

# **Aktieåterköp i svenska börsnoterade företag**

*En studie om aktieåterköpande företags abnormala avkastning.*



**UNIVERSITY OF GOTHENBURG**  
**SCHOOL OF BUSINESS, ECONOMICS AND LAW**

**Handledare:**

Gert Sandahl

**Författare:**

Daniel Björknert - 951107

Johan Magnusson - 001215

**Kurs:** FEK345 - Kandidatuppsats Industrial and Financial Management

**Period:** VT22

## Förord

Denna kandidatuppsats har skrivits i kandidatkursen Industrial and Financial Management på Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet under vårterminen 2022. Vi skulle vilja rikta ett särskilt tack till vår handledare Gert Sandahl för sitt engagemang, goda råd och hjälp längs vägen. Slutligen vill vi tacka vår opponentgrupp för bra diskussioner som lett till värdefulla insikter.

## Abstract

The purpose of this thesis is to describe the abnormal return of share repurchasing firms adjusted for OMXSGI. We intend to study firms, listed on OMX Stockholm Large Cap, that carried out share repurchases during the period 2013-2016, adjusted for OMXSGI. In this study, the stock returns are calculated with buy-and-hold abnormal return (BHAR), to obtain the excess return generated by a share if held for three years. A null hypothesis is formulated and t-tests are performed to study differences in abnormal returns. Given the study's significance level of 5%, the null hypothesis can not be rejected, hence it can not be concluded that share repurchasing firms on OMX Stockholm Large Cap have a better return than OMXSGI. However, the results of the study indicate that Swedish share repurchasing firms have an abnormal return of 14.15% after three years.

Keywords: share repurchases, buybacks, acquisition of own shares, abnormal return, BHAR

## Sammanfattning

Syftet med denna uppsats är att beskriva aktieåterköpande företags abnormal avkastning justerat för OMXSGI. Vi avser studera företag på OMX Stockholm Large Cap som genomfört förvärv av egna aktier under perioden 2013-2016, på tre års sikt. I studien beräknas aktieavkastningen med buy-and-hold abnormal return (BHAR), för att få fram den överavkastning som genereras av en aktie om den hålls i tre år. En nollhypotes formuleras och t-test genomförs för att studera skillnader i abnormal avkastning. Givet studiens signifikansnivå på 5% kan inte nollhypotesen förkastas och därav kan inte slutsatsen dras att aktieåterköpande företag på OMX Stockholm Large Cap har en bättre avkastning än OMXSGI. Resultatet av studien tyder dock på att aktieåterköpande företag har en abnormal avkastning på 14,15% efter tre år.

Nyckelord: Aktieåterköp, förvärv av egna aktier, återköp av aktier, överavkastning, abnormal avkastning, BHAR

# Innehållsförteckning

Begreppsdefinitioner	7
1. Bakgrundsbeskrivning	8
2. Problembeskrivning	10
2.1 Syfte	11
2.2 Frågeställning	11
3. Teoretisk referensram och litteraturgenomgång	12
3.1 Fritt kassaflöde	12
3.2 Aktieutdelning	12
3.3 Motiv till aktieåterköp	13
3.4 Regelverk och riktlinjer för aktieåterköp	14
3.5 Tillvägagångssätt för aktieåterköp	15
3.6 Signalvärdet av aktieåterköp	16
3.7 Aktieåterköp och potentiella utfall	17
3.8 Sammanfattning teori	18
4. Metod	19
4.1 Forskningsstrategi	19
4.2 Eventstudie	19
4.3 Abnormal avkastning, BHAR	20
4.4 Statistiska tester	21
4.5 Hypotestester	21
4.6 Datainsamling	21
4.7 Avgränsningar	22
4.7.1 Kriterier för urval	22
4.7.2 Företag i urvalet	23
4.8 Kritik mot studien	24
4.8.1 Validitet	24
4.8.2 Reliabilitet	25
4.9 Metodreflektion	25
5. Empiri	27
6. Analys	33
6.1 T-tester, aktieavkastning vs indexavkastning	33
6.2 Abnormal avkastning, BHAR	33
7. Slutsats	36
7.1 Avslutande diskussion	36
7.2 Förslag till vidare forskning	37
Referenser	38

## Figurförteckning

Tabell 5.1 Översikt av företagen i urvalet	27
Tabell 5.2 Månadsvis aktieavkastning och månadsvis indexavkastning	28
Tabell 5.3 Kumulativ aktieavkastning och kumulativ indexavkastning	29
Figur 5.1 Abnormal avkastning fram till tre år efter återköpet offentliggjordes	30
Tabell 5.4 Abnormal avkastning fram till tre år efter återköpet offentliggjordes	31
Tabell 5.5 Urvalets abnormala avkastning tre år efter aktieåterköpets offentliggörande	32

## Begreppsdefinitioner

**Abnormal avkastning** - Begrepp för som definierar skillnad på förväntad och faktiskt avkastning. Även benämnt överavkastning (CFI U.Å.1.).

**Free Float** - Representerar det antal aktier som finns tillgängliga för investerare genom den öppna marknaden. Detta innebär att aktier som innehas av företag själva eller andra "insiders" räknas bort (Swedbank 2021).

**Book-to-market-ratio** - Ett ratio som visar förhållandet mellan ett företags bokförda värde och dess marknadsvärde. Företagets marknadsvärde fastställs genom att multiplicera aktiepriset med antalet utestående aktier (CFI U.Å.2.).

**FoU** - Forskning och utveckling.

**CAR** - Cumulative Abnormal Return är summan av skillnaderna mellan den förväntade avkastningen på en aktie (den systematiska risken multiplicerad med den faktiska avkastningen på marknaden) och den faktiska avkastningen (Nasdaq U.Å.1.).

**OMXSGI** - Ett index som speglar utvecklingen hos alla bolag på Stockholmsbörsen. Indexet inkluderar både aktiernas kursutveckling och utdelning (Nasdaqomxnordic U.Å.1.).

**SSE** - Stockholm Stock Exchange.

# 1. Bakgrundsbeskrivning

I det första avsnittet presenteras en bakgrund till ämnet som vi avser att undersöka.

Ett företags utdelningspolicy är vägledande när kapitalöverskott från verksamhetsåret ska fördelas. Företag kan välja att överföra kapitalöverskott till aktieägare genom en utdelning alternativt återinvestera vinsten i den egna verksamheten i syfte att kunna generera högre avkastning i framtiden, vilket kan medföra en högre aktieutdelning längre fram i tiden. Denna studie fokuserar på aktieåterköp, vilket är ett alternativ till utdelning och återinvesterad vinst. Vid ett aktieåterköp köper företag tillbaka en delmängd av sina egna aktier, vilket resulterar i en värdeöverföring från företaget till aktieägarna (Avanza U.Å.). Enligt aktiebolagslagen får ett företag återköpa aktier upp till ett innehav om 10% av de utestående aktierna (SFS 2005:551 19:15). Återköpta aktier behålls för incitamentsprogram, eller makuleras i syfte att minska företagets utestående aktier och således ökar värdet på de kvarvarande utestående aktierna genom att företagets värde fördelas över ett färre antal aktier (Avanza U.Å.).

I mars år 2000 blev det lagligt för svenska noterade företag att förvärva sina egna aktier. Sedan dess har andelen företag involverade i aktieåterköp ökat (De Ridder & Baker 2018). Återköp av aktier på den svenska marknaden regleras genom krav från Nasdaq Stockholm OMX (Nasdaq U.Å. 2) och i Aktiebolagslagen kapitel 19 *Förvärv av egna aktier m.m* (SFS 2005:551 19). Tidigare rapporter, bland annat av Vermaelen (1981), baserad på data från USA, har visat att effekten på aktiekursen i genomsnitt har varit positiv för de företag som genomfört aktieåterköp. De Ridder (2004) genomförde en studie baserad på svenska data som visar på att marknaden reagerar positivt vid offentliggörandet av aktieåterköp, dennes rapport visar på en mer positiv kursutveckling för svenska företag jämfört med Vermaelens rapport baserad på börsnoterade företag i USA. De Ridders studie visar på en genomsnittlig överavkastning beräknad med CAR på +55,62% tre år efter aktieåterköpet. Tidigare forskning från den taiwanesiska aktiemarknaden bekräftar Vermaelens och De Ridders resultat om positiv kursutveckling till följd av aktieåterköp. En studie från Taiwan visar att aktieåterköpande taiwanesiska företag i genomsnitt genererat en abnormal avkastning (BHAR) om +38,83% under en treårsperiod från offentliggörandet av aktieåterköpsprogrammet (Li-Hsun, Wang, Chy-Hsiung, Lin. Hung-Gay, Fung. Hsien -Ming, Chen 2013).



Enligt Modigliani och Miller (1958) är ett företags marknadsvärde opåverkat av företagets utdelningspolicy. Detta under antagandet att det råder perfekta kapitalmarknader, utan informationsasymmetri i en värld utan skatter och transaktionsavgifter, eftersom värdet på en aktie återspeglar det diskonterade värdet av de framtida utdelningar som företaget kommer generera (Modigliani & Miller 1958). Vidare menar Modigliani och Miller (1958) att företag aldrig borde ge upp möjligheten att investera i lönsamma investeringar till fördel för att betala utdelningar till aktieägare eller genomföra aktieåterköp. Om ett företag inte har några lönsamma investeringar att placera sitt överskottskapital i, kan företaget välja att köpa finansiella tillgångar, genomföra uppköp av andra företag, betala utdelningar eller genomföra aktieåterköp (Hillier, Ross, Westerfield, Jaffe, Jordan 2021).

