulle risken för borgenärerna öka. Därför har lagen om återköp utformats så att bolagets möjligheter för detta begränsas.⁵³ Då företaget återköper aktier, innebär det ett betalningsflöde från bolaget till aktieägarna, vilket skulle kunna försämra skyddet för det bundna egna kapitalet. Därför har lagen utformats så att bundet eget kapital inte kan tas i anspråk. Även användningen av fria medel för förvärv av egna aktier måste begränsas, med hänsyn till bolagets likviditet och finansiella ställning. Det bokförda värdet av bolagets tillgångar skall i princip motsvara minst bolagets bokförda skulder och avsättningar plus det bundna egna kapitalet. Är detta fallet, sägs det bundna egna kapitalet vara täckt.⁵⁴

3.3.3 Skatteaspekten

I propositionen behandlas även skatteaspekten av återköp av egna aktier. Man anser att det finns anledning att anta att de nu föreslagna reglerna om förvärv av egna aktier kommer att få inverkan på statens skatteintäkter. Främst kan förslaget få betydelse för skatten på utdelningar. Den svenska dubbelbeskattningen av inkomster från bolagssektorn medför att den effektiva skatten på utdelningar är högre än på kapitalvinster. Detta innebär att det är skattemässigt förmånligare för aktieägare att tillgodogöra sig bolagets inkomster genom försäljning av aktier än genom utdelning.⁵⁵

Frågan är då hur stor del av denna utdelningsvolym som kan komma att ersättas med återköp. För aktieägarna finns det skattemässiga incitament att tillgodogöra sig bolagsinkomster genom reavinster i stället för genom utdelningar.⁵⁶ Återköp av aktier

⁵² Regeringens Proposition 1999/2000:34 s. 77

⁵³ Ibid. s. 55

⁵⁴ Ibid. s. 56

⁵⁵ Ibid. s. 108

⁵⁶ Ibid. s. 108

beskattas med 30 % på reavinsten av aktien vilket beror på när man sålde aktien samt när man köpte den. Man kan också välja när man skall betala skatten då den inte uppkommer förrän man säljer aktien, vilket gör att skatten kommer att ligga latent så länge företaget behåller aktien. Utdelning å andra sidan beskattas med 30 % på hela beloppet av utdelningen och detta beskattas samtidigt som utdelningen utbetalas.⁵⁷

3.3.4 Det internationella perspektivet

I propositionen anges även det faktum att näringslivet och de finansiella marknaderna under senare år har genomgått en betydande internationalisering och att det även mot den bakgrunden är viktigt att svenska företag har samma förutsättningar som utländska konkurrenter. Det finns en risk för att avvikande svenska regler på detta område kan motverka investeringar i Sverige. Möjligheten för aktiebolag att köpa och sälja egna aktier ger företagen ökad flexibilitet och därmed också ökad konkurrensförmåga, vilket medför risken att svenska företag blir mindre attraktiva för internationella placerare om lagen inte tillåter återköp av egna aktier i Sverige.⁵⁸

3.4 Substitutionshypotesen

Substitutionshypotesen baseras på att utdelning och återköp är perfekta substitut och att det inte borde spela någon roll för företagen huruvida de använder sig av det ena eller det andra då de skall använda sitt överskott av kapital. Detta hävdar Miller & Modigliani⁵⁹ då de i sin artikel beskriver hur det skulle se ut givet en perfekt kapitalmarknad där alla aktörer innehar samma information samt att man har möjligheten att dela ut till alla investerare. Då Miller & Modiglianis teori bygger på antagandet om en perfekt marknad är det svårt att helt stödja sig på denna när man skall undersöka verkliga förhållanden. Författarna åskådliggör dock ett viktigt förhållningssätt där man kan beakta utdelning och återköp som jämbördiga samt ger liknande effekter för företaget.⁶⁰

Till skillnad från Miller & Modigliani hävdar Allen⁶¹ att återköp och utdelningar inte är substitut. Detta mot bakgrund av att institutionella placerare som eftersträvar en jämn ström av utdelningar under en lång period föredrar utdelningar framför återköp. Han menar även att Institutionella investerare besitter bättre möjligheter till att inhämta

⁵⁷ Dittmar, Amy K., *Why do Firms repurchase stock?*

⁵⁸ Regeringens Proposition 1999/2000:34 s. 55

⁵⁹ Miller & Modigliani, *Dividend policy, growth, and the valuation of shares*, (1961)

⁶⁰ Ibid.

⁶¹ Allen, Franklin, *Financial Contagion*, (2000)

information som ger dem fördelaktigare position i avgörandet huruvida en aktie är över eller undervärderad. De delar därför inte företagets intresse av att kortsiktig stärka värdet per aktie.⁶²

Grullon & Michaely argumenterar i sin artikel att stora väletablerade företag delvis finansierar sina återköpsprogram av egna aktier med medel som skulle ha använts till extrautdelning till aktieägarna.⁶³ Detta styrks genom att approximera framtida utdelningsströmmar och jämföra de företag som har antagit återköpsprogram av aktier och de företag som inte gjort det. De hävdar alltså att förväntad och verklig utdelning tenderar att skilja sig mer från varandra då det beslutats om införandet av ett återköpsprogram.⁶⁴

Det finns även undersökningar som visar att utdelning och återköp av aktier används olika av olika företag, beroende på vilken typ av företag som undersöks. Utdelning används framförallt av företag som har en god finansiell ställning och som genererar vinster och följaktligen distribuerar vinsten till sina aktieägare på detta sätt. Återköp av aktier används istället av företag som gör tillfälliga vinster och som utför denna åtgärd för att stärka sin ställning.⁶⁵

3.5 Signaleringseffekter

En aktie värderas utifrån företagets framtida förmåga att generera överavkastning. När företagsledningen anser att aktien är värd mer än vad marknaden värderar den till skiljer sig deras information från marknaden. Företagsledningen kan då påverka denna informationsasymmetri genom att klargöra för marknaden hur framtida överkastningar skall genereras. Detta görs t.ex. genom pressreleaser om företagets nya idéer eller speciella analytikerföredrag där de vidare förklarar sina framtida visioner och mål tydligare än i t.ex. årsredovisningen. Företaget riskerar dock att då röja lite av sitt försprång gentemot sina konkurrenter då man fokuserar på att övertala marknaden om sin förträfflighet och detta genom att röja strategier och nya forskningsprojekt.⁶⁶ Återköp av aktier har därför blivit en möjlighet för företag att visa marknaden att de tycker att de är undervärderade utan att röja sin egen komparativa fördel gentemot sina konkurrenter.

