

Inlösen eller extrautdelning?

En studie av sambandet mellan valet av kapitalåterföringsmetod och värdeskapande för aktieägarna

Sophia Skogetun och Cecilia Åberg***

Abstract: This thesis studies the stock price reaction around 68 announcements of special dividends and share redemptions on the Swedish stock market between the years of 2003 and 2007. We show that for the Swedish private investor, the tax effect of a share redemption is lower than that of a special dividend. Moreover, a share redemption could be interpreted as a signal of undervaluation. These two factors lead us to assume that the stock market would react more positively in connection to the announcement of a share redemption. We test this hypothesis through an analysis of the risk-adjusted abnormal return for the observations in the sample. We also test for an effect that is consistent with the signaling hypothesis. Although we do find support for the signaling hypothesis in general, we cannot find any statistical evidence of different returns for the two cash disbursement methods.

*19842@student.hhs.se

**19699@student.hhs.se

Handledare:	Kenth Skogsvik
Framläggning:	14 december 2007, kl. 13-15, sal 542
Opponent:	Joseph Mogefors och Johannes Vock
Keywords:	Inlösen, Extrautdelning, Signaleringshypotesen, Share Redemption, Special Dividend, Signaling Hypothesis

Vårt största och främsta tack vill vi rikta till vår handledare professor Kenth Skogsvik för en alltigenom givande handledningsprocess med intressanta och konstruktiva diskussioner. Vidare vill vi rikta ett stort tack till P-O Edlund och Håkan Lyckeborg för goda råd om de statistiska modellerna, Jan Bjuvberg för välbehövliga förtydliganden i den snåriga skattedjungeln, Håkan Thorsell för praktisk hjälp med data och, sist men inte minst, Sophias familj som ställt upp och tagit hand om Nils när Nils mamma tillbringat sena kvällar i Cecilias sällskap.

INNEHÅLL

1	INLEDNING	1
	Bakgrund.....	1
	Uppsatsens syfte och frågeställning.....	1
	Forskningsläget.....	3
	Avgränsningar och antaganden.....	4
	Disposition	5
2	KAPITALÅTERFÖRINGSFORMER	6
	Extrautdelningar.....	6
	<i>Beslutsordning vid verkställande</i>	<i>6</i>
	<i>Skattemässiga konsekvenser av extrautdelning</i>	<i>7</i>
	Inlösen av aktier	7
	<i>Frivillig inlösen via inlösenrätter</i>	<i>7</i>
	<i>Automatisk inlösen i kombination med aktiesplit</i>	<i>8</i>
	<i>Beslutsordning vid verkställande</i>	<i>8</i>
	<i>Skattemässiga konsekvenser av inlösen</i>	<i>9</i>
	Skattemässiga skillnader mellan aktieinlösen och extrautdelning.....	11
3	TEORETISK REFERENSRAM	15
	Aktiepriset som mätvariablel.....	15
	Generell överavkastning (Steg 1)	15
	<i>Signaleringshypotesen: förbättrade kassaflöden.....</i>	<i>16</i>
	<i>Kassaflödeshypotesen</i>	<i>17</i>
	Skillnad i överavkastning (Steg 2).....	17
	<i>Skatteeffekten</i>	<i>18</i>
	<i>Signaleringshypotesen: undervärderad aktie</i>	<i>18</i>
4	METOD.....	19
	Urval.....	19
	<i>Val av bolag och period.....</i>	<i>19</i>
	<i>Källa för observationer.....</i>	<i>19</i>
	<i>Urvalskriterier</i>	<i>19</i>
	Generell överavkastning (Steg 1)	20
	<i>Måttidpunkt för offentliggörandet</i>	<i>21</i>
	<i>Mätperiod</i>	<i>21</i>
	<i>Definitioner</i>	<i>22</i>
	Skillnad i överavkastning (Steg 2).....	23
	<i>Dummyvariabel</i>	<i>24</i>
	<i>Övriga regressionsvariabler</i>	<i>24</i>
	<i>Regressionsmodellen</i>	<i>29</i>
5	RESULTAT	30
	Generell överavkastning (Steg 1)	30
	Skillnad i överavkastning (Steg 2).....	32
6	ANALYS.....	33
	Generell överavkastning (Steg 1)	33
	Skillnad i överavkastning (Steg 2).....	33
	<i>Dummyvariabel</i>	<i>33</i>
	<i>Övriga regressionsvariabler</i>	<i>35</i>
	Resultatens validitet.....	38
7	SAMMANFATTNING OCH SLUTORD	43
	KÄLLFÖRTECKNING	45
	APPENDIX	53

1 INLEDNING

1.1. Bakgrund

Under de senaste åren har många av bolagen på Stockholmsbörsen fått utstå hård kritik för sina överfyllda kassor. Sammantaget antas de tio nordiska börsbolagen med den högsta likviditeten ha en sammanlagd nettokassa på nära 250 miljarder kronor, där bolagen på Stockholmsbörsen dominerar som de allra mest kassastinna bolagen.¹

Behovet av att reducera de överlikvida bolagens kassor har regelbundet framhållits i media: ”Dela ut!”, ”Förvärva!” och ”Återinvestera!” är några av de uppmaningar som återkommit med regelbundna mellanrum. Under 2006 pågick en intensiv debatt om alltför stora kassor i flera börsbolag, inte minst i samband med finansmannen Christer Gardells investering i Volvo. Vissa av Gardells motståndare beskyllde honom för att vara en ”corporate raider” som ville tömma bolagets kassa och sedan sälja aktierna när aktiekursen gått upp som ett resultat av detta. Dessa kritiker hävdade att den stora kassan snarare behövde behållas för framtida förvärv.² Många andra menade att Volvo löpte stor risk för att bli ett enkelt mål för uppköp av riskkapitalbolag om ingen åtgärd för att minska bolagets överlikviditet vidtogs.³

De fick medhåll av analytikerna, som i debatten varnade för att börsbolag med miljardkassor lämnades vidöppna för uppköp när kassorna varken användes till investeringar eller delades ut till aktieägarna.⁴ Budskapet till dessa bolag var alltså att återföra kapital till aktieägarna. Det är just denna mediedebatt kring överkapitaliserade bolag och uppmaningen till dessa att skifta ut kapital som inspirerat oss till att studera olika former för kapitalåterföring närmre.