Under perioden 2013 till 2019, som är studiens undersökningsperiod, agerade svenska företag i ett ekonomiskt klimat som de aldrig tidigare upplevt. För första gången sedan reporäntan infördes 1994, intog reporäntan 2015 ett negativt värde motsvarande -0,1% (Riksbanken, U.Å.1.). Reporänta representerar den räntesats som bankerna erbjuder att låna alternativt placera pengar till (Riksbanken U.Å.1.). Bakomliggande faktorer till detta beslut ansågs huvudsakligen vara en orolig världsekonomi och den alltmer avtagande inflationstakten. I syfte att motverka konsekvenserna av dessa faktorer ansågs en expansiv penningpolitik vara en väg ut ur problematiken. Med målsättningen att öka inflationstakten till 2 procent per år (+/- 1 procentenhet), togs även beslutet att öka penningmängden genom att initiera köp av statsobligationer (Riksbanken U.Å.2.). I ett klimat av låga räntor minskar kostnaden för företag att finansiera sina investeringar genom belåning, detta resulterar i att allt fler investeringar blir ekonomiskt lönsamma (Riksbanken U.Å.3.).

## 2. Problembeskrivning

I detta avsnitt beskrivs det problem som vi valt att studera. Vidare presenteras syftet med studien och frågeställningen.

Vid lagändringen som genomfördes mars 2000 utökades valmöjligheterna ytterligare för företag vid disponering av likvida medel. Med anledning av att återköp i Sverige endast varit lagligt i 22 år, finns det en begränsad forskning kring vilka effekter det har på företag och dess aktieägare. En god likviditet är en viktig säkerhet för ett företag, detta för att kunna hantera och överkomma oväntade ekonomiska händelser. Däremot skapar en alldeles för hög nivå av likvida medel en situation där företagets kapital inte brukas på ett effektivt sätt och på så vis används inte aktieägarnas kapital effektivt (Visma, U.Å.). Företag som skapar ett överflöd av likvida medel behöver därmed en strategi för hur dessa ska disponeras på ett sätt som gynnar aktieägarna och deras intressen.

Bland alternativen finns återinvesteringar i verksamheten, aktieutdelning eller återköp av aktier. Irving Fisher presenterade år 1930 sin teori *Fishers separation theorem* som säger att ett företag alltid ska agera utefter företagets bästa, utan att påverkas och agera utefter intressenters egna preferenser (Macminn 2008). Fisher lyfter problematiken kring företag som väljer att följa strategier som inkluderar värdeöverföring i form av t.ex. aktieutdelning eller aktieåterköp. Istället menar Fisher att ett vinstdrivande företags strategi ska prioritera användningen av likvida medel till projekt eller andra investeringar som förväntas skapa en positiv avkastning (Macminn 2008).

De historiskt låga räntenivåerna under mitten av 2010-talet motiverar studiens undersökningsperiod som sträcker sig från 2013 till 2019. Trots ett ekonomiskt klimat som främjat investeringar genom historiskt låga räntenivåer, har allt fler företag på OMX Stockholm Large Cap (OMXSLC) valt att distribuera sitt kapitalöverskott genom aktieåterköp. Detta i motsättning till vad Fisher (Macminn 2008) och senare Modigliani och Miller (1958) argumenterar för i sina respektive teorier, i stället menar de att ett företag ska återinvestera kapitalöverskott tillbaka i verksamheten. Trots detta har allt fler företag på Stockholmsbörsen valt att genomföra aktieåterköp, kan det alltså vara så att företag som förvärvar sina egna aktier också har en bättre avkastning än Stockholmsbörsen?

## 2.1 Syfte

För att bättre förstå effekterna av aktieåterköp avser vi att i rapporten beskriva aktieåterköpande företags abnormal avkastning justerat för OMXSGI. Vi avser studera företag på OMX Stockholm Large Cap som genomfört förvärv av egna aktier under perioden 2013-2016, på tre års sikt.

## 2.2 Frågeställning

Har aktieåterköpande företag på OMX Stockholm Large Cap en positiv abnormal avkastning, justerat för OMXSGI?

### 3. Teoretisk referensram och litteraturgenomgång

I detta avsnitt presenteras grundläggande teorier rörande utdelningspolicy med särskilt fokus på motiv, tillvägagångssätt och signalvärde från aktieåterköp. Teorierna avser bidra till bättre förståelse kring det studerade ämnet. Avsnittet behandlar även fritt kassaflöde och resultat från tidigare forskning.

#### 3.1 Fritt kassaflöde

Michael C. Jensen (1986) diskuterar i *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers* problematiken och riskerna med ett kapitalöverskott i företag. Jensen menar att ett överflöd av likvida medel leder till att chefer och andra beslutsfattare förbrukar detta överflöd på projekt med en negativ eller låg förväntad avkastningen. Om det inte finns några attraktiva investeringsmöjligheter, anser Jensen att pengarna istället ska användas till aktieåterköp. Stöd för denna teori återfinns även i rapporten *The Information Content of Share Repurchase Programs* (2004) producerad av Gustavo Grullon och Roni Michaely. Grullon och Michaely (2004) konstaterar att företag som genom till exempel aktieåterköp minskar sina likvida medel ser en avtagande kostnad för FoU och investeringar. Dessa investeringar och kostnader för FoU som elimineras menar därmed Grullon och Michaely (2004) sällan resulterar i lönsamma projekt.

För att ytterligare optimera kapitalanvändning och därmed skapa en så hög avkastning som möjligt för aktieägarna kan företag ändra kapitalstruktur till en högre skuldsättningsgrad. Det lånade kapitalet används för att återköpa utestående aktier (Jensen 1986). Skuldsättning leder till ökade fasta kostnader vilket binder företaget till en högre avkastningsnivå, denna situation är enligt Jensen (1986) i aktieägarnas intresse då resultatet av detta ofta är en mer medveten och effektiv organisation. Genom att distribuera överflödet av likvida medel till aktieägarna via återköp i stället för höjd utdelning undkommer man även risken att i framtiden behöva sänka utdelningen vilket ofta resulterar i en nedgång av aktiepriset (Bl.a. Dittmar 2000; Jensen 1986).

#### 3.2 Aktieutdelning

Enligt Modigliani och Miller (1958) bör ett företag alltid prioritera att investera överskottskapital i lönsamma investeringar före aktieutdelningar och aktieåterköp. Gällande aktieutdelningar behövs några saker tas i beaktning. Aktieutdelning är många gånger en signal från ledningen att företaget förväntas prestera väl i framtiden. Som ett resultat av detta

reagerar marknaden positivt till en ökning av utdelningen och i motsats negativt till en minskning av utdelning. Detta faktum antyder att det finns informationsinnehåll i aktieutdelningar (Hillier et. al. 2021). Aktieägare har också olika preferenser, vissa föredrar återkommande aktieutdelningar och andra inte. I en värld där skatter är ett faktum är däremot aktieåterköp ofta att föredra framför aktieutdelningar på grund av skatteregler (Hillier et. al. 2021).

### 3.3 Motiv till aktieåterköp

Det finns fler anledningar än bara skatteregler till varför företag köper tillbaka aktier, Dittmar (2000) klarlägger fem olika motiv till varför företag väljer just aktieåterköp som distributionssätt av överskottskapital.

#### 1. *Distributionspolicy*: återköp och aktieutdelning

När ett företag har ett överskott av kapital kan det antingen behållas inom företaget för framtida investeringar eller skiftas ut till dess aktieägare via antingen aktieutdelning eller aktieåterköp. Aktieåterköp kan anses mer fördelaktigt än aktieutbetalning av främst två anledningar (Dittmar 2000). Vid "open market repurchases" (OMR) har företag inga åtagande att faktiskt genomföra aktieåterköp. Till skillnad från aktieutdelning, finns ingen förväntan från marknaden på att företaget ska genomföra aktieåterköp regelbundet i framtiden. Av den anledningen är aktieåterköp ett mer flexibelt distributionssätt än aktieutdelningar eftersom ett företag som betalar aktieutdelningar ofta straffas av marknaden vid en reducering av utdelningsnivå (Dittmar 2000). Den andra anledningen till att aktieåterköp ofta förespråkas i Sverige är av skatterelaterade skäl. Genom aktieutdelning realiserar kapitalvinsten för investeraren, vilket inte är fallet vid aktieåterköp.

#### 2. *Undervärderingshypotesen*: Återköp och investeringspolicy

Flexibiliteten med aktieåterköp är inte bara relaterad till beslutet om återköp ska göras eller inte, utan också när i tiden återköpen ska ske. Detta möjliggör för företag att kunna tajma återköpen till de tillfällen då ledningen anser att företagets aktie är undervärderad. Detta återköpsmotiv kallas för undervärderingshypotesen (Dittmar 2000), den grundar sig i att det råder informationsasymmetri mellan ledningen och aktieägarna som kan resultera i en felaktig värdering av företagets aktiepris. Om ledningen anser att deras aktie är undervärderad kan företaget genomföra ett aktieåterköp för att signalera till marknaden att

aktien inte är korrekt prissatt. Enligt undervärderingshypotesen kommer marknaden att reagera positivt på offentliggörandet av aktieåterköpet vilket resulterar i en positiv prisutveckling för aktien (Vermaelen 1981).

### 3. *Optimal finansiell hävstång: Återköp och kapitalstruktur*

När överskottskapital distribueras till aktieägare minskar företagets egna kapital vilket ökar belåningsgraden. Under antagandet att det finns en optimal finansiell hävstång, kan företag använda sig av aktieåterköp för att uppnå optimal belåningsgrad. Företag vars belåningsgrad är lägre än dess optimala belåningsgrad är därför mer sannolika att återköpa sina egna aktier. Ett företags kapitalstruktur spelar därför roll när beslut om aktieåterköp skall fattas (Dittmar 2000).

### 4. *Ledningens incitament: Aktieoptioner och ersättningspolicy*

Aktier som återköps och ej makuleras ökar företagets egna innehav av aktier och kan således användas till aktieoptionsprogram för företagets anställda. Detta möjliggör för företaget att distribuera aktier till anställda utan att späda ut aktiekapitalet. När ledningen innehar aktieoptioner kan det vara av särskilt intresse för dem att försvara aktiepriset och inte späda ut börsvärdet över ett större antal aktier. Av förekommen anledning är aktieåterköp därför ofta populärt bland företag med stora aktieoptionsprogram (Dittmar 2000).