⁶² Grullon & Michaely, *Dividends, Share Repurchases, and the substitution hypothesis*, (2002), s.1653

⁶³ Ibid. s.1649

⁶⁴ Ibid. s.1665

⁶⁵ Jagannathan, Stephens and Weisbach, *Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases*, (2000)

⁶⁶ Ross, Westerfield and Jaffe, *Corporate Finance*, (1999), s. 105

De signaler som ges till investerarna då företag antingen ökar sin utdelning eller startar ett återköpsprogram av aktier eller i vissa fall minskar sin utdelning kallas signaleffektmodellen. Förenklat kan man säga att allting som företaget tar sig för ger olika signaler till investerarna som utifrån detta tar beslutet huruvida man skall köpa aktier, sälja aktier eller vara passiv.⁶⁷

Signalhypotesen bygger på att investerare, vid ett företags beslut om återköpsprogram, måste bedöma huruvida man anser att företagsledningen besitter kunskap om företaget som marknaden inte har och att aktien därmed skulle vara undervärderad eller huruvida företaget saknar bättre alternativinvesteringar. Utifrån denna bedömning väljer de sedan att investera ytterligare i företaget, vilket således har en positiv inverkan på aktiekursen eller att sälja av sina innehav vilket således påverkar kursen negativt.⁶⁸ Dittmar diskuterar i sin artikel den s.k. Undervärderingshypotesen vilken innebär att företaget köper tillbaka sina egna aktier för att signalera till marknaden att de tycker att de är undervärderade. Enligt hypotesen så ger detta en signal till marknaden om undervärdering som sedan korrigeras då informationen om ett återköpsprogram når marknaden vilket gör att aktiens pris korrigeras.⁶⁹

Även ”falsk” signalering förekommer. Detta genom att företaget köper tillbaka aktier för att höja aktiekursen utan att egentligen anse den undervärderad i utgångsläget. Detta visar sig också förekomma vid utdelning då vissa företag delar ut mer än de egentligen borde för att på så vis ”lura” marknaden. Företaget ger därigenom sken av att vara mer välmående än vad som är fallet. Denna typ av signalering har dock visat sig vara ofruktbar då den inte håller under en längre tid, eftersom marknaden blir skeptisk till framtida signaler av företaget samt företagets goodwill tenderar att minska vid sådana utspel.⁷⁰

Även Ikenberry & Vermaelen menar att aktieåterköp kan sända negativa signaler till marknaden eftersom det skulle kunna tolkas som att företagsledningen inte hittar bättre investeringsmöjligheter utan istället köper tillbaka egna aktier. De anser dock att dessa negativa signaler är att betrakta som undantag och menar att återköp av aktier främst är förknippat med positiva signaler till marknaden.⁷¹

⁶⁷ Ross, Westerfield and Jaffe, *Corporate Finance*, (1999), s. 105

⁶⁸ Bergström & Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, (2000), s.222f.

⁶⁹ Dittmar, Amy K., *Why do Firms repurchase stock?*, (2000)

⁷⁰ Miller & Rock, *Dividend policy under Asymmetric information*, (1985)

⁷¹ Ikenberry & Vermaelen, *The option to repurchase stock*, (1996)

Allen menar att de företag som signalerar att de är undervärderade också är de företag som de facto är undervärderade. Detta eftersom marknaden förmodligen annars skulle genomskåda förfarandet vid den noggrannare granskning av företaget som blir följden av den signal de sänder ut.⁷² Man kan anta att företag med en lågt värderad aktie tjänar på att bli noggrannare granskade då detta troligtvis medför en högre aktiekurs.⁷³ Även hur ett företag väljer att genomföra sitt återköp av aktier inverkar på vilka signaler man sänder till marknaden. Väljer företaget att köpa tillbaka aktier direkt över börsen väcker det inte lika stort intresse hos marknaden som vid ett bud till aktieägarna. Använder sig företaget av ett offentligt bud till alla aktieägare om återköp av aktier till ett pris som är högre än marknadspris så medför detta en stark signal till marknaden om undervärdering. Offentligt bud ger därför den starkaste signalen till marknaden om undervärdering men är också den mest kostsamma för företaget.⁷⁴

3.6 Agentteorin

Förhållandet mellan ledningen i företaget dess aktieägare samt kreditgivarna är själva grunden till Agentproblematiken. Den baseras på att alla de tre parterna ser till sitt eget bästa och inte till företagets bästa vilket skapar konflikter mellan dessa parter då de ofta har olika preferenser av åt vilket håll företaget skall styra.⁷⁵

3.6.1 Aktieägare

Ur ett Aktieägarperspektiv blir det centralt att se till att företaget genererar så mycket vinst som möjligt och om det finns pengar över skall dessa utdelas till aktieägarna eller användas till återköp av aktier som ökar aktieägarvärdet. Aktieägarna är mera riskbenägna än ledningen då de främst ser till att deras investering skall ge maximal avkastning och då de troligtvis inte har alla sina pengar i företaget agerar de som diversifierade ägare. Detta betyder att det enskilda företagets aktie ingår som en av många i en diversifierad portfölj och investerarna önskar därför högre risk eftersom det samtidigt höjer den förväntade avkastningen.⁷⁶ Enligt Jensen föredrar aktieägarna utdelning framför återinvestering i företaget, så som återköp av aktier, då utdelning ger pengar direkt som kan placeras bättre än in i företaget igen, enligt ”Bättre en fågel i handen” teoremet.⁷⁷ Denna ståndpunkt

⁷² Allen, Franlin, *Financial Contagion*, (2000)

⁷³ Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen, *Market underreaction to open market share repurchase*, (1995)

⁷⁴ Ibid. s. 181

⁷⁵ Jensen & Smith, *Stockholder, Manager and Investor Interests: Applications of Agency Theory* (1986)

⁷⁶ Ross, Westerfield, Jaffe, *Corporate Finance* (2002) sid.220

⁷⁷ Jensen & Smith, *Stockholder, Manager and Investor Interests: Applications of Agency Theory* (1986)

delas inte av andra forskare som hävdar att så länge utdelningspolicyn är den samma kommer aktieägarna att vinna mest på att behålla pengarna i företaget, för att sälja av vid ett senare tillfälle då de anser det vara fördelaktigt, och då realisera en större vinst än om de fått ta del av utdelning. Samma forskare hävdar också att aktieägarna skulle maximera sin vinst om de hade en ”objektiv observatör” som kontrollerade ledningen så att den agerade utifrån aktieägarnas vilja och därigenom inte behövde dela ut pengar till aktieägarna utan kunde investera dessa i ständigt ny vinstdrivande verksamhet.⁷⁸

3.6.2 Ledningen

Om man beaktar agentproblemet ur ett ledningsperspektiv kan man se företagsledningens motivation till ständig tillväxt. Denna vilja att hela tiden bli större kommer av att ledningens bonus ofta baseras på tillväxten i företaget. Ett kraftigt växande företag möjliggör även att mellanchefer kan bli beförtrade istället för att t.ex. belönas med en monetär ersättning. Detta kan ta sig uttryck i att ledningen strävar efter att driva ett så stort företag som möjligt istället för att sträva mot ett så vinstdrivande företag som möjligt.⁷⁹

Återköp av aktier kan som tidigare behandlats användas av en mängd olika anledningar. En av dessa kan vara att företagsledningen ofta har optionsprogram som är beroende av den underliggande tillgången (företagets aktie). Återköp av aktier möjliggör nämligen förbättring av nyckeltal som används som parametrar i företagsledningens belöningsystem. Belöningsystemen baseras på t.ex. vinst per aktie och om detta mått förbättras under året så blir också företagsledningens bonus större. Detta är starka incitament för företagsledningen att återköpa aktier. Aktierna som återköps vid lämpligt tillfälle kan också användas till att betala företagsledningen då optionerna löper ut istället för att ge ut nya aktier vilket kommer att skapa en utspädning. Alternativet är att köpa dem vid optionsförfall då kursen kan vara högre och det blir då kostsamt. Sammantaget kan återköp av aktier ibland användas för att främja egenintressen för ledningen av företag så som ökat värde på optionsprogram mm. Om marknaden anser att företaget använder återköp av aktier i detta ändamål så kommer företagets framtida signalering vid återköp av aktier försvinna och negativ goodwill samt en minskad aktiekurs kan bli resultatet av ett återköp.⁸⁰