1.2. Uppsatsens syfte och frågeställning

Kritiken mot de överdimensionerade kassorna har stöd i den ekonomiska teorin. Ett företag anses inte behöva ha en kassa som långt överstiger det behov som finns för att finansiera samtliga investeringar med positiva nuvärden. Ett företag med överskottslikviditet bör istället satsa på att öka sitt värde genom att återföra kapital till aktieägarna.⁵ Syftet med denna uppsats är därmed att undersöka hur företagets värde, sett ur aktieägarnas perspektiv, påverkas när företaget bestämmer sig för att återföra en större mängd kapital till aktieägarna. Med anledning av att vi vill studera hur aktieägarvärdet påverkas, vill vi titta närmare på själva aktiekursreaktionen i samband med en kapitalåterföring.

Det finns fler än ett sätt att skinna en katt. *Figur 1* ger en översikt av de vanligaste alternativen till kapitalåterföring.

¹ Isacson (2007).

² Bergin (2006).

³ Almgren (2006).

⁴ Ibid.

⁵ T ex Brealey & Myers (2003).



Figur 1: Översikt över olika kapitalåterföringsformer

De huvudsakliga former för utskiftning av kapital till aktieägarna som står till buds är aktieåterköp, aktieinlösen och utdelning:

- 1) *Återköp över börs* sker till aktiens marknadspris, ofta anonymt och resulterar vanligtvis inte i någon betydande aktiekursreaktion,⁶ varför vi i denna uppsats kommer att bortse från detta alternativ.
- 2) *Återköp genom offentligt erbjudande*, vilket är ett återköp som inkluderar en premie, används i princip inte på den svenska marknaden. Därför kommer vi att bortse även från detta kapitalåterföringsalternativ i vår uppsats. Som ett substitut för återköp genom offentligt erbjudande brukar aktieinlösen användas, vilken förekommer i två former:
- 3) *Inlösen via inlösenrätter*, och
- 4) *Inlösen i kombination med aktiesplit*. Bägge dessa typer av aktieinlösen används för att dela ut stora engångsbelopp, och det blir därmed intressant att se hur aktiemarknaden reagerar på denna kapitalåterföringsform. Inlösen via rätter och i kombination med aktiesplit beskrivs mer utförligt under rubriken *Inlösen av aktier*.
- 5) *Ordinarie utdelning* är precis som namnet antyder regelbundet återkommande och oftast betydligt mindre i storlek än en extrautdelning.⁷ En höjning av den ordinarie utdelningen används *inte* i syfte att komma tillrätta med ett (ofta) temporärt problem med överskottslikviditet, varför denna kapitalåterföringsform inte passar in i uppsatsens syfte. Vi bortser således från detta alternativ i denna studie.
- 6) *Extrautdelning* är av karaktären engångsutbetalning, och är oftast väsentligt större än en ordinarie utdelning. På samma sätt som med inlösen blir det intressant att se hur aktiemarknaden reagerar på denna kapitalåterföringsform.

Som framgår av ovanstående sortering, återstår formerna aktieinlösen (i två varianter) och extrautdelning att studera i denna uppsats. En aktieinlösen kan jämföras med en extrautdelning, då aktieägaren vid båda förfarandena erhåller ett visst förutbestämt belopp per innehavd aktie. Av denna anledning ser vi det inte som särskilt kontroversiellt att jämföra

⁶ Dann (1981).

⁷ Lie (2000).

dessas två kapitalåterföringsformer. En lång rad artiklar som vi studerat i arbetet med denna uppsats jämför extrautdelningar och aktieåterköp och ser dem som två olika sätt att handha engångsutbetalningar till aktieägarna, möjligen dock av olika anledningar och med olika följd effekter.⁸

Givet att vi nu konstaterat att det i huvudsak finns två olika metoder för att återföra stora engångsbelopp till investerarna, blir det naturligtvis intressant att försöka reda ut vilken av dessa metoder som skapar *mest* värde för aktieägarna. Ska man ändå dela ut kapital, kan man lika gärna se till att göra det på det allra bästa sättet. Detta leder oss in på uppsatsens egentliga frågeställning som lyder: ”*Skapar inlösen eller extrautdelning mest värde för aktieägarna?*”

Svaret på denna fråga söker vi i aktiekursutvecklingen i de bolag på Stockholmsbörsen (OMX Stockholm) som mellan 2003 och 2007 genomfört extrautdelningar och/eller aktieinlösen.

1.3. Forskningsläget

Det finns en relativt rik mängd litteratur, i huvudsak amerikanska studier, som mäter hur marknaden reagerar på extrautdelningar, ofta i jämförelse med ordinarie utdelningar. När det handlar om inlösen av aktier, är litteraturutbudet inte lika generöst. Det som finns att tillgå, behandlar uteslutande *återköp* som kapitalåterföringsform. Detta har förmodligen att göra med att vi har olika förutsättningar i respektive länder i form av det praktiska genomförandet och formen för rapportering i redovisningen. Det utesluter dock inte att vi tolkar den litteratur som finns att tillgå gällande återköp ur ett inlösenperspektiv. Detta är möjligt att göra då villkoren för och effekterna av en inlösen inte skiljer sig från ett återköp, ur aktieägarens synvinkel. Vid såväl inlösen som återköp får aktieägaren avyttra en del av sina aktier mot ett vederlag, och beskattningen för aktieägaren får samma effekt för de två kapitalåterföringsformerna (beskattningen i samband med *inlösen* beskrivs nedan under rubriken *Skattemässiga konsekvenser av inlösen*).

Även ur företagets perspektiv är skillnaderna små mellan återköp och inlösen. Gemensamt för dem båda är att bolaget förvärvar en andel av sina egna aktier, samt att det krävs ett stämmobeslut på två tredjedelars majoritet för att förslaget ska gå igenom. Den viktigaste *skillnaden* mellan dessa två förfaranden är att de återköpta aktierna makuleras vid inlösen medan de finns kvar i bolagets ägo vid aktieåterköp, men redovisas ”under linjen” i balansräkningen.⁹ Denna skillnad mellan inlösen och aktieåterköp innebär inte någon skillnad för den enskilde aktieägarens ekonomiska situation, och torde därför inte heller påverka aktieägarens värdering av bolaget. När vi fortsättningsvis refererar till studier av återköpssituationen, kan slutsatserna av dessa studier därför direktöversättas till inlösensituationen (även om det inte explicit anges i texten vid varje enskilt tillfälle).

Av de dryga 20 artiklar vi tagit del av, har vi endast hittat tre som gör jämförande studier mellan extrautdelningar och återköp. Studier av kapitalåterföringar på den *svenska* marknaden tycks inskränka sig till C- och D-uppsatser vid olika lärosäten (inklusive

⁸ Tex Lie (2000), Howe et al (1992) samt Denis (1990).