### 5. *Övertagandehypotes: Aktieåterköp och kontroll*

Samtliga föregående motiv till aktieåterköp relaterar till interna företagsbeslut som påverkar företaget och dess aktieägare. Aktieåterköp kan också påverka företagets relation med externa parter. Bagwell (1991) och Hodrick (1999) studerar aktieägares heterogenitet i kombination med hög free float bland aktier. När ett företag som riskerar att bli övertagna har en hög free float kan aktieåterköp användas på den öppna marknaden för att förvärva aktier till de lägsta möjliga värderingarna vilket resulterar i en högre förvärvskostnad för den eller de som planerat ett fientligt uppköp (Bagwell 1991).

## 3.4 Regelverk och riktlinjer för aktieåterköp

Företagen som inkluderas i denna studie omfattas av regelverk och riktlinjer från tre organ: EU-direktiv, nationella lagstiftningar och OMX Nasdaq Stockholms regelverk (De Ridder & Råsbrant 2014). Samtliga EU-länder måste implementera de regler som angivits i

EU-direktiven men EU-länderna har möjlighet att ersätta EU-direktivets lagar med striktare nationella lagar. EU-direktivet 2012/30/30 berör aktieåterköp och anger att bolagsordningen ska bestämma om aktieåterköpsprogram ska genomföras eller ej. Direktivet anger att aktieåterköp ej får utföras om företagets nettotillgångar understiger aktiekapitalet och de icke utdelningsbara reserverna (Eur-Lex U.Å.)

I svensk författarsamling (SFS) återfinns de nationella lagarna. Aktiebolagslagen (ABL) innehåller särskilda bestämmelser om publika aktiebolags förvärv av egna aktier. Ett beslut om att förvärva egna aktier kräver  $\frac{2}{3}$  majoritet och ska fattas av bolagsstämman som sedermera kan bemyndiga styrelsen att fatta ett sådant beslut (SFS:551 19:17/18). Förvärv ska enligt ABL ske på en reglerad marknad inom EU, alternativt på en reglerad marknad utanför EU efter tillstånd av Finansinspektionen eller i enlighet med ett förvärvserbjudande som har riktats till samtliga aktieägare eller samtliga ägare till aktier av ett visst slag (SFS:551 19:14). Ett publikt aktiebolag får inte heller förvärva egna aktier i den mån företagets innehav av egna aktier efter förvärvet kommer att uppgå till mer än 10% av samtliga aktier i företaget (SFS:551 19:15).

OMX Nasdaq Stockholms regelverk utgör det tredje organet. Detta regelverk återfinns i *Regelverk för emittenter* (Nasdaq U.Å. 2.). Publika företag listade på OMX Nasdaq Stockholm (SSE) som beslutat om förvärv av egna aktier ska meddela SSE så fort som möjligt. SSE kräver då detaljer om återköpets omfattning, under vilken tidsperiod förvärvet av egna aktier ska ske, högsta och lägsta pris per aktie och även syftet med återköpet. Den dagliga återköpsvolymen måste vara lägre än 25% av den genomsnittliga dagliga handelsvolymen i aktien, beräknad för fyra veckor före aktieåterköpet (De Ridder, Råsbrant 2014).

### 3.5 Tillvägagångssätt för aktieåterköp

I rapporten *Accelerated share repurchases: Value creation or extraction* publicerad av King & Teague (2021) diskuteras skillnaden mellan olika strategival vid genomförandet av ett aktieåterköp. Rapporten diskuterar även signalvärdet av offentliggörandet av ett återköp och dess påverkan på aktiepriset.

Vid beslut om att genomföra ett aktieåterköp, står företaget inför ett beslut om vilken metod som ska användas. Två vanliga tillvägagångssätt är ”Open Market Repurchase” (OMR) eller ”Accelerated Share Repurchase” (ASR). OMR är en metod med fokus på återköp av aktier genom den öppna marknaden under en förutbestämd tidsram. ASR skiljer sig från OMR genom en direkt process, med stöd av en finansiell mellanhand genomförs återköp av önskat antal aktier direkt. De senaste åren har ASR-metoden fått allt större uppmärksamhet, då återköpande företag visat både intresse i och genomfört återköp med stöd av denna metod. Historiskt sett har däremot OMR varit den mest nyttjade metoden vid aktieåterköp (King & Teague 2021). Företag som väljer att genomföra aktieåterköp kännetecknas av ett överskott av likvida medel i en marknad med avtagande investeringsmöjligheter.

### 3.6 Signalvärdet av aktieåterköp

I rapporten *Common Stock Repurchases and Market Signaling* presenterad år 1981 av Vermaelen lyfts aktieåterköp och betydelsen av dess signalvärde till marknaden.

Vermaelen konstaterar att offentliggörandet av ett planerat återköp har en betydande inverkan på aktiemarknadens förväntningar på företagets framtida prestation. King & Teague (2021) lyfter i publikationen *Accelerated share repurchases: Value creation or extraction* vikten av signalvärdet i beslut om genomförandet av ett aktieåterköp. Offentliggörandet av ett återköp signalerar styrka och framtidstro hos företaget, vilket vanligtvis resulterar i en kortsiktig ökning av aktiepriset (King & Teague 2021). Även Vermaelen (1981) konstaterar en kortsiktig abnormal avkastning kopplat till de företag som genomfört aktieåterköp. Informationsasymmetrin som finns mellan företagsledningen och dess aktieägare är grunden till signalvärdet i denna typ av offentliggörande (Vermaelen 1981). Genom antagandet om denna informationsasymmetri öppnas tolkningen upp för marknaden att ledningen signalerar en positiv framtidstro och en undervärdering av marknaden baserat på den information de har tillgång till. Vermaelen lyfter och förtydligar risken att dessa antaganden av marknaden kan missbrukas inom företaget. Vid incitament inom företag kopplat mot aktier och aktiepris, uppkommer risken att chefer och andra beslutsfattare inom företaget offentliggör information gällande aktieåterköp för att öka dennes ersättning.



### 3.7 Aktieåterköp och potentiella utfall

En konsultfirma vid namn Fortuna Advisors (2018) publicerade nyligen en rapport som jämför avkastningen hos företag som gör stora aktieåterköp med de företag som gör inga eller endast en mindre betydande andel aktieåterköp. Slutsatsen drogs att de sistnämnda företagen genererade en högre avkastning än de som genomförde stora aktieåterköp. Studien utfördes på företag inkluderade i S&P 500 under hela perioden mellan 2012-12-01 och 2017-12-01. Detta stöder idén om att företag som återköper sina aktier per definition avstår från att investera i positiva investeringsmöjligheter till förmån för aktieåterköp. (Bens, Nagar, et al. 2002). En av anledningarna kan vara att chefer har incitamentsprogram kopplade till aktieoptioner och därav gynnas av den positiva abnormal avkastning som aktieåterköp på kort sikt tenderar att generera (Hong-Meng Chee, Nazrul Hisyam Bin Ab Razak, Bany Ariffin Bin Amin Noordin 2021).

Det kan också bero på att företagen helt enkelt inte hittar dessa positiva investeringsmöjligheter, eller tillräckligt många av dem för att kunna investera sin överlikviditet. Ett företag med ett överflöd av likvida medel kan av många anledningar tacka nej till andra alternativ som står till dess förfogande. Att till exempel börja betala regelbundna aktieutdelningar kan begränsa den framtida flexibiliteten eftersom en minskning av utdelningsnivån i framtiden sällan mottas positivt av marknaden (Hillier et. al. 2021).

I rapporten *An analysis of stock repurchases in Taiwan* undersöks den kort- och långsiktiga abnormal avkastningen hos taiwanesiska företag involverade i aktieåterköp.

I Taiwan, före 2000, förbjöd Securities and Exchange ACT (SEA) aktieåterköp för att förhindra att mindre aktieägare skulle komma att utnyttjas av stora aktieägare genom insiderhandel (Wang et al. 2013). Under slutet av 1990-talet skedde flera politiska händelser i Taiwan, vilket kom att påverka börsen negativt. För att motverka nedgången avreglerades den juridiska reformen av aktieåterköp år 2000, vilket möjliggjorde för företag att köpa tillbaka sina aktier i ett försök att öka aktiepriset (Wang et al. 2013).

Ett av följande villkor måste uppfyllas för att taiwanesiska företag ska kunna köpa tillbaka sina aktier; (1) syftet är att överföra aktier till anställda; (2) syftet är att upprätthålla företagets krediter och eget kapital; eller (3) aktieåterköpen är för aktiekonvertering. Återköpen av aktier skall vara genomförda inom två månader från dess offentliggörande. Företag kan

antingen återutge eller makulera aktierna inom en viss period. Om företaget återköper aktier enligt villkor 1, måste aktierna återutges till anställda inom tre år efter aktieåterköpet, annars måste de makuleras. Om återköpet däremot sker enligt villkor 2, måste aktierna makuleras inom sex månader efter återköpet (Wang et al. 2013). Författarna identifierade 620 företag som initierat ett aktieåterköpsprogram, 506 under villkor 1 och 114 under villkor 2.

Resultaten från studien är statistiskt signifikanta och visar positiv abnormal daglig avkastning för företagen vid offentliggörandet av återköpet och en positiv långsiktig abnormal avkastning under följande treårsperiod beräknad med BHAR på +38,83% (Wang et al. 2013). Deras forskning visar även att företag som makulerade sina återköpta aktier också visade en bättre långsiktig avkastning jämfört med de som återgav aktierna till anställda. Den abnormala avkastningen i förhållande till Taiwans marknadsindex under en treårsperiod var +33,22% för företagen som återgav återköpta aktier och +63,70% för de företag som makulerade återköpta aktier.