Företagsledningen har inte heller samma mål eller prioriteringar som aktieägarna och kreditgivarna vilket ter sig naturligt. Ledningen genererar därför inget extra aktieägarvärde

⁷⁸ Easterbrook, Frank H., *Agency-cost Explanations of dividends*, (1984), s. 650-659

⁷⁹ Jensen, Michael C., *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, (1986), s. 323

⁸⁰ Billing, Anders, Dagens Industri, (2002-11-04)

utan att själva få betalt för det. Man kan uttrycka det som att företagsledningen inte arbetar mer än de behöver då de ändå inte får något mer för det. Detta fenomen går ej att påvisa hos mindre företag eller där företagsledningen är stora aktieägare eftersom de då intar rollen av både företagsledning och aktieägare. Vidare är företagsledningen betydligt mer riskavers än aktieägarna då deras försörjning baseras på företagets utveckling och de inte kan diversifiera på samma sätt som aktieägarna. Företagsledningen är medveten om att dess tid i företaget är begränsad och kommer därför att agera utifrån detta. Kortsiktiga mål prioriteras framför långsiktiga och företagets bästa kommer inte att fokuseras.⁸¹

3.6.3 Kreditgivare

Kreditgivarnas roll i relationen mellan de tre parterna är att bedöma huruvida man ska låna ut mer pengar till företaget eller om man skall minska eller dra sig ut helt och hållet baserat på den information man kontinuerligt införskaffar om företaget. Vid återköp av aktier använder företagsledningen fritt eget kapital för att binda upp i aktier som sedan blir tillgångar. Aktieägarna ser denna minskning av det egna kapitalet som något positivt då det ökar hävstångseffekten i deras investering, detta påverkar kreditgivarna å sin sida negativt då de får bära risken utan att få ta del av avkastningen. Återköp av aktier och utdelning kan ses som ett sätt för företagsledningen att dra ut allt kapital i företaget och fördela det till aktieägarna. Aktieägarna ser då till den ökade vinst som kommer att genereras då risken ökar medan kreditgivarna ser den ökade risken för konkurs och risken att förlora allt. Aktieägarnas riskbenägenhet ökar alltså på bekostnad av kreditgivarna.⁸² Detta kan förebyggas från kreditgivarnas sida genom att omförhandla lånekontrakten så att de får större avkastning vid återköp eller avtal om del av aktieutdelning. Detta gör kreditgivarna mindre utsatta och mer positivt inställda till utlåning.⁸³ I Sverige har detta även tagits upp i lagen för att skydda kreditgivarna. Lagen säger att företagets tillgångar måste vara lika stort som dess skulder samt en marginal som utgörs av bundet kapital så som överkursfond. Detta medför som vi tidigare nämnt att endast fritt eget kapital kan användas till återköp av aktier vilket utgör en säkerhet för långivarna.⁸⁴

⁸¹ Jensen & Smith, *Stockholder, Manager and Investor Interests: Applications of Agency Theory* (1986), s. 103

⁸² Bergström & Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, (2000), s.222f.

⁸³ Jensen, Michael C., *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, (1986)

⁸⁴ Regeringens proposition 1999/2000:56 s.

3.7 Tidigare studier

Som tidigare nämnt har vi fått inspiration och flera uppslag till vår uppsats ur Grullon och Michaelys artikel i Journal of Finance rörande amerikanska företags återköp av aktier under de senaste 20 åren.

Syftet med artikeln är tredelat. Först görs en analys av den senaste trenden vad gäller återköp av aktier. Under de senaste 15 åren har amerikanska företag valt att introducera återköpsprogram framför att göra kontantutdelningar. Även om de stora företagen inte skurit ner på sina utdelningar, har tillväxttakten varit förhållandevis mycket låg under denna period. För det andra analyseras huruvida återköp används som ett substitut till utdelning. Artikelns tredje syfte är att försöka komma till klarhet i varför företag inte använt återköp som ett substitut tidigare.

För att undersöka den senaste trenden i företagens utbetalningspolicy har man årsvis (1972 – 2000) summerat resultat, utdelningar och återköp för alla företag i undersökningsgruppen. Vidare har man mätt utdelning och återköp som en procentsats av företagets resultat för respektive år. Man har även mätt utdelningar och återköp i förhållande till företagets sammanlagda marknadsvärde. Slutligen mäts också aktieåterköp i relation till total utdelning. Mätningarna visar att andel återköp mätt i relation till utdelningar, har ökat från 13,1 % 1980 till 113,1 % 2000.

Nästa mätning beskriver företagets karaktäristik med avseende på utbetalningspolicy. Policyn bestäms genom att mäta företagets totala utbetalningar i sju olika årsintervall; 1972-75, 1976-79, 1980-83, 1984-87, 1988-91, 1992-95 och 1996-2000. Om ett företag t.ex. betalar utdelning 1981 och återköper aktier 1982 räknas företaget som ett återköpande och utdelande företag för perioden 1980-83 och ingår således i grupp 4 enligt indelningen nedan. Parametrarna utgörs som ovan nämnt av återköp, utdelning, resultat (ROA) och marknadsvärde. Företagen delas in i fyra olika grupper beroende på om de återköper, ger utdelning, gör båda eller ingetdera.

1. Utdelning = 0, Återköp = 0
2. Utdelning > 0, Återköp = 0
3. Utdelning = 0, Återköp > 0
4. Utdelning > 0, Återköp > 0

För varje grupp mäts medelvärdet och medianen med avseende på 10 olika "företagsegenskaper" bestående av marknadsvärde, tillgångarnas värde, kassa, avkastning på totalt kapital samt variansen i denna. Man tar även hänsyn till företagens ålder samt utdelningar och återköp i relation till aggregerade utdelningar och vinster.

Det första undersökningen visar är att företag som ger utdelning till aktieägarna är större och mer lönsamma än de företag som inte ger utdelning. Företag som betalar utdelning har lägre varians i avkastning (δ ROA) än företag som inte ger utdelning oavsett om de återköper eller inte. Generellt kan man säga att de företag som endast ger utdelning till aktieägarna (grupp 2) är mest lika de som både betalar utdelning och återköper aktier (grupp 4), medan de företag som endast återköper aktier (grupp 3) har samma karaktäristika som de företag som varken delar ut eller återköper (grupp 1). Grupp 1 och 3 består i allmänhet av mindre företag med högt market-to-book värde och med hög volatilitet i resultaten. Relationen mellan volatiliteten i resultatet och utbetalningsmetod är viktig givet möjligheten att företag med hög resultatvolatilitet tenderar att dela ut mer pengar i form av återköp snarare än i form av utdelningar. Vidare finner man att företag som återköper i regel är yngre än de som betalar utdelningar. Endast 34,1 % av företagen i grupp 3 har handlats på börsen längre än 8 år medan samma siffra för de företag som ger utdelning är 63,4 %.

Ett annat viktigt resultat som framkommer är att de företag som både ger utdelning och återköper aktier står för 87,9 % av återköpsaktiviteten. Endast 12,1 % kommer från de företag som endast återköper. En anledning till att resultatvolatiliteten är högre hos återköpande företag kan vara att det oftast är unga företag som initierar återköpsprogram. För att eliminera denna möjlighet måste man fokusera på utvecklingen i de etablerade företagen. I detta fall de som existerat under hela perioden 1972-2000.