⁹ Ytterligare skillnader är att inlösenbeloppet är obegränsat till skillnad från återköpsbeloppet som begränsas av att maximalt 10 procent av aktiekapitalet får ägas av det egna bolaget (se 19 kap. § 15 Aktiebolagslagen [ABL]). Dessutom måste bolaget ha Bolagsverkets godkännande vid inlösen medan det däremot är upp till bolaget självt att bestämma om aktieåterköp (se 20 kap. § 23 ABL).

Handelshögskolan i Stockholm), varav vi valt att endast använda oss av en av dem; i det fallet som referensmaterial.¹⁰ Således är det främst utländsk litteratur som ligger till grund för resonemangen i vår studie. Eftersom både det praktiska genomförandet och beskattningen av inlösen och extrautdelning i Sverige och andra länder liknar varandra, torde detta inte utgöra ett problem. Detta diskuteras mer ingående längre fram i uppsatsen.

I detta avsnitt redogörs inte vidare för själva resultaten av de olika studier som gjorts. För detta hänvisar vi till de kommande textavsnitten (framförallt teoriavsnittet) där vi löpande kommer att referera till den litteratur vi tagit del av.

1.4. Avgränsningar och antaganden

- **Syftesavgränsning:** Vi ämnar inte undersöka *varför* företag genomför inlösen eller extrautdelningar utan fokuserar endast på aktiemarknadens reaktion när företag offentliggör *att* de ska göra det. Således utgår vi ifrån att beslutet om att återföra kapital till aktieägarna redan är fattat. Det är i samband med offentliggörandet av detta beslut som vår analys tar vid.
- **Geografisk avgränsning:** Då ämnet har valts med utgångspunkt i situationen på den svenska marknaden känns det naturligt att behålla det svenska perspektivet genom hela uppsatsen – inte minst också eftersom vi uppsatsförfattare är både svenska medborgare och aktieägare i svenska bolag. Detta får till följd att vi endast beaktar de inlösen eller extrautdelningar som offentliggjorts av bolag noterade i Sverige (Stockholmsbörsen), och att vi endast diskuterar skattesituationen för en av de största svenska aktieägargrupperna (se vidare under punkten ”Skattemässiga avgränsningar” nedan).
- **Marknadsförhållanden:** Ett genomgående grundantagande i uppsatsen är att den marknad vi studerar är semieffektiv,¹¹ dvs att marknaden justerar aktiepriset simultant med offentliggörandet av ny information om företaget.¹² Därmed antar vi att aktiekursen och dess utveckling speglar investerarnas förväntningar på företagets värde utifrån all den information som finns tillgänglig för allmänheten.
- **Avyttring av inlösenrätter och inlösenaktier:**¹³ Som nämns under rubriken *Inlösen av aktier*, kan en aktieägare välja att sälja sina inlösenrätter eller inlösenaktier på marknaden, innan inlösenförfarandet slutförts (istället för att utnyttja dem). Själva avyttringen av inlösenrätter alternativt inlösenaktier ligger dock inte inom ramen för syftet med denna uppsats varför ämnet inte behandlas vidare.
- **Skattemässiga avgränsningar:**
 - Skälet till att vi överhuvudtaget tror att det kan finnas en skillnad i aktiekursreaktion mellan de två kapitalåterföringsformerna har att göra med en uppfattning i marknaden om att det finns en skattemässig fördel med

¹⁰ Aronsson & Hagelborn (2003).

¹¹ Fritt översatt från engelskans *semi-strong form of market efficiency*.

¹² Ecker et al (2005).

¹³ Beroende på om inlösenförfarandet är frivilligt eller automatiskt erhåller aktieägaren inlösenrätter eller inlösenaktier, se stycket *Inlösen av aktier*.

inlösenalternativet. Med hänsyn tagen till studiens omfattning har vi dock inte utrett de skattemässiga konsekvenserna för samtliga ägartyper, varför vår sammanställning av de skattemässiga konsekvenserna inte bör ses som uttömmande. Vi har valt att fokusera på de skatteregler som vid inlösen och extrautdelning aktualiseras för fysiska personer som är obegränsat skattskyldiga i Sverige (se fotnot 17 samt 39). Skälet till att vi valde att studera skattekonsekvenserna för just denna typ av ägare är dels det som anges ovan under punkten ”Geografisk avgränsning”, dels att hushållen utgör en stor aktieägargrupp i Sverige.¹⁴ Det verkar dock finnas en *generell* skattefördel med inlösen, då vi funnit att skattekonsekvenserna för de flesta ägartyperna i svenska bolag liknar skattekonsekvenserna för svenska fysiska personer. För en kortare redogörelse av likheten i beskattningsskonsekvenser mellan svenska fysiska personer och *andra* typer av aktieägare (till exempel för den största aktieägargruppen, utländska aktieägare), hänvisar vi till stycke 6.2.1.

- Vi beaktar inte de fall av inlösen som leder till kapitalförlust för aktieägaren (kapitalvinstberäkningen vid inlösen beskrivs under rubriken *Skattemässiga konsekvenser av inlösen*). Endast sådana inlösenförfaranden som medför kapitalvinst är att likställa med extrautdelning.
- Eftersom kapitalvinstberäkningen vid inlösen av inlösenrätter och inlösenaktier som förvärvats på marknaden skiljer sig något åt från kapitalvinstberäkningen vid inlösen som grundar sig på innehav av aktier, tar vi för enkelhetens skull endast hänsyn till den senare situationen. Vi förutsätter därmed att de inlösenrätter alternativt inlösenaktier som tas i bruk vid deltagandet i inlösenprogrammet har erhållits på grund av aktieinnehav.

1.5. Disposition

Härnäst, i avsnittet *Kapitalåterföringsformer*, följer en redogörelse av de olika kapitalåterföringsformer vi valt att studera i denna uppsats, där vi beskriver förfarandena och framförallt deras skattemässiga konsekvenser. Därefter, i avsnittet *Teoretisk referensram*, introduceras de teorier som ligger till grund för de antaganden och hypoteser som sedan presenteras i avsnittet *Metod*. På detta följer avsnittet *Resultat* som presenterar utfallet av de tester som genomförts. Slutligen tolkar och problematiserar vi dessa resultat i *Analys*-avsnittet, där vi också för en diskussion kring studiens validitet. Uppsatsen avslutas med ett *Sammanfattande slutord*.

¹⁴ I juni 2007 var hushållens andel av det totala marknadsvärdet på ägandet av aktier noterade på svensk marknadsplats 14%. Motsvarande andel för övriga aktieägargrupper enligt Statistiska Centralbyråns indelning: offentlig sektor 6,9%; finansiella företag 27,6%; icke-finansiella företag 9,0%; icke-vinstdrivande organisationer 4,7%; utlandet 37,9%. (Statistiska Centralbyråns hemsida 2007).