### 3.8 Sammanfattning teori

Ovanstående teoridel beskriver processen bakom aktieåterköp, varför aktieåterköp kan vara ett viktigt strategiskt inslag i dagens företag och tidigare forskning kring effekterna av det. Jensen (1986) och Grullon och Michaely (2004) påvisar varför en värdeöverföring från företag till aktieägare kan vara nödvändigt för att bibehålla effektivitet inom företaget. Vidare introduceras Modigliani och Miller (1958), som har en mer restriktiv syn på aktieåterköp och andra typer av värdeöverföringar från företag till aktieägare. För- och nackdelar kring olika typer av strategier diskuteras, där även betydelsen av att alltid prioritera företaget före aktieägarnas preferenser lyfts. Dittmar (2000) introducerar sedan fler bakomliggande motiv till aktieåterköp. Regler och riktlinjer som behöver beaktas vid återköp av aktier presenteras, där EU-direktiv, nationell lagstiftning och Nasdaq Stockholms regelverk lyfts fram. Tillvägagångssätt för aktieåterköp och tidigare forskning kring betydelsen av dess tillkännagivande diskuteras sedan av King & Teague (2021) och Vermaelen (1981). Tidigare studier i linje med vår frågeställning är begränsade, resultatet från två tidigare rapporter utförda av Wang et al. (2013) och Fortuna Advisors (2018) har påvisat en viss korrelation mellan aktieåterköpande företag och en positiv abnormal avkastning.

## 4. Metod

I detta avsnitt kommer studiens tillvägagångssätt att presenteras i detalj. Vi redogör för vår forskningsstrategi, valda modeller, datainsamling, avgränsningar och en reflektion av vald metod.

### 4.1 Forskningsstrategi

Vi har i denna studie undersökt företagens abnormala avkastning med hjälp av en kvantitativ metod och genomfört en eventstudie. I studier där stora mängder data ska sammanställas och analyseras är den kvantitativa metoden att föredra enligt Bryman & Bell (2017) och vi finner därav metoden som legitim för vår studie. Vi har studerat företag listade på OMX Stockholm Large Cap som genomfört förvärv av egna aktier under perioden 2013-2016, på tre års sikt. Vi har läst in oss på tidigare forskning och utifrån densamma formulerat vår frågeställning och hypotes. Undersökningen baseras på en datainsamling från olika finansiella databaser i kombination med finansiella rapporter, tidskrifter samt pressmeddelanden från företagen. Med hjälp av insamlade data beräknas företagens abnormala avkastning med *buy-and-hold-abnormal-return (BHAR)*. Eventstudien, datainsamlingen och tillvägagångssättet för BHAR presenteras i detalj i kommande avsnitt.

### 4.2 Eventstudie

Vi har vid valet av metod funnit inspiration i rapporten *the adjustment of stock prices to new information* (Fama 1969). Detta var den första finanspublikation som nyttjade ett arbetsätt i linje med vad som kännetecknas av en eventstudie, med ändamål att undersöka en finansiell frågeställning. S.P Kothari (2001) beskriver syftet med en eventstudie i rapporten *Capital markets research in accounting* som "Event studies are joint tests of market efficiency and the model of expected rates of return used in estimating abnormal returns". Processen grundar sig i tre pelare, som identifierar, preciserar och analyserar den specifika frågeställningen.

En eventstudie kan utföras utifrån ett kortsiktigt eller långsiktigt tidsperspektiv beroende på frågeställning och syfte med undersökningen. Kortsiktiga perspektiv innefattar en period som sträcker sig mellan ett par minuter till en fåtal dagar, det långsiktiga perspektivet bygger på en tidshorisont mellan 1-5 år (Kothari 2001).

Efter en lagändring under 2000 blev återigen aktieåterköp lagligt för företag registrerade i Sverige (De Ridder & Baker 2018). De Ridder & Baker (2018) identifierar även i rapporten

*Payout policy in industrial and financial firms* ett alltmer tilltagande intresse bland företag och dess aktieägare för denna typ av handling. Vi identifierade en avsaknad av information gällande vilken effekt aktieåterköp har på den långsiktiga avkastning aktieägare av dessa företag erhåller.

### 4.3 Abnormal avkastning, BHAR

Aktieavkastningen beräknas med *buy-and-hold abnormal return (BHAR)*, för att få fram den överavkastning som genereras av en aktie om den hålls i tre år. Först räknar vi ut Buy-and-hold return, BHR för aktie  $i$ , för  $T$  månader efter aktieåterköpet. Formeln definieras som:

$$BHAR_{i,T} = \prod_{t=1}^T (1 + r_{i,t}) - 1$$

där  $r_{i,t}$  är avkastningen för aktie  $i$  vid månad  $t$ . Vidare beräknar vi överavkastningen BHAR för aktie  $i$ ,  $T$  månader efter aktieåterköpet genom följande formel:

$$BHAR_{i,T} = \prod_{t=1}^T (1 + r_{i,t}) - \prod_{t=1}^T (1 + r_{index,t})$$

där  $r_{i,t}$  är avkastningen för aktie  $i$  vid månad  $t$ . Vidare är  $r_{index,t}$  avkastningen för jämförelseindexet OMXSGI månad  $t$ . BHAR beräknas enskilt för varje aktie med hänsyn tagen till samma specifika tidsperiod gällande indexavkastningen. Totalt mäts varje akties historiska abnormala avkastning månadsvis i 36 månader, räknat från en dag före aktieåterköpets offentliggörande. Därefter beräknas en genomsnittlig BHAR. Den genomsnittliga BHAR är en likaviktad artificiell portfölj bestående av samtliga aktier i urvalet. Den beräknas genom formeln:

$$BHAR_T = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n BHAR_{i,T}$$

För att göra resultaten mer överskådliga presenterar vi resultaten kvartalsvis från månad 3 till månad 36 som då blir tre år efter aktieåterköpet annonserades.

## 4.4 Statistiska tester

Med hjälp av *Student's t-test* att testar vi om medelvärdet för BHAR statistiskt skiljer sig från noll. (Newbold 2003). Formeln för t-testet är enligt följande:

$$t = \frac{\mu - 0}{s / \sqrt{n}}$$

där  $\mu$  representerar medelvärde,  $s$  representerar standardavvikelse och  $n$  representerar antalet observationer. Nollhypotesen förkastas om t-värdet är större än det kritiska värdet  $t_{n-1, \alpha/2}$  (Newbold 2003).

## 4.5 Hypotestester

Med bakgrund av tidigare forskning och ett mål om att skapa en replikerbar studie har en 5% signifikansnivå bestämts. Genom en signifikansnivå på 5% utvinns risken att förkasta nollhypotesen givet att den är sann. För att förkasta nollhypotesen på en femprocentig signifikansnivå ska risken vara under 5%. (Körner & Wahlgren 2000). I de empiriska studier vi tagit del av har vi funnit stöd för att återköpande företag upplever en positiv abnormal avkastning i jämförelse med marknaden. Svenska studier av bland annat De Ridder (2004) visar på en mer positiv abnormal avkastning för svenska företag jämfört med studier på företag utanför Sveriges gränser. Vår hypotes är att återköpande företag har en positiv abnormal avkastning justerat för Stockholmsbörsens breda index OMXSGI.

*H0: Det finns ingen positiv abnormal avkastning för företag som genomfört aktieåterköp och OMXSGI.*

*H1: Det finns en positiv abnormal avkastning för företag som genomfört aktieåterköp och OMXSGI.*

## 4.6 Datainsamling

Data är sammanställd från finansiella databaser i kombination med information från finansiella tidskrifter och finansiella rapporter samt kommunikation från företagen i studien. Vid manuell hantering av stora mängder data uppstår risken för mänskligt fel, detta är vi medvetna om och arbetar förebyggande mot genom att insamling av data sker gemensamt och systematiskt. Vetenskapliga artiklar som använts i den teoretiska referensramen har hämtats från Göteborgs Universitets databaser och merparten är Peer-reviewed.

Information om genomförda återköp och dess volym har insamlats från den globala marknadsplatsen Nasdaq (Nasdaqomxnordic U.Å.2). Siffrorna som inhämtades från Nasdaq innehöll nettoförändringen i innehav av egna aktier. För att uppfylla studiens mål om att undersöka mängden aktier som återköps från marknaden, har makulerade aktier adderats på nettoförändringen i samtliga företag. Detta anser vi resulterar i en mer rättvis och verklighetsnära studie.

För data om historiska kurser och kursutveckling används den finansiella databasen Bloomberg. Procentuell kursutveckling på månadsbasis används vid sammanställning, studien sträcker sig tre år efter offentliggörandet av ett planerat återköp, detta resulterar i att 36 observationer per företag används. Resultatet av detta blir ett underlag på 360 observationer, en sammanställning av dessa formas sedan i en viktad portfölj. Procentuell utveckling per månad av OMXSGI utvinns också genom Bloomberg.

Vermaelen (1981) undersöker den amerikanska aktiemarknaden och dess reaktion vid ett återköp, i rapporten *Common stock repurchases and market signaling*. Han konstaterar att offentliggörande av ett återköp vanligtvis tolkas positivt av marknaden, vilket resulterar i en kortsiktig ökning av aktiekursen. Med anledning av detta startar mätningen av treårsperioden dagen före annonseringen av ett aktieåterköp, vilket även är i linje med vad King & Teague (2021) menar är tidpunkten då aktiemarknadens första reaktion på ett återköp sker. Information kring vilka datum denna information offentliggjorts har funnits i de aktuella företagens årsredovisningar och publicerade PM. I första hand har vi använt oss av det datum då pressmeddelandet offentliggjordes. I de fall pressmeddelande saknats har vi använt oss av datumet för vilken bolagsstämman beslutade om bemyndigande för styrelsen att återköpa aktier.

## 4.7 Avgränsningar

### 4.7.1 Kriterier för urval

Vid val av index har vi valt att bortse från branschspecifika index och valt ett All-Share index som inkluderar samtliga listade företag på Stockholmsbörsen. Vi valde OMX Stockholm Gross Index (OMXSGI) före OMX Stockholm Price Index med motiveringen att vi avsåg studera den överavkastning som genereras av en aktie om den hålls i tre år. Därför var avkastningsindexet OMXSGI mer relevant för vår studie än prisindexet OMXSPI. OMXSGI

inkluderar även aktieutdelningar. Data om aktiernas avkastning hämtas från Bloomberg med kriteriet att också vara Gross dividend, dvs. inkludera aktieutdelning likt OMXSGI.