För att utröna om det finns någon positiv korrelation mellan återköp och resultatvolatiliteten görs en undersökning bland etablerade företag perioden 1972-2000. Perioden är uppdelad i tre underperioder; 1972-79, 1980-91 och 1992-2000. Man mäter medelvärdet och medianen för variablernas varians i avkastning (δ ROA), vinst, utdelning/vinst och återköp/vinst. Variansen i avkastning minskade något mellan perioden 1972-79 och 1992-2000. Under samma period ökade återköpen som andel av vinsten från knappa 6 % till nära 23 %. Man kan alltså inte hitta någon positiv korrelation mellan återköpsaktivitet och volatilitet i resultatet.

I artikeln visas att amerikanska företag i allra högsta grad substituerat utdelning mot återköp under de senaste decennierna. Majoriteten av de företag som initierar utbetalningsprogram till aktieägarna gör det via återköp och företag som tidigare använt sig av utdelning har också börjat med återköp. Etablerade koncerner spenderar allt mer pengar på återköp och allt mindre på utdelning. Genom att använda Lintners utdelningsmodell har man visat att utdelningsprognosfel är negativt korrelerade med aktieåterköpsaktivitet. Detta resultat visar på att skillnaden mellan verklig och förväntad utdelning tenderar att bli mer negativ när företaget spenderar mer pengar på återköp av aktier. Detta bevis stödjer idén om att utdelning och återköp är substitut. Vidare kommer man fram till att de företag som är engagerade i ett återköpsprogram inte får en signifikant negativ prisutveckling på sina aktier om de sänker utdelningsstorleken, till skillnad från företag som inte återköper aktier. Eftersom tilltron till utdelningar minskar och tilltron till återköp ökar borde man nuförtiden använda sig av total utbetalning istället för total utdelning som verktyg vid värdering.

4. Empiri

4.1 Undersökningar

För att få svar på frågorna om huruvida företagen substituerar utdelning för återköp samt vilka karakteristika som utmärker återköpande och icke återköpande företag gjorde vi två separata undersökningar. Den första innebar att vi ställde upp hypotesen att det föreligger korrelation mellan återköp och utdelning. I enlighet med Grullon & Michaelys resultat redovisade i kap. 3 ovan bör denna korrelation vara negativ. Med hjälp av två enkelregressioner kunde vi sedan förkasta eller verifiera denna hypotes. För att svara på den andra frågan ställde vi upp ett antal jämförelsetal för företagen i de olika grupperna baserat på den indata vi haft till hands, för att på så vis kunna uttyda vad som förenar respektive skiljer de olika företagen åt.

4.2 Mätvariabler

Då företag distribuerar överlikviditet till aktieägarna genom antingen utdelning eller återköp och det är positiva vinster som generera denna överlikviditet, anser vi att företagets vinster är den mest uppenbara faktor att sätta dessa i relation till. Som beroende variabler (Y) i den första regressionsanalysen använde vi utdelningsandelsdifferensen mellan åren 1999 och 2000. Detta är differensen mellan utdelning avseende 2000 års vinst som andel av 2000 års vinst och utdelning avseende 1999 års vinst. Som förklarande variabler (X) använde vi återköpsbelopp 1999 som andel av 1998 års vinst och återköpsbelopp 2000 som andel av 1999 års vinst. Den andra regressionsanalysen utfördes på samma sätt, men med differenserna mätta ett år senare.

I regression 3 och 4 använde vi differensen i total utdelning och differensen i återköpsbelopp för samma perioder som i regression 1 och 2, men istället satta i relation till periodens genomsnittliga totala kapital.

Anledningen till att utdelningarna sätts i relation till samma års vinster, men att återköpen sätts i relation till vinsten året innan gör vi därför att beslut om utdelning fattas på bolagsstämman kort efter räkenskapsårets slut då årets vinst är konstaterad och utdelningsbeloppet samtidigt kan fastslås. Beslut om återköp för kommande år fattas

samtidigt och baseras då på samma vinst som utdelningen baserades på, dvs. vinsten för det år som bolagsstämman avsåg. Vi använder dessa variabler i våra regressioner för att undersöka om det kan vara så att den tillkomna möjligheten av återköp av egna aktier kan tänkas ha påverkat företagets utdelningar som andel av vinsten.

Anledningen till att vi gjort fyra regressioner med samma variabler i täljaren men med olika baser, är att det när man använder vinsten som bas uppstår problem med att kvantifiera t ex utdelningsförändringen. Om ett företag har ett negativt resultat under något av de undersökta åren kommer det att medföra att även utdelningsandelen blir negativ för det året. Resultatet blir i så fall missvisande, eftersom den andel en positiv utdelning utgör av ett negativt resultat inte går att kvantifiera och därmed omöjliggörs även jämförelsen. Vi har därför i regression 1 och 2 tvingats ta bort de företag som under något av de tre åren redovisat ett negativt resultat.

I regressionerna 3 och 4 använder vi totalt kapital som bas och eliminerar då problemet eftersom det totala kapitalet alltid är positivt. Dock anser vi det medföra den nackdelen att det totala kapitalets samband utdelning och återköp inte är särskilt starkt, vilket vi anser det vara mellan vinst och utdelning.

4.3 Hypotesprövning

Statistisk hypotesprövning innebär att man med hjälp av slumpmässiga urval bedömer trovärdigheten i hypoteser angående den undersökta populationen.⁸⁵ Vid all hypotesprövning formulerar man en nollhypotes (H_0) och en mothypotes (H_1). Prövningen skall leda till att man antingen förkastar nollhypotesen eller inte.⁸⁶ Vi ställde upp följande två hypoteser:

H_0 : Det föreligger inte någon korrelation mellan återköp av aktier (X) och förändringen i utdelning (Y).

H_1 : Det föreligger korrelation mellan återköp av aktier (X) och förändringen i utdelning (Y).

⁸⁵ Körner & Wahlgren, *Statistisk Dataanalys* (2000), s. 180

⁸⁶ *Ibid.* s. 185

4.3.1 Signifikansnivå

Signifikansnivån är risken att förkasta nollhypotesen när den är sann. Denna risk skall vara så liten som möjligt och brukar normalt sättas på nivåer runt 5 %, 1 % eller 0,1 %.⁸⁷ Vi väljer att göra vår undersökning på 5 % - nivån då denna ses som allmänt vedertagen och då det inte föreligger speciella omständigheter.⁸⁸

4.4 Gruppindelning

För att på ett enkelt sätt kunna jämföra likheter och skillnader mellan företag med olika utbetalningspolicy har vi delat in företagen i olika grupper. Den första indelning vi gör är mellan återköpande och ej återköpande företag. Denna ger en tydlig överblick men tar ingen hänsyn till utdelningspolicy. Därför gör vi även en andra gruppindelning där vi precis som Grullon & Michaely delat in företagen enligt ordningen:⁸⁹

1. Utdelning = 0, Återköp = 0
2. Utdelning > 0, Återköp = 0
3. Utdelning = 0, Återköp > 0
4. Utdelning > 0, Återköp > 0

4.5 Jämförelsetal

För att bestämma karaktäristika och kunna skilja ut likheter och skillnader mellan de återköpande och icke återköpande företagen samt mellan de fyra olika grupperna räknade vi ut jämförelsetal. Dessa är:

1. antal företag i gruppen relativt total antal företag
2. totalt kapital för respektive grupp i relation till totalt kapital för samtliga undersökta företag
3. totalt kapital för genomsnittsföretaget i respektive grupp i relation till genomsnittligt totalt kapital för samtliga undersökta företag
4. vinsten för respektive grupp i relation till vinst för samtliga undersökta företag

⁸⁷ Körner & Wahlgren, *Statistisk Dataanalys* (2000), s. 187

⁸⁸ *Ibid.* s. 199

⁸⁹ Grullon & Michaely, *Dividends, Share Repurchases, and the substitution hypothesis*, (2002), s.1655

5. vinsten för genomsnittsföretaget i respektive grupp i relation till genomsnittlig vinst för samtliga undersökta företag
6. utdelning för respektive grupp i relation till utdelning för samtliga undersökta företag
7. utdelning för genomsnittsföretaget i respektive grupp i relation till genomsnittlig utdelning för samtliga undersökta företag
8. återköp för respektive grupp i relation till återköp för samtliga undersökta företag
9. återköp för respektive företag
10. vinst relativt totalt kapital för genomsnittsföretaget i respektive grupp (R_T)
11. utdelning relativt vinst för genomsnittsföretaget i respektive grupp
12. återköp i kronor relativt vinst för de företag som gjort återköp

4.6 Kommentar till bortfall och felvärden

Vi har haft ett mycket lågt bortfall av företag i vår undersökning. Endast två företag har vi tvingats välja bort och dessa är företag där informationen antingen inte varit tillräckig, eller direkt missvisande. Det ena fallet är Custos, som vi har valt att inte använda i undersökningen på grund av att de gjort så kallade syntetiska återköp. Syntetiska återköp förklaras i kapitel 3. Det andra företag vi valt bort ur undersökningen är Trustor, vilket beror på att företaget var försatt i likvidation under den undersökta perioden och att företag försatta i likvidation inte redovisas i Börsguiden.

Som ovan nämnt har vi i regressionerna 1 och 2 plockat bort de företag som under något av åren i den undersökta perioden gjort negativ vinst. Detta förklaras ovan under avsnittet 4.2 *Mätvariabler*. Vi har även plockat bort 2 s.k. "outliers", dvs. residualer som kraftigt avvikit ifrån övriga ur regression 2. Detta anser vi dock höjer validiteten i vår undersökning trots det minskade antalet undersökningsenheter.

5. Analys

5.1 Trender i företagens utbetalningspolicy

Av de 396 undersökta företagen utnyttjade 51 möjligheten att förvärva egna aktier under perioden 2000 till utgången av 2001. Det är alltså knappa 13 % av de börsnoterade svenska företagen som startat ett återköpsprogram sedan lagändringen har möjliggjort denna utbetalningsform till aktieägarna. Mot bakgrund av att majoriteten av de undersökta företagen är väl etablerade på den svenska marknaden och börsen sedan flera år och många också är internationellt etablerade anser vi att andelen återköpande företag är ganska liten. Som vi tidigare nämnt i teorikapitlet har möjligheten till återköp av egna aktier har funnits tillgänglig i många andra länder under en lång tid. En tänkbar förklaring till den tröga inledningen vad gäller företagens återköpsaktivitet i Sverige kan vara det dåliga borsklimat och den sviktande konjunktur vi har haft under de senaste åren, vilket också är perioden för vår undersökning. Mellan åren 1999–2001 minskade företagens vinster enligt vår undersökning med 34 %. De minskade vinsterna leder naturligt till att alla former av utbetalningar till aktieägarna minskar.

5.2 Gruppindelning 1 - Karaktäristik för återköpande och ej återköpande företag

Som vi redogjorde för i empirikapitlet har vi i vår undersökning delat upp de undersökta företagen i grupper, för att på så vis kunna urskilja de olika karaktäristika som gäller för de olika företagen. Nedan följer analysen av de framräknade jämförelsetalen för grupperna återköpande respektive ej återköpande företag. Med hjälp av dessa jämförelsetal har vi sedan kunnat identifiera skillnaderna mellan företagen i de olika grupperna.

Resultaten för den första gruppindelningen blev följande:

Tabell 1

	Återköpande företag	Ej återköpande företag	Samtliga företag
Antal	51	345	396
Andel	12,88 %	87,12 %	100,00 %
Totalt kapital i gruppen	2 484 893 366 667 kr	6 318 507 661 947 kr	8 803 401 028 614 kr
Andel	28,23 %	71,77 %	100,00 %
Genomsnittligt totalt kapital per företag	48 723 399 346 kr	18 314 514 962 kr	22 230 810 678 kr
Jämförelse med genomsnittsföretaget	219,17 %	82,38 %	100,00 %
Total vinst för gruppen	96 267 900 000 kr	115 483 076 667 kr	211 750 976 667 kr
Andel	45,46 %	54,54 %	100,00 %
Genomsnittlig Vinst per företag	1 887 605 882 kr	334 733 556 kr	534 724 689 kr
Jämförelse med genomsnittsföretaget	353,01 %	62,60 %	100,00 %
Total utdelning för gruppen	35 923 889 838 kr	54 411 969 573 kr	90 335 859 411 kr
Andel	39,77 %	60,23 %	100,00 %
Utdelning per företag	2 113 169 990 kr	473 147 562 kr	228 120 857 kr
Jämförelse med genomsnittsföretaget	308,78 %	69,14 %	100,00 %
Totala återköp i gruppen	34 023 363 461 kr		34 023 363 461 kr
Andel	100,00 %		100,00 %
Genomsnittligt återköp per företag	667 124 774 kr		85 917 584 kr
Vinst/Totalt kapital	3,87 %	1,83 %	2,41 %
Utdelning/Vinst	37,32 %	47,12 %	42,66 %
Återköp/Vinst	35,34 %		

Utifrån sammanställningen av dessa jämförelsetal tycks det som att de företag som gjort återköp är både större och mer lönsamma än de företag som inte gjort återköp. Detta mot

bakgrund av att dessa företag, som endast motsvarar 13 % av andelen företag, ändå står för drygt 45 % av de samlade vinsterna och 28 % av det totala kapitalet. De genomsnittliga vinsterna i förhållande till totalt kapital för gruppen under de tre undersökta åren är närmare 4 % mot de icke återköpande företagens knappa 2 %. I genomsnitt är det återköpande företaget drygt dubbelt så stort (219 %) som genomsnittsföretaget på börsen och har en vinst som är 3,53 ggr högre i den undersökta perioden.

Även utdelningarna för det genomsnittliga återköpande företaget är avsevärt mycket större än genomsnittsföretagets utdelning, hela tre ggr större. Dock delar de återköpande företagen som grupp betraktat inte ut lika mycket av sina vinster som de icke återköpande företagen. 37,32 % mot 47,12 % hos de icke återköpande och med ett samlat medel för börsens företag på 42,66 %. Detta kan möjligen ha sin förklaring i att de dels är mer lönsamma än de icke återköpande företagen och dels det faktum att de återköper aktier. Sammantaget kan man säga att detta verkar ligga ganska väl i linje med den generella utdelningspolicy som brukar ligga någonstans mellan 30 – 50 % av vinsten.⁹⁰ Intressant att notera är att de återköpande företagen har använt i genomsnitt 35,34 % av sina vinster till att återköpa egna aktier dvs. nästan lika stor andel av vinsten som de delar ut. Detta skulle kunna tolkas som att dessa företag ser utdelning som ett substitut till utdelning och att de likvida medel som nu används till återköp av egna aktier istället skulle delas ut.