2 KAPITALÅTERFÖRINGSFORMER

2.1. Extrautdelningar

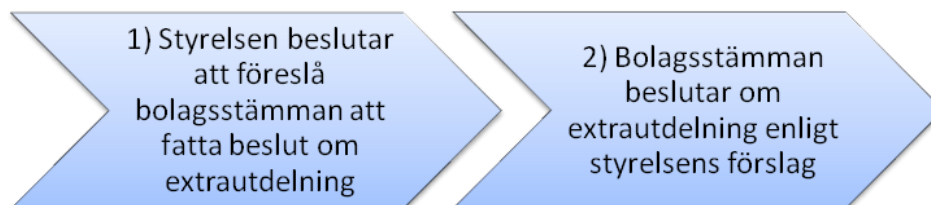
En extrautdelning (även kallad engångsutdelning) är en tillfällig utdelning som sker utöver den ordinarie utdelningen i ett bolag. En extrautdelning innebär att aktieägaren, för varje innehavd aktie, erhåller en viss förutbestämd kontantersättning (extrautdelningsbeloppet). Exempelvis innebar Axfoods utdelning avseende verksamhetsåret 2005 en ordinarie utdelning på 6,50 kr samt en extrautdelning på 4,50 kr, dvs en total utdelning på 11,00 kr per innehavd aktie i Axfood.

Redan själva benämningen ("extra") tyder på att en extrautdelning till sin natur inte är lika regelbunden och förutsägbar som en ordinarie utdelning (som oftast endast refereras till som "utdelning"). Extrautdelning är en form av kapitalåterföring som inte förväntas upprepas på nytt. En höjning av den ordinarie utdelningen betraktas däremot av aktieägarna som ett löfte om en bestående högre utdelning även under kommande år.¹⁵ En extrautdelning möjliggör därmed för bolaget att höja utdelningsbeloppet ett visst år utan att fördenskull lova aktieägarna en högre ordinarie utdelningsnivå i framtiden.

2.1.1. Beslutsordning vid verkställande

Beslutsordningen vid verkställandet av en extrautdelning består av två huvudsakliga steg, vilka presenteras nedan. För mer detaljerad information om vardera steget hänvisas till *Appendix 1*.

- 1) Styrelsen beslutar att föreslå bolagsstämman att fatta beslut om extrautdelning. I styrelsens förslag till beslut om extrautdelning skall anges beloppet av den extrautdelning som ska belöpa på varje aktie, avstämningsdagen och den tidpunkt då extrautdelningen ska betalas.¹⁶ Styrelsens beslut offentliggörs normalt sett i samband med bokslutskommunikén eller i ett separat pressmeddelande.
- 2) Bolagsstämman (antingen ordinarie eller extra bolagsstämma) beslutar om extrautdelning i enlighet med styrelsens förslag. Beslut om extrautdelning måste fattas med enkel majoritet vid bolagsstämman. Bolagsstämmans beslut krävs då det är vid bolagsstämman som beslut om vinstutdelning fattas.¹⁷ Beslutet offentliggörs i samband med rapporteringen från stämman.



Figur 2: Tidslinje över beslutsordningen vid verkställandet av en extrautdelning

¹⁵ Brickley (1983).

¹⁶ 18 kap. 3 § ABL (Aktiebolagslagen).

¹⁷ 18 kap. 1 § ABL.

2.1.2. Skattemässiga konsekvenser av extrautdelning¹⁸

Erhållandet av en extrautdelning utlöser beskattning för den som har rätt till den. Extrautdelning på en andel i ett noterat företag utgör en skattepliktig intäkt i inkomstslaget kapital.^{19 20} Extrautdelningen ska tas upp till beskattning när den kan disponeras²¹ enligt kontantprincipen.²² Vid extrautdelning på marknadsnoterade aktier utgår därmed källskatt (eftersom skatten betalas direkt när extrautdelningen betalas ut) med 30 procent på hela extrautdelningsbeloppet. Vid exempelvis 2005 års extrautdelning i Axfood, då en extrautdelning på 4,50 kr erhöles för varje innehavd aktie i Axfood, betalade aktieägaren 1,35 kr i skatt (30 procent av extrautdelningsbeloppet). En eventuell kapitalförlust på innehav av marknadsnoterade aktier får kvittas till 70 procent mot utdelningsinkomsten.²³

2.2. Inlösen av aktier

Ett inlösenförfarande innebär att ett företag köper tillbaka egna aktier som sedan makuleras. Inlösen kan ske på två sätt: frivilligt, via inlösenrätter eller automatiskt, i kombination med aktiesplit.

2.2.1. Frivillig inlösen via inlösenrätter

För varje aktie som innehas tilldelas aktieägarna en inlösenrätt. Ett visst antal inlösenrätter berättigar aktieägaren att lösa in en aktie mot en förutbestämd kontantersättning (inlösenlikviden) under en given tidsperiod. Aktieägaren kan också välja att istället sälja inlösenrätter på marknaden innan inlösenförfarandet slutförts.^{24 25}

Inlösenlikviden är högre än aktuell aktiekurs,²⁶ vilket innebär att inlösen via inlösenrätter betingar en premie utöver marknadspris. Vid exempelvis 2007 års inlösen av aktier i företaget Eniro AB erhöles 1 inlösenrätt för varje innehavd Eniro-aktie. 9 inlösenrätter berättigade till inlösen av en aktie mot 99 kr i inlösenlikvid,²⁷ vilken var ca 20 kronor högre än Eniros aktiekurs vid inlösenperiodens början.

För att inte förlora värdet av inlösenrätterna måste aktieägaren göra ett aktivt val mellan att antingen utnyttja eller sälja de tilldelade inlösenrätterna. Om detta inte sker, förfaller de värdelösa vilket leder till en ekonomisk förlust för den enskilde aktieägaren.²⁸ Detta kan sägas missgynna ”passiva” (troligtvis främst små) aktieägare.

¹⁸ Som anges i avgränsningsavsnittet, har vi valt att fokusera på de skatteregler som aktualiseras vid extrautdelning för fysiska personer som är obegränsat skattskyldiga i Sverige.

¹⁹ 42 kap. 1 § IL (Inkomstskattelagen).

²⁰ Extrautdelning på andel i onoterat företag är däremot skattefri enligt 42 kap. 15 § IL.

²¹ Registrering hos VPC gäller som dispositionsdatum.

²² 42 kap. 12 § IL.

²³ Bjuvberg (2007).

²⁴ Sandvik (2005).

²⁵ Avyttring av inlösenrätter behandlas dock inte vidare i denna uppsats (se stycket *Avgränsningar och antaganden*). Handel i inlösenrätter är främst till för utländska aktieägare. Den möjliggör för dem att sälja sina inlösenrätter istället för att delta i inlösenförfarandet och därigenom bli föremål för svensk kupongskatt.