De företag som valts ut i studien har valts utifrån fyra kriterier. Det första kriteriet är att aktieåterköpet måste ha skett under perioden 2013-2016 motiverat av att vi avser mäta avkastning på tre års sikt vilket därmed inte tillåter senare återköp i urvalet med hänsyn tagen till de omvärldsfaktorer härledda från Corona-pandemin 2020 som då hade kunnat komma att påverka resultatet. Det andra kriteriet är att företagen måste ha varit listat på OMX Stockholm Large Cap (OMXSLC) vid tillfället för aktieåterköpet. Det resulterar i att vissa företag som genomfört aktieåterköp under tidsperioden inte kom med i urvalet trots att de idag är listade på OMXSLC. Det tredje kriteriet är att fullständiga data för historisk avkastning ska ha funnits tillgänglig. Som ett resultat av det tredje kriteriet har vi fått välja bort vissa företag på grund av sammanslagningar, såsom Com Hem etc. Det fjärde kriteriet är att företaget ska ha återköpt minst 0,75% av sina utestående aktier. Detta syftar till att utesluta de företag som återköpt i syfte att tillgodose personaloptioner och liknande incitamentsprogram. Frågeställningen kopplas till de företag som har en uttalad strategi kring återköp, de återköp som syftar till att tillgodose incitamentsprogram är ofta av mindre karaktär och kan därför antas ha en mindre betydande påverkan på aktiekursen.

#### 4.7.2 Företag i urvalet

De företag som uppfyller våra fyra kriterier och därför har inkluderats i urvalet är:

<b>Företag</b>	<b>Bransch</b>
Atlas Copco AB ser. A	Industri
Intrum Justitia	Bank & Finans
JM	Byggnadskonstruktion
Kinnevik B	Investmentbolag
Saab B	Industri
SEB A	Bank & Finans
Skanska B	Byggnadskonstruktion
Swedish Match	Konsumentvaror
Swedish Orphan Biovitrum	Hälsovård
Wallenstam B	Fastighet

Studien undersöker 10 bolag fördelade över 7 branscher

## 4.8 Kritik mot studien

### 4.8.1 Validitet

Validitet syftar till hur väl rapporten är genomförd i förhållande till dess syfte, frågeställningar och att de mått som använts är korrekta. Lantz (2014) menar att det är av stor vikt att rätt mått används för att besvara studiens frågeställningar. Vår studie besvarar vår frågeställning genom ett hypotestest. Metoden grundar sig på tidigare forskning vilket gör att vi anser att metoden och de mått som använts är relevanta för studiens syfte.

De fyra kriterierna för urvalet av företagen i studien bidrar till en bättre validitet. Det första kriteriet innebär att återköpet måste ha skett under perioden 2013-2016, det syftar till att begränsa undersökningsperioden till 2019 för att studiens resultat inte ska påverkas av de marknadseffekter som uppstod till följd av corona-pandemin 2020. Det tredje kriteriet relaterade till att tillgängliga data för hela undersökningsperioden behövde finnas tillgänglig. Detta för att det fanns företag som slagits samman under undersökningsperioden.

Konsekvenserna av bortfallet resulterar i att studien har färre observationer och således finns en risk att vårt urval inte speglar hela den grupp av aktieåterköpande företag på OMX Stockholm Large Cap som studien avsågs att spegla. Det fjärde kriteriet om att företagen ska



ha återköpt 0,75% av sina aktier speglar kriterier från tidigare studier som använt sig av 1%. Att ha ett kriterium som begränsar urvalet utefter andel återköp syftar till att motverka att mindre aktieåterköp som inte kan anses ha en märkbar påverkan på aktieavkastningen därmed felaktigt hade påverkat vårt resultat. Vi motiverar vårt val av 0,75% med att vi på denna nivå utesluter merparten av de företag som återköpt i syfte att tillgodose incitamentsprogram. De bortfall som hamnade under 0,75%-spärren hade återköpt som mest 0,40% av sina aktier. Det går däremot inte att utesluta att dessa bortfall kan ha haft en påverkan på vårt resultat.

#### 4.8.2 Reliabilitet

Reliabilitet syftar till att studiens resultat ska kunna replikeras och utvinna samma resultat, oberoende av vem som står för utförandet. För att uppnå samma resultat som originalstudien ska metoden beskrivas så utförligt som möjligt för att ge studien en hög trovärdighet (Saunders, Lewis & Thornhill 2012). Vi anser att forskningsprocessen är utförligt beskriven gällande bland annat metod, datainsamling och urval. De vetenskapliga artiklarna som använts i det teoretiska ramverket är till största del Peer-reviewed vilket därmed ökar tillförlitligheten. Det material som tagits från OMX Stockholm Nasdaq är offentlig information och därmed tillgänglig för den som avser replikera studien. Datan från Bloomberg kräver tillträde till Bloomborgs terminal. Datan är däremot inte unik för just Bloomberg, det går att finna samma data från andra källor för de som önskar replikera originalstudien men som saknar tillgång till just Bloomberg. Datan skulle då vara exakt samma som den som använts i denna studie vilket ökar reliabiliteten.

Studien genomfördes med en kvantitativ metod där det inte föreligger någon risk för egen tolkning eftersom datan baseras på offentlig information av kvantitativ karaktär. En del av datainsamlingen kräver manuell hantering av stora datamängder vilket ökar risken för mänskliga fel. Vi är medvetna om risken för eventuella mänskliga fel och har arbetat förebyggande genom att samla in data gemensamt och systematiskt.

#### 4.9 Metodreflektion

Val av BHAR som metod grundar sig i tidigare studier inom området. Tidsbegränsningen för framtagandet av studien har haft en stor påverkan på metodvalet. Vi har vid uppförandet av studien stött på problem med datainsamlingen vilket har resulterat i att frågeställningen har

justerats under undersökningsperioden. Vår ursprungliga frågeställning handlade om att besvara frågan om aktieåterköpande företag hade en högre abnormal avkastning än icke-återköpande företag. Begränsningen av antalet återköpande företag som mötte våra kriterier i kombination med en omfattande datainsamling resulterade i en omformulering av frågeställningen. En undersökning av återköpande och icke-återköpande företag hade krävt ett större urval eftersom den slumpmässiga faktorn angående vilka icke-återköpande företag som skulle inkluderas i studien hade spelat en alldeles för stor roll i ett urval av tio företag. Ursprungligen har fler än en hypotes ställts men problematiken med datainsamlingen har påverkat omfattningen av rapporten genom att begränsa oss till att minska antalet ställda hypoteser.

Vid genomförande av en likande studie utan samma tidsbegränsning hade metoden kunnat vara mer omfattande. Med hjälp av Ibbotsons (1975) Return Across Time and Securities (RATS) och Fama and Frenchs (1993) trefaktormodell hade vi kunnat genomföra en liknande studie och samtidigt adderat regressionsanalyser där vi hade kunnat testa olika variablers påverkan på resultatet. Fördelen med RATS är att vi då hade haft möjlighet att justera för den systematiska risken för varje månad (Ibbotson 1975). Vidare hade vi med hjälp av trefaktormodellen kunnat genomföra regressionsanalyser där vi hade kunnat testa hur variabler såsom storlek, book-to-market-ratio och marknadsrisk påverkar den abnormala avkastningen (Fama & French 1993).

## 5. Empiri

I detta avsnitt presenteras vår empiri. Avsnittet innehåller tabeller och figurer samt en beskrivning av resultaten som presenteras.

**Tabell 5.1**  
**Översikt av företagen i urvalet**

Denna tabell visar en sammanställning av de företag som är inkluderade i studien. Andel återköpta aktier definieras som *Antal återköpta aktier / Antal utestående aktier*. Datum refererar till det datum då respektive företag offentliggjorde sin avsikt att förvärva sina egna aktier. Varje företags aktieavkastning mäts från en dag före offentliggörandet. Företagen i urvalet har i genomsnitt återköpt 1,68% av sina egna aktier.

<b>Företag</b>	<b>Andel återköpta aktier</b>	<b>Datum</b>
Atlas Copco AB ser. A	1,31%	2014-04-30
Intrum Justitia	2,04%	2014-04-23
JM	2,73%	2014-04-25
Kinnevik B	0,98%	2015-05-18
Saab B	1,23%	2014-04-08
SEB A	1,46%	2013-02-19
Skanska B	0,81%	2014-04-13
Swedish Match	3,96%	2014-05-07
Swedish Orphan Biovitrum	1,56%	2016-07-15
Wallenstam B	0,75%	2014-04-29

I tabell 5.1 visas hur stor andel aktier respektive företag har återköpt. Swedish Match har procentuellt köpt tillbaka flest aktier och Wallenstam har procentuellt köpt tillbaka minst. I tabellen framgår även att mätperioden för sju av tio företag startar på våren 2014.

Mätperioden för SEB A startar i februari 2013 och är därmed den observation som startar tidigast. Mätperioden för Swedish Orphan Biovitrum startar först i juli 2016 och sträcker sig därmed tre år fram till juli 2019.

**Tabell 5.2****Månadsvis aktieavkastning och månadsvis indexavkastning**


---

Denna tabell visar ett tvåsidigt t-test där vi jämfört den likaviktade portföljens genomsnittliga aktieavkastning per månad med den likaviktade genomsnittliga indexavkastningen per månad.

---

t-test: Två sampel antar lika varians		
	<i>Aktieavkastning</i>	<i>Indexavkastning</i>
Medelvärde	0,015873361	0,010709394
Varians	0,000730944	0,000597312
Observationer	36	36
Parad varians	0,000664128	
Antagen medelvärdesskillnad	0	
fg	70	
t-kvot	0,85014661	
P(T<=t) ensidig	0,199071047	
t-kritisk ensidig	1,666914479	
P(T<=t) tvåsidig	0,398142095	
t-kritisk tvåsidig	1,994437112	

I tabell 5.2 presenteras resultat av ett tvåsidigt t-test där avkastningen hos den likaviktade artificiella portföljen innehållande aktieåterköpande företag och det likaviktade indexet OMXSGI jämförs. Resultatet från de 36 erhållna observationerna visar att den artificiella portföljen i genomsnitt skapade en avkastning på 1,587% per månad. Under samma period avkastade index 1,071% per månad. " $P(T \leq t)$  tvåsidigt" som representerar uppnådd signifikansnivå på t-testet ger oss ett värde på 39,814%, vilket inte uppfyller studiens krav om en signifikansnivå om 5%. Med anledning av detta kan inte en signifikant skillnad i månadsvis avkastning hos återköpande bolag och OMXSGI konstateras. Värt att belysa är att vi här inte tittat på överavkastningen (BHAR) för den likaviktade artificiella portföljen utan endast ställt aktieavkastningen mot indexavkastningen.