5.3 Gruppindelning 2 – Företagskaraktäristik med avseende på utbetalningspolicy

Nedan följer den andra gruppindelningen, som bygger på Grullon & Michaelys indelning av företagen. Här följer även de jämförelsetal som gäller för dessa grupper. Baserat på de i empirin nämnda jämförelsetalen kommer vi nedan att analysera karakteristika för företagen utifrån den tidigare genomförda gruppindelningen av undersökningsenheterna. De fyra grupperna är som ovan nämnt:

1. Utdelning = 0, Återköp = 0
2. Utdelning > 0, Återköp = 0
3. Utdelning = 0, Återköp > 0
4. Utdelning > 0, Återköp > 0

(Se kap. 4 ovan)

⁹⁰ Baserat på vårt samlade intryck efter genomgång av företagens årsredovisningar

Tabell 2

	Grupp1	Grupp2	Grupp3	Grupp4
Antal	205	140	3	48
Andel	51,77 %	35,35 %	0,76 %	12,12 %
Totalt kapital i gruppen	241 303 900 000 kr	6 077 203 761 947 kr	5 270 333 333 kr	2 479 623 033 333 kr
Andel	2,74 %	69,03 %	0,06 %	28,17 %
Genomsnittligt totalt kapital per företag	1 177 092 195 kr	43 408 598 300 kr	1 756 777 778 kr	51 658 813 194 kr
Jämförelse med genomsnittsföretaget	5,29 %	195,26 %	7,90 %	232,37 %
Total vinst för gruppen	- 16 500 200 000 kr	131 983 276 667 kr	333 533 333 kr	95 934 366 667 kr
Andel	-7,79 %	62,33 %	0,16 %	45,31 %
Genomsnittlig vinst per företag	- 80 488 780 kr	942 737 690 kr	111 177 778 kr	1 998 632 639 kr
Jämförelse med genomsnittsföretaget	-15,05 %	176,30 %	20,79 %	373,77 %
Total utdelning för gruppen	- kr	54 411 969 573 kr	- kr	36 826 999 568 kr
Andel	0,00 %	60,23 %	0,00 %	40,77 %
Genomsnittlig utdelning per företag	- kr	388 656 926 kr	- kr	767 229 158 kr
Jämförelse med genomsnittsföretaget	0,00 %	170,37 %	0,00 %	336,33 %
Totala återköp i gruppen			48 619 611 kr	33 974 743 850 kr
Andel			0,14 %	99,86 %
Genomsnittligt återköp per företag			16 206 537 kr	707 807 164 kr
Vinst/Totalt kapital	-6,84 %	2,17 %	6,33 %	3,87 %
Utdelning/Vinst	0,00 %	41,23 %	0,00 %	38,39 %
Återköp/Vinst	0,00 %	0,00 %	14,58 %	35,41 %

Med denna gruppindelning ser man att majoriteten av de börsnoterade företagen tillhör grupp 1, bestående av de företag som varken har gjort återköp eller utdelning. Dessa utgör ungefär hälften av de svenska börsbolagen (205st) och är samtidigt de minst lönsamma, med en genomsnittlig vinst per företag på minus 80 Mkr. En möjlig anledning till detta kan vara att många av dessa företag är relativt nystartade och befinner sig fortfarande i inledningsskedet av företagets livscykel. Vinsten för sådana företag är ofta negativ eller mycket liten och det kapital man genererar behövs till nya investeringar snarare än till att fördela till aktieägarna.⁹¹ Det är för investerare i denna typ av företag helt ologiskt att förvänta sig någon utdelning, då man i så fall skulle behöva tillskjuta bolaget mer kapital för att bara få det tillbaka i form av utdelning.⁹² Därför verkar det också troligt att denna typ av företag återfinns i grupp 1.

Generellt kan man säga att de företag som ger utdelningar, grupp 2 och de företag som både ger utdelningar och återköper aktier, grupp 4 har flest likheter. Båda grupperna består i allmänhet av stora företag med god lönsamhet. Bolagen i dessa två grupper är generellt sett äldre och mer väletablerade. Här återfinns välkända företagsnamn som Volvo, SKF, Sandvik, SCA och Skandia för att nämna några.

En intressant aspekt med avseende på grupp 2 är att de i gruppen ingående företagen i genomsnitt återför mindre andel (41,23 %) av sina vinstmedel än genomsnittsföretaget (42,66 %). Många av dessa företag återfinns i mogna branscher och detta kan därför tyckas motsägelsefullt om man har Wards företagslivscykel⁹³ i åtanke. Enligt denna är det just de äldre och väletablerade företagen som befinner sig i mognadsfasen som bör dela ut mer av sina vinster då de antas ha färre alternativinvesteringar att istället lägga uppåttjänade vinstmedel på.

De företag som gjort både återköp och utdelning (grupp 4) representerar endast en drygt tiondel av företagen på börsen. Men det är dessa som är de mest lönsamma, med en andel av total vinst på 45 % och en genomsnittsvinst som är 3,74 ggr större än börsens genomsnittsföretag. Företagen i grupp 4 är även störst med ett totalt kapital på 2,32 ggr genomsnittsföretaget.

⁹¹ Ward, Keith, *Developing Financial Strategies – A Comprehensive Model*, Artikelkompendiet FEK 561 HT 2002

⁹² Ibid.

⁹³ Ibid.

De mest lönsamma företagen är de i grupp 3 och som har gjort återköp men inte gett någon utdelning. Som tidigare nämnts är det i regel de mest ”framgångsrika” företagen som har valt att återköpa egna aktier. Dock är det svårt att kommentera företagen i grupp 3 eftersom vi i vår undersökning endast återfinner tre företag i denna grupp.

5.4 Återköp inom olika branscher

De två överrepresenterade branscherna⁹⁴ inom de företag som gjort återköp under undersökta perioden är Finans & Fastighet samt Industrivaror & Tjänster. Dessa står för 37,25 % respektive 39,22 % av de återköpande företagen. Anledningen till att det är företag inom dessa branscher som återköper aktier beror förmodligen på att här återfinns stora, väletablerade och konjunkturberoende företag. Dessa gick under den undersökta perioden verksamhetsmässigt bra. Detta överensstämmer även väl med resultaten av våra jämförande undersökningar där vi finner att företag som är stora och har god lönsamhet också är de som utnyttjat möjligheten till återköp av aktier.