²⁶ ProfilGruppen (2006).

²⁷ Eniro (2007).

²⁸ Bure Equity (2007).

2.2.2. *Automatisk inlösen i kombination med aktiesplit*

Vid kombinerad inlösen och aktiesplit²⁹ delas varje aktie upp i ett visst antal aktier varav en blir inlösenaktie. Denna kommer att lösas in automatiskt mot en kontant inlösenlikvid på ett givet datum.³⁰ Aktieägaren kan också välja att istället sälja inlösenaktien på marknaden innan inlösenförfarandet slutförts.³¹³²

Exempelvis innebar 2007 års automatiska inlösen i kombination med aktiesplit 4:1 i företaget Munters AB att varje aktie delades upp i fyra aktier varav en blev inlösenaktie. Inlösenaktien löstes in automatiskt mot en kontant inlösenlikvid om 20 kr. Sedan inlösenaktierna lösts in hade varje aktieägare tre gånger så många Muntersaktier som tidigare.³³

Någon valmöjlighet motsvarande den vid frivillig inlösen via inlösenrätter finns inte vid inlösen i kombination med aktiesplit. De nyskapade inlösenaktierna byts automatiskt ut mot en förutbestämd inlösenlikvid, utan att aktieägarna behöver vidta någon åtgärd.³⁴ Detta garanterar att alla aktieägare behandlas på ett likvärdigt sätt, dvs får sin andel av det belopp som utskiftas till aktieägarna.³⁵ Automatisk inlösen kan därmed ses som ett enklare och effektivare sätt för att distribuera kapital till samtliga aktieägare.³⁶

2.2.3. *Beslutsordning vid verkställande*³⁷

Beslutsordningen vid verkställandet av inlösen består av tre huvudsakliga steg, vilka presenteras nedan. För mer detaljerad information om vardera steget hänvisas till *Appendix 1*.

- 1) Startpunkten för ett bolags inlösenförfarande är att styrelsen beslutar att föreslå bolagsstämman att fatta beslut om ett inlösenprogram. Vid inlösen sker en minskning av aktiekapitalet, varför bolagsstämmans beslut krävs. Styrelsens beslut offentliggörs normalt sett i samband med bokslutskommunikén eller i ett separat pressmeddelande.
- 2) På bolagsstämman fattas beslut om att godkänna styrelsens förslag till inlösen. För att beslutet ska gå igenom på bolagsstämman krävs två tredjedelars majoritet. Beslutet offentliggörs i samband med rapporteringen från stämman.
- 3) Bolagsverket registrerar beslutet om minskning av aktiekapitalet och ändrar preliminärt antalet aktier. Innan Bolagsverket ger tillstånd att verkställa minskningen

²⁹ Aktiesplit förekommer i två former: ren split (vanligast förekommande) och split med byte. Vid kombinerad aktiesplit och inlösen är det ren split som kommer i fråga, vilket innebär att ett värdepapper av en viss sort ger ett visst antal nya värdepapper av samma sort (splitvillkoret vid ren split sägs vara X:1). Split med byte är en split genom vilken en aktie av en aktiesort byts ut, helt eller delvis, mot aktie/aktier av annan eller andra sorter (splitvillkoret sägs vara X+Y:1). Aktieägaren får exempelvis två A-aktier och tre B-aktier för en gammal A-aktie. En aktiesplit förändrar inte aktieägarens totala andel av aktiekapitalet, eftersom aktiernas enskilda andel av aktiekapitalet skrivs ned i samma utsträckning som aktiernas antal ökar. (NCSD 2006).

³⁰ En automatisk inlösen kan också genomföras utan återbetalning till aktieägarna. I uppsatsen behandlas dock endast inlösen av aktier som sker med återbetalning till aktieägarna (se stycket *Avgränsningar och antaganden*).

³¹ Sandvik (2007).

³² Avyttring av inlösenaktier behandlas inte heller vidare i denna uppsats (se stycket *Avgränsningar och antaganden*).

³³ Skatteverket (2007a).

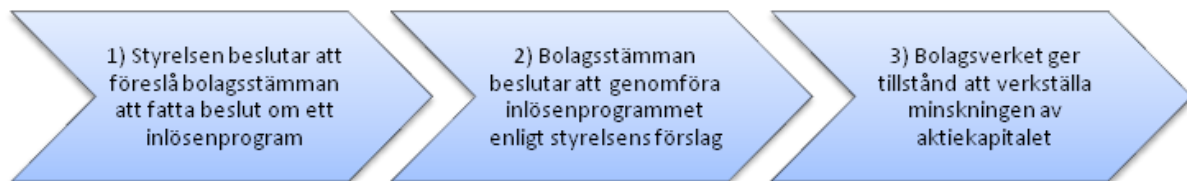
³⁴ Acando (2007).

³⁵ Sandvik (2007).

³⁶ Acando (2007).

³⁷ NCSD (2006).

av aktiekapitalet skall, enligt ABLs bestämmelser, bolagets borgenärer kallas för att kontrollera att ingen borgenär motsätter sig bolagets inlösen av aktier.³⁸



Figur 3: Tidslinje över beslutsordningen vid verkställandet av ett inlösenprogram

2.2.4. Skattemässiga konsekvenser av inlösen³⁹

Vid frivillig inlösen via inlösenrätter utlöser varken erhållandet eller utnyttjandet av inlösenrätterna någon beskattning. Vid både frivillig och automatisk inlösen sker beskattningen först när aktien anses avyttrad, dvs när den faktiskt inlöses.⁴⁰ Då inlösen av aktier behandlas som avyttring av aktier sker beskattningen enligt reglerna för kapitalvinstberäkning i 44 kap. 13 § Inkomstskattelagen (hädanefter ”IL”).⁴¹ Kapitalvinsten respektive kapitalförlusten beräknas som skillnaden mellan inlösenlikviden, efter avdrag för eventuella utgifter i samband med inlösen, och omkostnadsbeloppet för de inlösta aktierna.⁴²

Inlösenlikviden

- Ev. utgifter i samband med inlösen
 - Omkostnadsbeloppet för de inlösta aktierna
- = Kapitalvinst/kapitalförlust

Vid beräkning av omkostnadsbeloppet tillämpas den så kallade genomsnittsmetoden, vilket innebär att det genomsnittliga omkostnadsbeloppet för samtliga aktier av samma slag och sort ska användas enligt 48 kap. 7 § IL.⁴³ Beroende på vilken sorts inlösenförfarande som genomförs definieras omkostnadsbeloppet dock lite olika:

Vid frivillig inlösen via inlösenrätter utgörs omkostnadsbeloppet för inlösta aktier av aktieägarens genomsnittliga anskaffningsutgift för samtliga innehavda aktier i företaget.^{44 45}

³⁸ Om så är fallet kan tvisten tas upp i domstol, alternativt kan bolaget först betala sin skuld till borgenären (eller på något annat sätt säkerställa dennes fordringar).