**Tabell 5.3****Kumulativ aktieavkastning och kumulativ indexavkastning**

Tabellen visar ett tvåsidigt-testet där vi jämfört den likaviktade portföljens genomsnittliga kumulativa aktieavkastning med den likaviktade genomsnittliga kumulativa indexavkastningen för samma period.

t-test: Två sampel antar lika varians		
	<i>Kumulativ aktieavk.</i>	<i>Kumulativ indexavk.</i>
Medelvärde	0,361658871	0,226646151
Varians	0,046869471	0,012433544
Observationer	36	36
Parad varians	0,029651508	
Antagen medelvärdeskillnad	0	
fg	70	
t-kvot	3,326500161	
P(T<=t) ensidig	0,000701737	
t-kritisk ensidig	1,666914479	
P(T<=t) tvåsidig	0,001403474	
t-kritisk tvåsidig	1,994437112	

I tabell 5.3 presenteras likt tabell 5.2 resultatet av ett tvåsidigt t-test där avkastningen hos den likaviktade artificiella portföljen innehållande aktieåterköpande företag och det likaviktade indexet OMXSGI jämförs. Skillnaden här är att avkastningen inte mäts månad för månad, utan att den kumulativa avkastningen under 36-månadersperioden istället används som avkastningsmått. I tabellen kan en kumulativ avkastning på 36,166% avläsas hos den artificiella portföljen. OMXSGI har under samma period en kumulativ avkastning på 22,665%. " $P(T \leq t)$  tvåsidigt" från de 36 observationerna visar att den likaviktade artificiella portföljen innehållande aktieåterköpande bolag till en signifikansnivå på 1% presterar bättre kumulativ avkastning i jämförelse med en likaviktad portfölj baserad på det breda Stockholmsindexet OMXSGI. Priset för den högre avkastningen som erhålls i den återköpande portföljen blir en ökad varians.

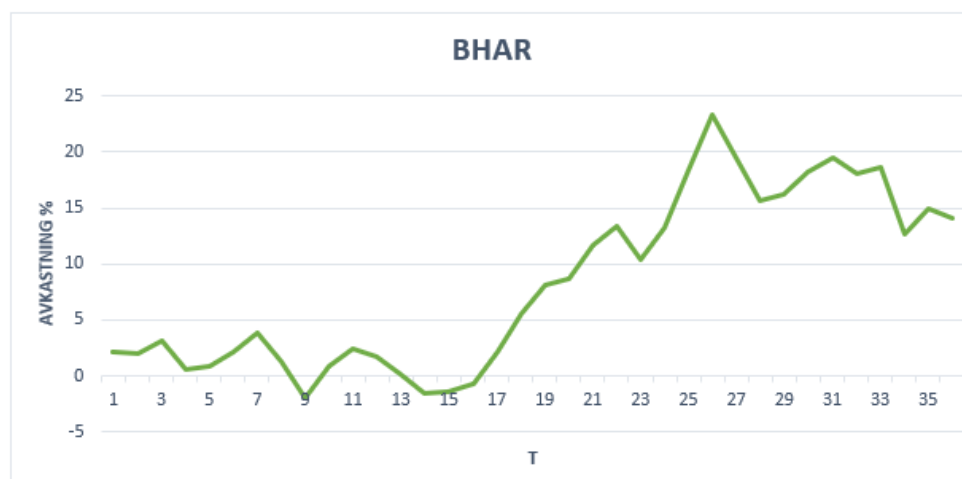
**Figur 5.1**

**Abnormal avkastning fram till tre år efter återköpet offentliggjordes**

---

Denna figur visar den abnormala avkastningen (BHAR) justerad för OMXSGI upp till tre år för svenska företag noterade på OMX Stockholm Large Cap som offentliggjort aktieåterköp under perioden februari 2013 till juli 2016.

---



Figur 5.1 visar på Y-axeln den abnormala avkastningen (BHAR) justerad för OMXSGI, företagen i studien skapat under följande 36-månadersperiod efter tillkännagivandet av ett återköp. X-axeln representerar månader (T) efter tillkännagivandet. Figuren visar en initial positiv abnormal avkastning (T=0), för att sedan inta nivåer kring +4% - (-)2%. I ett längre perspektiv dröjer ytterligare 15 månader innan en tydlig positiv abnormal avkastning kan utläsas. 36 månader efter annonsering (T=36) kan en abnormal avkastning för den likaviktade artificiella aktieportföljen på ca. 14% konstateras. Resultatet av studien visar att mellan kvartal fem (T=16) och åtta (T=25) skapas den absoluta merparten av den abnormala avkastning som studien konstaterat.

**Tabell 5.5****Abnormal avkastning fram till tre år efter återköpet offentliggjordes**

Denna tabell visar den abnormala avkastningen (BHAR) justerad för OMXSGI upp till tre år för svenska företag noterade på OMX Stockholm Large Cap som offentliggjort aktieåterköp, under perioden februari 2013 till juli 2016. Resultaten presenteras kvartalsvis. Tabellen visar månad (T), medelvärde, standardavvikelse och t-värden för dubbelsidiga test om medelvärdet är skiljt från noll. Medelvärdet representerar den abnormala avkastningen vid månad T. T-värden som är markerade med \* är statistiskt signifikanta på 10% signifikansnivå. T-värden som är markerade med \*\* är statistiskt signifikanta på 5% signifikansnivå. Det tvåsidiga t-testet kräver att p-värdet

på en signifikansnivå  $\alpha$  om 5% divideras med 2 eftersom  $t_{n-1, \alpha/2}$ .

Månader	Observationer	Medelvärde	Std.Av	t-värde
3	10	0,03	0,07	1,52
6	10	0,02	0,09	0,74
9	10	-0,02	0,13	-0,47
12	10	0,02	0,16	0,35
15	10	-0,01	0,16	-0,27
18	10	0,06	0,21	0,84
21	10	0,12	0,18	2,1
24	10	0,13	0,22	1,93
27	10	0,19	0,28	2,16
30	10	0,18	0,21	2,73**
33	10	0,19	0,23	2,58*
36	10	0,14	0,20	2,29*

I tabell 5.5 kan den kvartalsvisa abnormala avkastningen för de studerade företagen utläsas. Efter 15 månader är den abnormala avkastningen för den likaviktade artificiella portföljen -1%. Den abnormala avkastningen är enligt tabellen som högst 27 månader efter offentliggörandet av aktieåterköpet. Vid den tidpunkten är den abnormala avkastningen (BHAR) 19%. Först 30 månader efter offentliggörandet av aktieåterköpet kan ett resultat som är statistiskt signifikant på 5% signifikansnivå avläsas. Vidare finner vi att den genomsnittliga BHAR ej är statistiskt signifikant för månaderna 33 och 36 på en 5% signifikansnivå, t-värdena för de månaderna är däremot statistiskt signifikanta på en 10% signifikansnivå. Att övriga månader ej påvisar statistiskt signifikanta t-värden kan vara ett resultat av att testet innehåller för få observationer. Vidare visar tabell 5.5 att den abnormala avkastningen 36 månader efter annonsering var 14%.

**Tabell 5.6**

**Urvalets abnormala avkastning tre år efter aktieåterköpets offentliggörande**

Tabellen visar samtliga av den likaviktade artificiella portföljens innehav. Vidare presenteras varje företags kvartalsvisa abnormala avkastning (BHAR). T är antalet månader från starten av mätningen vilken är dagen före företagets offentliggörande av förvärv av egna aktier.

Företag	3	6	9	12	15	18	21	24	27	30	33	36
Atlas Copco ser. A	0,0228	0,0986	-0,0159	0,1917	0,0837	-0,0023	0,0162	0,0125	0,0948	0,1856	0,2439	0,3323
Intrum Justitia	0,1219	0,1472	0,1149	0,1039	0,2362	0,5116	0,4449	0,4461	0,3735	0,3096	0,4082	0,4395
JM	0,1616	0,0849	-0,0028	0,0888	-0,0702	-0,0253	0,0525	-0,1155	-0,0762	-0,0676	0,0104	0,0194
Kinnevik B	-0,0302	-0,0581	-0,3301	-0,3566	-0,3125	-0,2557	-0,2146	-0,2111	-0,1852	-0,1272	-0,1374	-0,1327
Saab B	0,0168	-0,1185	-0,1493	-0,0789	-0,1281	0,0116	0,1358	0,2239	0,1786	0,2512	0,3468	0,4042
SEB A	0,0189	0,0681	0,1138	0,1681	0,1877	0,2098	0,2109	0,1302	0,1530	0,1308	0,0154	0,0057
Skanska	0,0012	-0,0169	-0,0566	0,0322	-0,0232	0,0125	-0,0237	0,1086	0,1000	0,1411	0,1847	0,0881
Swedish Match	0,0345	0,0764	0,0605	-0,0491	-0,0122	0,0423	0,2718	0,0911	0,2829	0,2487	0,1014	0,0271
Swedish Orphan Biovitrum	-0,0596	-0,0871	0,0375	0,0066	-0,0465	-0,1197	0,1732	0,4841	0,8656	0,6384	0,6354	0,2234
Wallenstam B	0,0272	0,0122	0,0280	0,0690	-0,0501	0,1657	0,1062	0,1599	0,1610	0,1139	0,0544	0,0076

Tabell 5.6 presenterar en överblick av följande treårsperiod efter annonserat återköp.

Utvecklingen är nedbruten i kvartal, där T är antal månader från start av mätningen. Nio av de tio studerade företagen upplevde en positiv abnormal avkastning justerat för OMXSGI efter 36 månader (T=36). Intrum Justitia hade högst abnormal avkastning (BHAR) på +43,95% tätt följt av Saab B på +40,42%. Kinnevik var det enda företag som efter tre år (T=36) erhöll en negativ utveckling av BHAR, den abnormala avkastningen visar en nedgång på -13,27%. Tabellen visar att fyra bolag (Atlas Copco, Intrum Justitia, Saab och SOBI) stod för merparten av den positiva abnormala avkastningen (BHAR), vilket tyder på en betydande variation i erhållna data.