5.5 Substitutionseffekter

Vi kommer nedan att analysera och diskutera resultaten av de regressioner som vi redogjorde för i empirikapitlet. Ur de ANOVA-tabeller (Analysis of Variance)⁹⁵ man får ur Microsofts kalkylprogram Excel valde vi följande värden att studera; p-värde, β -värde, R-kvadrat och standardfel.⁹⁶

Testets R-kvadrat anger regressionens förklaringsvärde och i vilken utsträckning regressionen kan förklara den varians som den förklarande (X) variabeln har. Det betyder att ju högre R-kvadrat desto mer samlat ligger de verkliga värdena kring den skattade regressionslinjen⁹⁷. Testets β -värde visar hur den beroende variabeln följer den förklarande variabelns utveckling, det vill säga ju högre β desto mer ändras den beroende variabeln vid en ändring i den förklarande variabeln⁹⁸. Standardfelet anger standardavvikelsen hos den term som utgör skillnaden mellan det verkliga och det skattade värdet, den s.k. feltermen. Om den är hög i relation till den oberoende variabeln så visar det att det skattade värdet är

⁹⁴ Branschindelning enligt Börsguiden 2002:3

⁹⁵ Körner & Wahlgren, *Statistisk Dataanalys*, (2000), s. 331

⁹⁶ Rekommendation av handledare

⁹⁷ Körner & Wahlgren, *Statistisk Dataanalys*, (2000), s. 330

⁹⁸ Ibid. s. 332

långt ifrån det verkliga. Om p-värdet är större än 5 % finns det ingen statistisk signifikans och nollhypotesen kan inte förkastas. Detta markeras med n.s. för Not Significant. Om p-värdet är lägre än 5 % innebär att det finns ett starkt stöd för mothypotesen på 95 % nivån och nollhypotesen kan då förkastas.⁹⁹ Ju lägre p-värde desto högre är signifikansnivån på vilken nollhypotesen kan förkastas.¹⁰⁰

Resultaten av våra första två regressionsanalyser blev följande:

Tabell 3

Regression 1	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfel</i>	<i>p-värde</i>
Konstant (α)	0,041625018	0,091019025	0,649546491
Återköpsdifferens 99/00 (β)	-0,016649287	0,078300932	0,832533521 (n.s.)
R-kvadrat	0,000961041		
Regression 2	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfel</i>	<i>p-värde</i>
Konstant (α)	-0,024324888	0,08130954	0,766488927
Återköpsdifferens 00/01 (β)	-0,260965919	0,078558572	0,002020495
R-kvadrat	0,229731617		

I regression 1 och 2 behandlar vi företagens återköp och utdelningar under 2000 och 2001 i relation till vinst. Utifrån ovan givna tolkningsramar kan man ur resultaten i regression 1 uttyda att det förvisso föreligger viss negativ korrelation, men att denna dels är mycket liten och dels att p-värdet är för högt för att denna negativa korrelation skall kunna säkerställas statistiskt. Regression 1 har med en R-kvadrat på under 0,1 % även ett mycket lågt förklaringsvärde. Däremot ser vi i regression 2 att det föreligger negativ korrelation samt att p-värdet är lågt nog för att denna skall kunna vara statistiskt säkerställd. Även i regression 2 är förklaringsvärdet lågt, men vi kan ändå mot bakgrunden av dessa resultat att substitution kan hävdas föreligga mellan återköp och utdelningar under perioden 2000-2001.

⁹⁹ Körner & Wahlgren, *Statistisk Dataanalys*, (2000), s. 200-201

¹⁰⁰ Ibid. s. 345-341

Resultaten av regressionerna 3 och 4 blev följande:

Tabell 4

Regression 3	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfel</i>	<i>p-värde</i>
Konstant (α)	0,003612179	0,004700729	0,445919859
Återköpsdifferens 99/00 (β)	0,138368837	0,115377611	0,236190492 (n.s.)
R-kvadrat	0,028515009		
Regression 4	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfel</i>	<i>p-värde</i>
Konstant (α)	-0,003807157	0,004334983	0,384099446
Återköpsdifferens 00/01 (β)	0,200279599	0,139606445	0,15775264 (n.s.)
R-kvadrat	0,040308627		

Dessa regressioner behandlar företagens återköp och utdelningar under 2000 och 2001 i relation till totalt kapital. I motsats till förväntat resultat är korrelationen positiv, vilket skulle innebära att de företag som under denna period ökat sina återköp även skulle ha ökat sina utdelningar. Detta resultat strider i så fall mot Grullon & Michaelys resultat och alltså även substitutionshypotesen som säger att återköp och utdelningar är substitut. Ser man till testens låga förklaringsvärden och framförallt höga p-värden, kan dock nollhypotesen även i dessa fall, som i regression 1 ovan, inte förkastas. Det betyder att vi inte här statistiskt kan säkerställa att det föreligger någon korrelation, varken positiv eller negativ, mellan återköp och utdelningar.

6. Slutsats

I den litteratur vi har studerat beskrivs återköp och utdelningar som två alternativa metoder inom samma fält för att distribuera medel till aktieägarna. Mot bakgrund av framförallt Grullon & Michaelys studie har vi förväntat oss att det föreligger ett negativt samband mellan återköp och utdelningar. Eftersom vi i vår undersökning endast finner att negativ korrelation kan statistiskt säkerställas i regression 2 dvs. endast en av fyra regressioner, bör man från våra resultat inte dra några slutsatser om huruvida substitution mellan utdelning och återköp av egna aktier tillämpas av svenska företag eller inte. Man skulle istället kunna anta att utdelningar är ett allmänt vedertaget förfarande för företagen att distribuera vinstmedel, medan aktieåterköp snarare kan ses som ett investeringsalternativ bland många vid en stor överlikviditet. Detta antagande skulle i så fall förklara avsaknaden av ett negativt samband mellan dessa två i 3 av de 4 regressionsanalyserna i vår studie. Det skulle kunna tänkas att de olika intressenterna på marknaden förväntar sig att företag som gör vinst även regelmässigt delar ut en viss andel av denna och man är inte från företagets sida villig att rubba denna balans till förmån för återköp. Man ser det snarare som ett komplement till utdelningar snarare än ett alternativ. Man kan vid närmare undersökning av vissa företag också se att många av de företag som återköper egna aktier även ökar sina utdelningar. Detta skulle i så fall styrka ett antagande om att återköp och utdelningar inte är substitut utan snarare komplement.

Å andra sidan finns det anledning att tro att de använt likvida medel till detta som annars skulle ha gått till ännu större utdelning än den de redan givit. Detta då det visat sig att den grupp av företag som valt starta återköpsprogram under 2000 och 2001 samtidigt har spenderat lika stor del av sin vinst på återköp som på utdelning,. Mot bakgrund av detta resonemang kan man anta att dessa företag har substituerat återköp mot utdelning. Huruvida denna förändring i utbetalningspolicy är bestående eller ej, är det naturligtvis allt för tidigt att ännu spekulera i.

Det kan naturligtvis finnas ytterligare förklaringar till avsaknaden av statistiskt säkerställt samband, t.ex. att utdelning och återköp av aktier används av olika sorters företag. Utdelning används framförallt av vinstgenererande företag i mogna branscher som distribuerar vinsten till sina aktieägare på detta sätt. Återköp av aktier används istället av företag som främst utför denna åtgärd för att förändra sin kapitalstruktur eller minska substansrabatten, t.ex. investmentbolag. En relativt låg andel, 13 %, av svenska företag

har återköpt egna aktier under den undersökta perioden. En möjlig förklaring till detta kan vara att företagen insåg att man vid tidpunkten för lagändringen avseende aktieåterköp stod inför en konjunkturedgång och därmed inte var intresserade av att göra sig av med eventuell överlikviditet, utan hellre ville stå rustade inför sämre tider. Samtidigt är det möjligt det inte fanns så stor överlikviditet i svenska företag att återköp var aktuellt. Mellan åren 1999–2001 minskade de svenska företagens samlade vinster med 34 %. De minskade vinsterna leder förmodligen till att alla former av utbetalningar till aktieägarna minskar. Om substitutionshypotesen håller kan man misstänka att företagen avvaktar med att starta återköpsprogram för att istället kunna upprätthålla en stabil utdelningstakt. På så vis kan man undvika att sända negativa signaler till marknaden genom att minska sin utdelning och istället bibehålla denna någorlunda konstant till dess konjunktoren vänder uppåt igen och vinsterna ökar.