³⁹ Som anges i avgränsningsavsnittet, har vi valt att fokusera på de skatteregler som aktualiseras vid inlösen för fysiska personer som är obegränsat skattskyldiga i Sverige.

⁴⁰ Eniro (2007).

⁴¹ Kapitalvinstbeskattning utlöses för aktieägare som är obegränsat skattskyldiga i Sverige. För aktieägare som är hemmahörande i utlandet (begränsat skattskyldiga i Sverige) jämföras inlösen av aktier med utdelning, därmed utgår svensk kupongskatt på inlösenlikviden.

⁴² ProfilGruppen (2006).

⁴³ Som ett alternativ för beräkning av omkostnadsbeloppet får den så kallade schablonmetoden användas för aktier som är marknadsnoterade vid avyttringstidpunkten. Anskaffningsutgiften får då bestämmas till 20 procent av inlösenlikviden (efter avdrag för eventuella utgifter i samband med inlösen) i enlighet med bestämmelserna i 48 kap. 15 § IL. I praktiken används dock genomsnittsmetoden.

⁴⁴ Eniro (2007).

⁴⁵ Till detta genomsnittliga omkostnadsbelopp för en inlöst aktie ska, i förekommande fall, läggas anskaffningsutgiften för köpta inlösenrätter som utnyttjas. Det är därmed nödvändigt att känna till om inlösenrätterna som utnyttjas vid inlösen har erhållits på grund av aktieinnehav i bolaget eller om de har förvärvats på marknaden.

Före inkomståret 2006 fördelades däremot omkostnadsbeloppet mellan de ursprungliga aktierna och inlösenrätterna, i likhet med beräkningen av omkostnadsbeloppet vid automatisk inlösen enligt vad som beskrivs härnäst.⁴⁶

Vid automatisk inlösen i kombination med aktiesplit beräknas omkostnadsbeloppet för inlösenaktierna som erhållits vid aktiespliten genom att anskaffningsutgiften (omkostnadsbeloppet) för de ursprungliga aktierna fördelas mellan de kvarvarande aktierna och inlösenaktierna med utgångspunkt i marknadsvärdena vid avskiljandet av inlösenaktierna. Fördelningen av den ursprungliga anskaffningsutgiften bestäms och publiceras av Skatteverket sedan företaget som genomför inlösen ansökt om allmänna råd hos Skatteverket om hur denna fördelning ska göras.⁴⁷ I *Exempel 1* nedan ges en summarisk översikt av hur omkostnadsbelopp och kapitalvinst beräknas vid de olika inlösenförfarandena.

Exempel 1: Företag X

Inlösen via inlösenrätter: Anta att företag X genomför en inlösen via inlösenrätter. För varje aktie erhålls en inlösenrätt, och 10 inlösenrätter behövs för att lösa in en aktie mot 104 kr i inlösenlikvid. Anta att omkostnadsbeloppet för en inlöst aktie enligt genomsnittsmetoden beräknas till 100 kr. Därmed uppkommer en kapitalvinst på 4 kr (= 104 kr - 100 kr).

Inlösen i kombination med aktiesplit: Anta istället att företag X genomför en inlösen i kombination med aktiesplit där varje aktie delas upp i två aktier varav en vanlig aktie och en inlösenaktie som automatiskt löses in mot 10 kr. En del av den ursprungliga aktiens anskaffningsutgift ska då fördelas på den vanliga aktien och en del på inlösenaktien. Anta att den ursprungliga anskaffningsutgiften för en aktie i företag X är 100 kr och att Skatteverket i sina allmänna råd fastställer att 94 procent av den ursprungliga anskaffningsutgiften ska hänföras till den vanliga aktien och 6 procent till inlösenaktien. Detta innebär att anskaffningsutgiften på inlösenaktien blir 6 kr (6 procent av 100 kr). Därmed uppkommer en kapitalvinst på 4 kr (= 10 kr - 6 kr). I *Appendix 2* presenteras ett verkligt och mer detaljerat exempel på hur anskaffningsutgiften ska fördelas med anledning av 2007 års automatiska inlösen i kombination med aktiesplit i Munters AB.⁴⁸

Kapitalvinster på inlösenaktier beskattas för fysiska personer i inkomstlaget kapital med en skattesats på 30 procent. Vid kapitalförluster på inlösenaktier och andra delägaraktier⁴⁹ får kvittningsregeln tillämpas,⁵⁰ dvs förluster är fullt ut kvittningsbara inom den s k kvittningsfållan. Detta innebär både att en eventuell kapitalförlust på delägaraktier får kvittas fullt ut mot de kapitalvinster på inlösenaktier som uppkommer samma år, och vice versa.⁵¹

⁴⁶ Skatteverket (2007b).

⁴⁷ Volvo (2007).

⁴⁸ Skatteverket (2007a).

⁴⁹ Delägaraktier används i lagtexten som benämning för aktier och andra marknadsnoterade värdepapper som beskattas som aktier.

⁵⁰ 48 kap. 20 § IL.

⁵¹ En eventuell överskjutande kapitalförlust på inlösenaktier är avdragsgill till 70 procent mot andra kapitalvinster (48 kap. 24 § IL).

Kapitalvinst på inlösenaktier skall deklarerars,⁵² vilket innebär att skattebetalningen förskjuts till året efter det år kapitalvinsten uppstått.⁵³

2.3. Skattemässiga skillnader mellan aktieinlösen och extrautdelning

Som framgår av styckena 2.1.2 och 2.2.4 ovan, finns det en skillnad i hur kapitalvinstskatten beräknas mellan aktieinlösen och extrautdelning. Eftersom en fysisk person i Sverige får göra avdrag för ett omkostnadsbelopp vid inlösen, och därmed inte betalar skatt på hela utbetalningen (som ju är fallet vid extrautdelning) kan man tolka det som att inlösen är väsentligen mer fördelaktigt än extrautdelning. För att säkert kunna avgöra om det verkligen förhåller sig på det sättet, måste vi dock även ta hänsyn till latent skatteeffekter. För detta syfte åskådliggörs den totala skatteeffekten med nedanstående exempel, som avser två ”tvillingföretag”, A och B, som är identiska i alla avseenden utom i sitt val av kapitalåterföringsform.