## 6. Analys

I detta avsnitt tolkas resultaten som presenterats i avsnitt 5. Vidare kopplas tolkningen till tidigare resultat från liknande studier.

### 6.1 T-tester, aktieavkastning vs indexavkastning

Resultaten i tabell 5.2 och 5.3 visar att den aktieåterköpande likaviktade portföljen har en högre avkastning än den likaviktade indexportföljen. Detta stöder idén om att företag som genomför förvärv av egna aktier har en högre avkastning än den Stockholmsbörsens breda index OMXSGI. Enligt Modigliani och Miller (1958) borde företag inte genomföra förvärv av egna aktier om det innebär att företagen avstår från lönsamma investeringsmöjligheter. De fördelaktigt låga räntenivåerna (Riksbanken, U.Å.1) under undersökningsperioden borde ha främjat investeringar men resultatet från tabell 5.2 och 5.3 visar ändå att de företag som valt att distribuera sitt kapitalöverskott genom aktieåterköp har presterat bättre än avkastningen för Stockholmsbörsen under samma period. Modigliani och Millers (1958) teori hjälper därmed inte till att förklara vårt resultat. En möjlig tolkning av vårt resultat som däremot stöds av Modigliani och Millers (1958) teori är om företagen i urvalet redan har nyttjat sina positiva investeringsmöjligheter, innan de genomfört aktieåterköpen.

### 6.2 Abnormal avkastning, BHAR

T-testet med BHAR visar att den likaviktade artificiella portföljen av aktieåterköpande företag har en positiv abnormal avkastning (BHAR) om 14% (14,15%) efter tre år. Detta stödjer hypotesen om att det finns en positiv abnormal avkastning för företag som genomfört aktieåterköp justerat för OMXSGI. Resultatet är däremot inte statistiskt signifikant och därmed kan vi inte förkasta vår nollhypotes. Resultatet från vår studie visar tecken på lägre abnormal avkastning (BHAR) än resultatet från den taiwanesiska marknaden som undersöks i rapporten *An analysis of stock repurchase in Taiwan* (Wang et al 2013). Under en treårsperiod identifierades där en abnormal avkastning på 38,83%. Vårt resultat är även lägre än De Ridders (2004) resultat som visar på en abnormal avkastning om +55,62% efter 36 månader. Trots att De Ridders (2004) resultat beräknades med CAR tyder det fortfarande på en högre abnormal avkastning än vårt resultat. Resultaten från De Ridder (2004) & Wang et al. (2013) är statistiskt signifikanta och innehåller framför allt fler observationer än vår studie vilket kan vara en förklaring till varför majoriteten av våra t-värden är insignifikanta.

Figur 5.1 visar en initial positiv avkastning i sammanband med startpunkten av mätningen. Detta är i linje med vad Vermaelen (1981) och King & Teague (2021) lyfter i tidigare forskning gällande marknadens kortsiktiga reaktion vid ett aktieåterköp. Vermaelen (1981) och King & Teague (2021) hänvisar denna kortsiktiga uppgång i abnormal avkastning till det signalvärde som företagen sänder till aktiemarknaden, även benämnt undervärderingshypotesen (Dittmar 2000). Deras teorier om signalvärdets betydelse för den kortsiktiga uppgången i abnormal avkastning skulle delvis kunna förklara vårt resultat med hänvisning till Figur 5.1 T=1. Enligt undervärderingshypotesen (Dittmar 2000) kan företagen "tajma" aktieåterköpen till de tillfällena då ledningen anser att företagets aktie är undervärderad. Eftersom aktiepriset stiger vid annonsering av aktieåterköp (Vermaelen 1981; Dittmar 2020) tenderar företagen själva att behöva genomföra återköp till det högre priset som är ett resultat av signalvärdet i återköpet.

Nio av de studerade företagen upplevde en positiv abnormal avkastning (BHAR) vilket stödjer vår hypotes om att det finns en positiv abnormal avkastning för företag som genomfört aktieåterköp justerat för OMXSGI. Kinnevik B var det enda företag som efter tre års tid hade uppnått en negativ BHAR på -13,27%. Den likaviktade artificiella aktieåterköpande portföljens högsta överavkastning (BHAR) skedde under perioden T=16 och T=25. Detta skulle delvis kunna förklaras av den överavkastning SOBI presterade från T=18 under den aktuella perioden (tabell 5.6). Denna information är aktuell att vara medveten om vid tolkande av resultatet och kan delvis förklara varför ökningen i BHAR var så pass betydande. Även Intrum Justitia, Saab B och Swedish Match utmärker sig med högre abnormal avkastning (BHAR) under perioden.

Rapporten från konsultfirman Fortuna Advisors (2018) jämförde avkastningen hos företag som gjorde stora aktieåterköp med de företag som gjorde inga eller endast en mindre betydande andel aktieåterköp. De drog slutsatsen att de företag som gjorde inga eller endast en mindre betydande andel aktieåterköp genererade en högre avkastning än de som genomförde stora aktieåterköp. Deras rapport kan inte hjälpa till att förklara vårt resultat när vi tittar på de enskilda företagen i den likaviktade aktieportföljen med hänsyn till den abnormala avkastningen efter tre år. De företag som genomförde, sett till urvalet, minst andel aktieåterköp var Wallenstam, Skanska och Kinnevik. Deras abnormala avkastning efter tre år var 0,76%, 8,81% samt -13,27%. De tre företag som genomförde högst andel aktieåterköp var

Swedish Match, JM och Intrum Justitia. Deras abnormala avkastning tre år efter annonsering var 2,27%, 1,94% samt 43,95%. Vårt resultat tyder snarare på motsatsen av vad Fortuna Advisors (2018) presenterade i sin rapport men vår studies begränsningar i form av för få observationer resulterar i att inga vidare slutsatser kan dras.

## 7. Slutsats

Detta avsnitt behandlar våra slutsatser baserat på studiens syfte. Vidare ges förslag till vidare forskning.

### 7.1 Avslutande diskussion

Syftet med denna uppsats var att beskriva aktieåterköpande företags abnormal avkastning justerat för OMXSGI. Det har vi genomfört genom att via en eventstudie studera företag på OMX Stockholm Large Cap som genomfört förvärv av egna aktier under perioden 2013-2016, på tre års sikt.

Modigliani och Miller argumenterar för att ett företag inte bör prioritera att distribuera överskottskapital genom aktieåterköp, framför lönsamma investeringar. Trots Modigliani och Millers teori har aktieåterköp bland svenska företag ökat de senaste åren, dessutom i en tid med historiskt låga räntor. Dittmar klarlägger fem motiv till varför företag väljer just aktieåterköp som distributionssätt av överskottskapital. Både Dittmar och Vermaelen nämner undervärderingshypotesen som ett motiv. Undervärderingshypotesen grundar sig i att det råder informationsasymmetri mellan ledningen och aktieägarna som kan resultera i en felaktig värdering av företagets aktiepris. Det innebär att ledningen kan genomföra aktieåterköp för att signalera till marknaden att de anser att deras aktie inte är korrekt prissatt, vilket resulterar i en positiv initial prisutveckling för aktien.

Givet vår signifikansnivå på 5% kan vi inte förkasta vår nollhypotes om att det inte finns en positiv abnormal avkastning för företag som genomfört aktieåterköp och OMXSGI. Vårt resultat visar däremot att vår likaviktade artificiella portfölj har haft en positiv abnormal avkastning på 14,15%. Utvecklingen av BHAR är däremot inte lika stark som tidigare studier av De Ridder vars resultat visar på en abnormal avkastning om +55,62% efter 36 månader. Även om De Ridders resultat är beräknad med CAR tyder hans resultat på en högre abnormal avkastning än vårt. Studien från den taiwanesiska aktiemarknaden visade ett resultat på +38,83% efter 36 månader vilket också är högre än vårt resultat. Vidare kan konstateras att fler observationer är nödvändiga för framtida studier för att kunna dra vidare slutsatser om resultatet.

## 7.2 Förslag till vidare forskning

Under studien gång har ett antal begränsningar identifierats som haft inverkan på det resultat som uppnått. Antalet företag som undersökts i studien är en begränsning som kan vara en av förklaringarna till att ett signifikant resultat inte kunnat uppnått. Fortsatt forskning som inkluderar fler bolag genom en utökad tidsperiod eller som inkluderar fler listor i Sverige och utomlands kan bidra till fler signifikanta resultat.

Vidare forskning kring jämförelser mot ett index som justeras för bolagen i studien hade varit intressant. Med anledning av studiens tidsbegränsning fanns inte möjligheten att framställa utvecklingen för OMXSGI exklusive de tio bolag som inkluderades i studien. Genom att framställa detta säkerställs att företagen i urvalet inte dubbelräknas.

## Referenser

### Tryckta källor

Bagwell, Ls. "Share Repurchase and Takeover Deterrence." *The Rand Journal of Economics* 22.1 (1991): 72-88. Web.

Bens, Daniel A, Venky Nagar, and M. H. Franco Wong. "Real Investment Implications of Employee Stock Option Exercises." *Journal of Accounting Research* 40.2 (2002): 359-93. Web.

Bryman, A & Bell, E., 2017. *Företagsekonomiska Forskningsmetoder*. Stockholm: Liber.

Chee, Chong-Meng, Nazrul Hisyam Bin Ab Razak, and Bany Ariffin Bin Amin Noordin. "Do Share Repurchases Distort Stock Prices? Evidence from the United States and Malaysia." *Studies in Microeconomics* (2021): 232102222110243. Web.

De Ridder, A. 2004, Long-Run Abnormal Share-Price Performance and Share Repurchases: Evidence from Sweden, Working Paper, Centre for Banking and Finance - Department of Mathematics, The Royal Institute of Technology, Stockholm

De Ridder, Adri, and Jonas Råsbrant. "Share Repurchases: Does Frequency Matter?" *Studies in Economics and Finance* (Charlotte, N.C.) 31.1 (2014): 88-105. Web.