Ytterligare en tänkbar förklaring till det svaga intresset för återköp kan vara den begränsning som innebär att endast 10 % av utestående aktiestock får återköpas. Möjligheten till skydd mot exempelvis fientliga uppköp som annars i teorin beskrivs som en av fördelarna och orsakerna till återköp blir därmed ganska verkningslöst. Större genomslagskraft får dock den signal som företag sänder ut vid återköp om att det fria egna kapitalet har minskat och denna signal kan i sin tur minska risken för fientliga uppköp. Grullon och Michaely visar att på den amerikanska marknaden tog det många år, ända fram till mitten av 80-talet innan intresset för återköp kom igång på allvar. De angav bl.a. som skäl att det kan tänkas ha funnits en oro hos företagen att anklagas för kursmanipulation, vilket senare dock inte visade sig vara fallet. Detta kan även tänkas vara en möjlig förklaring för den svenska marknaden, företagsledningarna väljer att vänta och se innan man fattar beslut om huruvida återköpsprogram skall startas eller ej.

Den troligaste förklaringen till avsaknaden av statistiskt säkerställda resultat i vår undersökning mellan återköp och utdelningar är förmodligen att studien är gjord under en alltför kort tidsperiod. En mer ändamålsenlig undersökning borde förmodligen omfatta en hel, eller kanske två konjunkturcykler. Eftersom vi är så tidigt ute med denna undersökning beskriver våra resultat snarare tendenser än slutgiltiga fakta. Trots detta har vi fått fram en hel del intressanta uppgifter som hjälpt oss kartlägga trenderna för hur svenska börsnoterade företag återför överlikviditet till sina aktieägare.

6.1 Förslag till framtida forskning

Eftersom möjligheten till återköp av aktier endast existerat i Sverige under en kort tid är det än så länge omöjligt att säkerställa några bestående konsekvenser av detta förfarande inom det svenska näringslivet. Det finns ett rad olika undersökningar av intresse som kan genomföras när förvärv av egna aktier har funnits tillgängligt i Sverige under en längre tidsperiod. Ett förslag vore då att göra om undersökningen med en längre undersökningsperiod. En annat intressant uppslag är att använda en mer kvalitativ studie för att kunna styrka de negativa samband vi har fått fram genom att undersöka hur företag ser på relationen mellan utdelning och återköp.

Ytterligare ett förslag är att använda annorlunda variabler i undersökningen än de vi använt oss av. T.ex. skulle man kunna använda fritt eget kapital i stället för vinsten som nämnare i de i regressionen ingående variablerna. Detta för att undersöka om det förhåller sig så som vi ovan antytt att återköpen ses som en alternativinvestering bland andra och ett komplement, snarare än ett substitut, till utdelning. Även volatiliteten i vinster skulle kunna vara av intresse att studera tillsammans med någon form av utredning av företagens ålder och försöka sätta detta i kontext med Wards företagslivscykel. Man skulle då kunna undersöka om korrelationen mellan återköp och utdelningar ser annorlunda ut beroende på var i företagslivscykeln företaget befinner sig.

Källförteckning

Publicerade källor

- Allen, Franklin & Gale, Douglas (2000) "Financial Contagion". *The Journal of Political Economy*, Vol. 108 Issue 1 Feb. 2000, s. 1-33
- Bergström Clas & Samuelsson, Per (2000) "Aktiebolagets grundproblem". *Manus 17 oktober, 2000* Nordstedts Juridik
- Billing, Anders (2002) "Återköp och optionsprogram". *Dagens Industri* 2002-11-04
- Börsguiden 2002:1, Stockholm April 2002, Delphi Economics
- Dittmar, Amy K. (2000) "Why Do Firms Repurchase Stocks?". *Artikelkompendium FEK 561 Finansiering HT -02*
- Easterbrook, Frank H. (1984) "Agency-cost Explanations of dividends". *The American Economic Review*, Volume 74, Issue 4, Sep 1984, s. 650-659
- Eriksson, Lars Torsten & Wiedersheim-Paul, Finn (2001) "Att utreda, forska och rapportera". 7:e Uppl. Liber Ekonomi
- Grullon, Gustavo & Michaely, Roni (2002) "Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis". *The Journal of Finance* vol. LVII no 4 August 2002
- Halvorsen, Knut (1992) "Samhällsvetenskaplig Metod". Studentlitteratur
- Holme, Idar Magne & Solvang, Bernt Krohn (1997) "Forskningsmetodik – Om kvalitativa och kvantitativa metoder". 2:a Uppl. Studentlitteratur
- Ikenberry, David & Vermaelen, Theo (1996) "The option to repurchase stock", *Financial Management* 25 s. 9-24
- Ikenberry, David, Lakoniscok, Josef & Vermaelen, Theo (1995) "Market underreaction to open market share repurchases". *Journal of Financial Economics* 39, s. 181-208
- Jagannathan, Murray, Stephens, Clifford P. & Weisbach, Michael S. (2000) "Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases", *Journal of Financial Economics* 57, 355-384
- Jensen, Michael C., (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover". *The American Economic Review*, Vol. 76 Issue 2, Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association 76 (May, 1986) s.323-329
- Jensen, Michael C., Smith, Clifford (1986) "Stockholder, Manager and Investor Interests: Applications of Agency Theory". Altman, E & Subrahmanyam, M. (1986) "Recent advances in Corporate Finance" Irwin, Homewood, III

Körner, Svante & Wahlgren, Lars (2000) ”Statistisk Dataanalys”. 3: Uppl.
Studentlitteratur

Miller, Merton & Modigliani, Franco (1961) “Dividend policy, growth, and the valuation of shares”. *The Journal of Business* vol. XXXIV no. 34 s.411- 433

Miller, Merton & Rock, Kevin (1985) “Dividend policy under Asymmetric information”. *The Journal of Finance*, vol XL, no 40 s.1031-1051

Regeringens Proposition 1999/2000:34, Stockholm den 25 november 1999

Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., Jaffe, Jeffrey (1999) “Corporate Finance”
5th edition McGraw-Hill Irwin

Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., Jaffe, Jeffrey (2002) “Corporate Finance”
6th edition McGraw-Hill Irwin

Skog, Rolf (1996) “Share Repurchases in Sweden – Is it time for a Change?”. Corporate
Governance Forum, Juristförlaget, Nordstedts Juridik AB

Sveriges Rikes Lag, Aktiebolagslagen (1975:1385)

Ward, Keith “Developing Financial Strategies – A Comprehensive Model”. kap. 2
Artikelkompendiet FEK 561 HT 2002

Muntliga Källor

Ranje, Erik, Corporate Finance Avd. Enskilda Securities. Telefonintervju 2002-12-07

Elektroniska källor

Custos AB hemsida, årsredovisning 2001
<http://www.custos.se>, 2002-12-16

I vår uppsats har vi använt oss av samtliga undersökta företags årsredovisningar för åren 1999, 2000 och 2001. Dessa återfinns på respektive företags hemsida som redovisas i Börsguiden. Period för datainsamling 2002-11-18 – 2002-18-24.