Exempel 2: Företag A och Företag B

Företag A genomför en extrautdelning och företag B genomför en inlösen. För ett tydligare och enklare exempel görs följande antaganden:

- *Samtliga aktier i båda företagen ägs av vardera en fysisk person.*
- *Utbetalningen i samband med extrautdelning respektive inlösen är lika stor i A och B.*
- *Anskaffningsutgiften för eget kapital är 80.*
- *Skattesatsen (T) på kapitalvinster är 30 procent.*
- *Beskattningen av kapitalvinster i samband med extrautdelning respektive inlösen sker på det sätt som beskrivs under rubrikerna 2.1.2 och 2.2.4 ovan.*
- *Utbetalningen sker genom att respektive företag minskar likvida medel.*
- *Mängden skulder hålls konstant, och marknadsvärdet på eget kapital förändras inte under året.*
- *Värdena i respektive balansräkning avser marknadsvärden.*

Företag A genomför en extrautdelning:

1 JANUARI:

Balansräkning företag A, 1 januari			
Likvida medel	100	Eget kapital	100
Övriga tillgångar	200	Skulder	200

Anskaffningsutgiften för det egna kapitalet uppgår till 80. Om aktieägaren hade valt att avyttra sina aktier till marknadsvärdet 100 skulle aktieägaren ha betalt 30 procents kapitalvinstskatt på värdestegringen. Eftersom aktieägaren dock fortfarande innehar aktierna, utgör detta i nuläget aktieägarens latent skatteskuld på innehavet. Värdestegringen utgörs av skillnaden mellan marknadsvärdet och anskaffningsutgiften. Aktieägarens orealiserade nettovärde av innehavet uppgår således till 94 enligt:

⁵² Skatteverket (2007c).

⁵³ Skatteverket (2005).

Aktieägare A, 1 januari	
Marknadsvärde på eget kapital	100.0
Kapitalvinstskatt på värdestegringen (0,30 x (100-80))	-6.0
Nettovärde av innehavet	94.0

31 DECEMBER:

Den 31 december sker en extrautdelning på 60. Utdelningen minskar eget kapital och likvida medel enligt följande:

Balansräkning företag A, 31 december			
Likvida medel	40	Eget kapital	40
Övriga tillgångar	200	Skulder	200

Aktieägaren betalar 30 procent kapitalvinstskatt på utdelningsbeloppet, vilket innebär att *nettovärdet av utdelningen är $60 - 0,30 \times 60 = 42$* . Även i denna situation finns en latent skatteeffekt att ta hänsyn till. Vid en försäljning av aktierna till marknadsvärde 40 skulle aktieägaren få göra avdrag för en kapitalförlust på 40 (eftersom anskaffningsutgiften är 80), vilket genererar en *latent skattefordran på $0,30 \times 40 = 12$* . Aktieägarens sammanlagda nettovärde av innehavet uppgår således även nu till 94 enligt:

Aktieägare A, 31 december	
Marknadsvärde på eget kapital	40.0
Nettovärde av extrautdelning	42.0
Latent skattefordran	12.0
Nettovärde av innehavet	94.0

Företag B genomför en inlösen:

1 JANUARI:

Balansräkning företag B, 1 januari			
Likvida medel	100	Eget kapital	100
Övriga tillgångar	200	Skulder	200

Anskaffningsutgiften för det egna kapitalet är även i detta fall 80 (som tidigare nämnts). Analogt med situationen i företag A (den 1 januari) uppgår aktieägarens orealiserade nettovärde till 94.

31 DECEMBER:

Den 31 december sker en aktieinlösen i kombination med aktiesplit där inlösenlikviden är 60. Inlösen minskar eget kapital och likvida medel enligt följande:

Balansräkning företag A, 31 december			
Likvida medel	40	Eget kapital	40
Övriga tillgångar	200	Skulder	200

Vi antar att Skatteverket i sina allmänna råd fastställer att 60 procent av den ursprungliga anskaffningsutgiften ska hänföras till inlösenaktierna. *Anskaffningsutgiften för*

*inlösenaktierna blir därför $0,60 \times 80 = 48$. Aktieägaren betalar 30 procent kapitalvinstskatt på skillnaden mellan inlösenlikviden och anskaffningsutgiften, vilket innebär att *nettovärdet av inlösen* är $60 - 0,30 \times (60 - 48) = 56,4$.*

Givetvis har vi även här att ta hänsyn till en latent skatteeffekt. I detta fall har dock aktieägaren minskat sitt aktieinnehav (vilket inte är fallet för aktieägaren i företag A), varför anskaffningsutgiften för de kvarvarande aktierna är $80 - 48 = 32$, dvs lika med den ursprungliga anskaffningsutgiften minskat med den anskaffningsutgift som hör till inlösenaktierna. Om aktieägaren hade valt att avyttra sina aktier till marknadsvärdet 40 skulle aktieägaren därmed ha gjort en kapitalvinst på $40 - 32 = 8$. Eftersom aktieägaren dock fortfarande innehar aktierna, uppstår en *latent skatteskuld* på $0,30 \times 8 = 2,4$. På grund av detta, uppgår aktieägarens sammanlagda nettovärde av innehavet även nu till 94 enligt:

Aktieägare B, 31 december	
Marknadsvärde på eget kapital	40.0
Nettovärde av inlösen	56.4
Latent skatteskuld	-2.4
Nettovärde av innehavet	94.0

Sammanfattningsvis kan vi alltså konstatera, att givet att marknaden tar hänsyn till latent skatteeffekter av inlösen och extrautdelningar, är det ur aktieägarens perspektiv ingen värdemässig skillnad mellan dessa två kapitalåterföringsmetoder, *givet att* marknaden värderar de latent skatteeffekterna till sina nominella belopp (som i exemplet ovan). Vi antar dock att om en investerare förstår att ta hänsyn till latent skatteeffekter, förstår hon också innebörden i tidsvärde av pengar, och diskonterar därmed de latent skulderna och fordringarna (eftersom de inte realiseras förrän först längre fram).