De Ridder, A., Kent Baker, H, 2018, "Payout policy in industrial and financial firms," *Global Finance Journal*, Elsevier, vol. 37(C), pages 138-151.

Dittmar, Amy K. "Why Do Firms Repurchase Stock." *The Journal of Business* (Chicago, Ill.) 73.3 (2000): 331-55. Web.

Fama, Eugene F, and Kenneth R French. "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds." *Journal of Financial Economics* 33.1 (1993): 3-56. Web.

Fama, Eugene F, Lawrence Fisher, Michael C Jensen, and Richard Roll. "The Adjustment of Stock Prices to New Information." *International Economic Review* (Philadelphia) 10.1 (1969): 1-21. Web.

Grullon, Gustavo, and Roni Michaely. "The Information Content of Share Repurchase Programs." *The Journal of Finance* (New York) 59.2 (2004): 651-80. Web.

Hillier, D. Ross, S. Westerfield, R. Jaffe, J & Jordan B. 2021. *Corporate Finance* 4th European Edition.

Hodrick, Laurie Simon. "Does Stock Price Elasticity Affect Corporate Financial Decisions?" *Journal of Financial Economics* 52.2 (1999): 225-56. Web.

Ibbotson, Roger G. "Price Performance of Common Stock New Issues." *Journal of Financial Economics* 2.3 (1975): 235-72. Web.

Jensen, Michael C. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *The American Economic Review* 76.2 (1986): 323-29. Web.

King, Tao-Hsien Dolly, and Charles E Teague. "Accelerated Share Repurchases: Value Creation or Extraction." *Review of Quantitative Finance and Accounting* 58.1 (2021): 171-216. Web.

Kothari, S.P. "Capital Markets Research in Accounting." *Journal of Accounting & Economics* 31.1 (2001): 105-231. Web.

Körner, S. & Wahlgren, L. (2000). *Statistisk dataanalys. 3: Uppl. Studentlitteratur*

Lantz, B. (2014). *Den statistiska undersökningen: grundläggande metodik och typiska problem. 2, [utök.] uppl.*. Lund: Studentlitteratur.

MacMinn, Richard D. "The Fisher Model and Financial Markets." *Journal of Risk and Insurance* 75.1 (2008): 249-50. Web.

Modigliani, F. Miller, M. 1958. The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, Vol. 48, 261-297.

Newbold, P., Carlson, W., and Thorne, B., 2003, *Statistics for Business and Economics*, fifth edition, Pearson Education, New Jersey.

Patel, R & Davidson, B., 2019. *Forskningsmetodikens grunder*. Lund: Studentlitteratur.

Saunders M., Lewis P., Thornhill A. (2012). *Research Methods for Business Students*. Sixth Edition. Pearson Education Limited

Vermaelen, T. 1981. Common stock repurchases and market signaling - An empirical study. *Journal of Financial Economics* 2, pp. 139-183.

Wang, Li-Hsun, Chu-Hsiung Lin, Hung-Gay Fung, and Hsien-Ming Chen. "An Analysis of Stock Repurchase in Taiwan." *International Review of Economics & Finance* 27 (2013): 497-513. Web.

## **Elektroniska källor**

Avanza U.Å. *Vad är aktieåterköp?* [2022-04-02]

<https://www.avanza.se/lar-dig-mer/avanza-akademin/borsintroduktioner-emissioner-foretagshandelser/vad-ar-aterkop-av-aktier.html>

Corporate Finance Institute, *Abnormal Return*, U.Å.1 [2022-05- 22]

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/abnormal-return/>

Corporate Finance Institute *What is the Market to Book Ratio (Price to Book)?* U.Å.2. [2022-05- 22]

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/market-to-book-ratio-price-book/>

Eur-Lex (U.Å.) EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS DIREKTIV 2012/30/EU. [2022-05-13]

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/HTML/?uri=CELEX:32012L0030&from=SV>

Fortuna Advisors, 2018, *2018 Buyback ROI Report* [2022-05-22]

<https://content.fortune.com/wp-content/uploads/2018/04/2018-fortuna-buyback-roi-report>

Nasdaq Stockholm U.Å.1. *Cumulative Abnormal Return* [2022-05-22]

<https://www.nasdaq.com/glossary/c/cumulative-abnormal-return>

Nasdaq Stockholm U.Å. 2. *Regelverk för emittenter* [2022-05-03]

<https://www.nasdaq.com/solutions/rules-regulations-stockholm>

Nasdaq OMX Nordic U.Å.1 *Vad är aktieindex?* [2022-05-22]

<http://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/aktier/vadaraktieindex?languageId=3>

Nasdaq OMX Nordic U.Å.2 *Repurchase of own shares* [2022-04-03]

<http://www.nasdaqomxnordic.com/news/corporate-actions/repurchase-of-own-shares>

Riksbanken U.Å.1. *Negativ reporänta införs* [2022-04-03]

<https://www.riksbank.se/sv/om-riksbanken/historia/historisk-tidslinje/2000-2018/negativ-reporanta-infors>

Riksbanken U.Å.2. *Reporänta, in- och utlånsränta* [2022-04-03]

<https://www.riksbank.se/sv/statistik/sok-rantor--valutakurser/reporanta-in--och-utlaningsranta/>

Riksbanken U.Å.3. *Så påverkar penningpolitik inflationen* [2022-04-03]

<https://www.riksbank.se/sv/penningpolitik/vad-ar-penningpolitik/sa-paverkar-penningpolitiken-inflationen/>

Swedbank 2021. *Fin koll på free float* [2022-05-22]

[https://www.swedbank-aktiellt.se/2021/september/fin\\_koll\\_pa\\_free\\_float.csp](https://www.swedbank-aktiellt.se/2021/september/fin_koll_pa_free_float.csp)



Visma U.Å. *Likviditet - Vad är likviditet* [2022-04-20]  
<https://vismaspcs.se/ekonomiska-termer/vad-ar-likviditet>

## Lagar och författningar

SFS 2005:551. Aktiebolagslagen. Stockholm: Justitiedepartementet.

## Årsredovisningar och PM

Atlas Copco årsredovisning, 2015

<https://www.atlascopcogroup.com/content/dam/atlas-copco/corporate/documents/investors/financial-publications/swedish/20160310%20%C3%85rsredovisning%20inkl.%20h%C3%A5llbarhetsredovisning%20och%20rapport%20om%20koncernens%20styrning%202015.pdf>

Intrium Justitia årsredovisning, 2015

[https://www.intrum.com/media/1876/ij-2015\\_sve.pdf](https://www.intrum.com/media/1876/ij-2015_sve.pdf)

Intrum Justitia, PM, hämtad 2022-04-23

<https://news.cision.com/intrum/r/intrum-justitia-repurchases-own-shares.c9761262>

JM årsredovisning, 2015

<https://www.jm.se/externalfiles/cision/5534DF24E714BCDE/wkr0006.pdf>

Kinnevik årsredovisning, 2016

<https://www.kinnevik.com/globalassets/documents/2.-investors/reports/1.-old/2016/arsredovisning-2016.pdf>

Kinnevik, PM, hämtad 2022-04-23

<https://www.kinnevik.com/sv/newsroom/pressmeddelanden/2016/2/1985371-Kinnevik-beslut-ar-om-aterkop-av-egna-aktier>

Saab årsredovisning, 2016

[https://www.saab.com/globalassets/corporate/investor-relations/reports/2016/saab\\_ar16\\_sve.pdf](https://www.saab.com/globalassets/corporate/investor-relations/reports/2016/saab_ar16_sve.pdf)

Saab, PM, hämtad 2022-04-23

<https://www.saab.com/globalassets/corporate/corporate-governance/annual-general-meeting/2015/sv/bilaga-6---styrelsens-forslag-till-lti-2015.pdf>

SEB årsredovisning, 2015

[https://webapp.sebgroup.com/mb/mblib.nsf/alldocsbyunid/C663EB33D3A4D38FC125869D002D821C/\\$FILE/arsredovisning\\_2015.pdf](https://webapp.sebgroup.com/mb/mblib.nsf/alldocsbyunid/C663EB33D3A4D38FC125869D002D821C/$FILE/arsredovisning_2015.pdf)

SEB PM, hämtad 2022-04-23

<https://sebgroup.com/sv/press/pressmeddelanden/2013/valkommen-till-skandinaviska-enskilda-banken-abs-arsstamma-den-21-mars-2013>

och

[https://webapp.sebgroup.com/mb/mblib.nsf/alldocsbyunid/422CB5216EC9698CC125869B00483D8D/\\$FILE/kallelse\\_2013.pdf](https://webapp.sebgroup.com/mb/mblib.nsf/alldocsbyunid/422CB5216EC9698CC125869B00483D8D/$FILE/kallelse_2013.pdf)

Skanska årsredovisning, 2015

<https://group.skanska.com/496611/siteassets/investors/reports-publications/annual-reports/2015/skanska-arsredovisning-2015.pdf>

Swedish match årsredovisning, 2015

[https://www.swedishmatch.com/globalassets/reports/annual-reports/2015\\_swedishmatcharsredovisning\\_sv.pdf](https://www.swedishmatch.com/globalassets/reports/annual-reports/2015_swedishmatcharsredovisning_sv.pdf)

Swedish Match, PM, hämtad 2022-04-23

<https://www.swedishmatch.com/globalassets/reports/2014/20140507-swedish-match-arsstamma-2014-sv-1-883132.pdf>

Swedish Orphan Biovitrum, 2016

<https://www.sobi.com/sites/default/files/pr/201704110155-1.pdf>

Swedish Orphan Biovitrum, PM, hämtad 2022-04-23

<https://www.sobi.com/sv/pressmeddelanden/styrelsen-sobi-utnyttjar-aterkopsbemyndigande-sakerstallande-av-bolagets-ataganden>

Wallenstam årsredovisning, 2015

<https://vp197.alertir.com/files/press/wallenstam/201604017731-1.pdf>