Eftersom det diskonterade värdet kommer att vara lägre än det nominella, och den latent skatteskulden av en inlösen alltid kommer att vara mindre än den latent skattefordran i samband med en extrautdelning, blir effekten av detta förstås också att nettovärdet av innehavet i företag B blir högre än nettovärdet av innehavet i företag A. För kalenderbitare som vi, kan vi dock tydliggöra detta med ett exempel där vi antar att aktieägaren vet att hon ska realisera sitt innehav om tre år. Om vi dessutom antar en kapitalränta på tio procent, diskonteras de latent skatteeffekterna med faktorn $1,1^3$ vilket ger följande effekt:⁵⁴

Aktieägare A, 31 december		Aktieägare B, 31 december	
Marknadsvärde på eget kapital	40.0	Marknadsvärde på eget kapital	40.0
Nettovärde av extrautdelning	42.0	Nettovärde av inlösen	56.4
Latent skattefordran (12), diskonterad med faktor $1,1^3$	9.0	Latent skatteskuld (2,4), diskonterad med faktor $1,1^3$	-1.8
Nettovärde av innehavet	91.0	Nettovärde av innehavet	94.6

Ytterligheten av detta exempel är att en investerare har en oändlig horisont på sitt innehav, dvs i nuläget inte avser att någonsin sälja sina aktier. Då kan de latent skatteeffekterna sättas

⁵⁴ Det bör noteras att skillnaden i kronor mellan dessa två alternativ är ointressant, eftersom den har att göra med antagandet om vilken anskaffningsutgift för inlösenaktierna som Skatteverket fastställer. Huvudpoängen är dock att nettovärdet är högre i inlösenexemplet än i utdelningsexemplet eftersom skattebetalningen alltid blir lägre när man får dra av en anskaffningsutgift.

till noll eftersom de aldrig kommer att realiseras, vilket accentuerar skillnaderna mellan nettovärdet av A och B ytterligare (denna situation är f ö jämförbar med värderingen för den aktieägare som inte alls inser betydelsen av latent skatteeffekter):

Aktieägare A, 31 december		Aktieägare B, 31 december	
Marknadsvärde på eget kapital	40.0	Marknadsvärde på eget kapital	40.0
Nettovärde av extrautdelning	42.0	Nettovärde av inlösen	56.4
Latent skattefordran	0.0	Latent skatteskuld	0.0
Nettovärde av innehavet	82.0	Nettovärde av innehavet	96.4

Vi finner det sannolikt att anta att insikten om latent skatteeffekter varierar på marknaden, varför man torde kunna finna olika värderingar av dessa skulder och fordringar i enlighet med exemplen ovan. Detta torde isåfall betyda att marknaden som helhet anser att skatteeffekten av en inlösen är mer fördelaktig än skatteeffekten av en extrautdelning. Till yttermera visso är ju kvittningsmöjligheterna vid kapitalförluster mer generösa i samband med inlösen än i samband med extrautdelning,⁵⁵ vilket minskar den totala skattebelastningen för aktieägaren när denne har kapitalförluster att ta hänsyn till. Dessutom görs skatteinbetalningen vid inlösen senare än vid extrautdelning (där inbetalningen sker i form av källskatt), vilket gör att aktieägaren kan behålla den ränta på skattebeloppet som uppstår fram till dess att skatteinbetalningen sker. Allt detta talar sammantaget för en lägre skatteeffekt i samband med inlösen ur aktieägarens perspektiv.

Detta avsnitt har diskuterat de praktiska implikationerna av inlösen respektive extrautdelning, och fokuserat på skattekONSEKVENSerna av dessa kapitalåterföringsformer. Dessa leder oss att anta att inlösen torde uppskattas mer av marknaden än extrautdelning. Även i teorin finns det stöd för att skatteeffekten torde vara mer positiv vid inlösen än vid extrautdelning. Detta diskuteras i nästa avsnitt, *Teoretisk referensram*, under rubriken *Skatteeffekten*. Slutligen, i avsnittet *Metod*, mynnar hela vårt skatteresonemang ut i en hypotes om hur aktiemarknaden antas reagera på ett offentliggörande om inlösen respektive extrautdelning.

⁵⁵ Detta framgår av de stycken ovan som beskriver de skattemässiga konsekvenserna av respektive kapitalåterföringsform; styckena 2.1.2 och 2.2.4.

3 TEORETISK REFERENSRAM

I detta avsnitt presenteras de teorier som ligger till grund för uppsatsens resonemang.

3.1. Aktiepriset som mätvariablel

Som tidigare framgått vill vi besvara frågan om inlösen eller extrautdelning skapar mest värde för aktieägarna. Vi har valt att använda aktiekursen som mätvariabel för aktieägarvärdet, där avkastningen (r) på ett aktieinnehav (j), r_j , för en given dag (t), definieras av aktiekursutvecklingen på följande sätt:

$$r_{j,t} = \frac{P_{j,t} - P_{j,t-1}}{P_{j,t-1}} \quad [1]$$

... där $P_{j,t}$ avser priset (stängningskursen) på aktien dag t och $P_{j,t-1}$ avser priset på aktien dagen innan, dag $t-1$. En investerare kan köpa aktien dag $t-1$ och sälja aktien dag t och har då gjort en förtjänst på mellanskillnaden, $P_{j,t} - P_{j,t-1}$. Avkastningen uttryckt i procent ges av att dividera resultatet med priset dag $t-1$.

Den huvudfråga som uppsatsen ämnar besvara handlar alltså om att försöka reda ut vilken av kapitalåterföringsmetoderna som skapar den mest positiva aktiekursreaktionen i samband med att information om kapitalåterföringen offentliggörs⁵⁶ (hädanefter refereras till den dag då detta sker som "offentliggörandet"). Men för att kunna svara på denna fråga, måste vi i ett första steg ta reda på om det överhuvudtaget finns något fenomen att undersöka, dvs om det i urvalsgruppen som helhet existerar någon ovanlig aktiekursreaktion i anslutning till offentliggörandet.

Nedan beskrivs dessa två steg i tur och ordning, tillsammans med de teorier som ligger till grund för de hypoteser vi ställer upp i metodavsnittet.

3.2. Generell överavkastning (Steg 1)

Eftersom marknaden antas vara semieffektiv, torde en större förändring än "normalt" i aktieprisutvecklingen i samband med att ny information offentliggörs, betyda att marknaden inkorporerar informationen i värderingen av bolaget. Värderingen är således positiv (negativ) om aktiekursen stiger (sjunker) mer än vad den normalt sett borde göra. En sådan reaktion refererar vi hädanefter till som positiv (negativ) "överavkastning".⁵⁷ Överavkastning definieras i metodavsnittet under rubriken *Generell överavkastning (Steg 1)*.

I ett första steg avser vi alltså att ta reda på om det faktiskt finns någon överavkastning i samband med information om kapitalåterföringen. Ett stort antal studier visar att nyheten om en kapitalåterföring genererar positiv överavkastning,⁵⁸ och att denna positiva reaktion har sin egentliga grund i ett huvudman-agentproblem.⁵⁹ Detta problem utmynnar i två hypoteser som är centrala i den litteratur som behandlar kapitalåterföringsformerna aktieåterköp⁶⁰ och

⁵⁶ Skälet till varför offentliggörandet är det intressanta tillfället att undersöka beskrivs nedan i stycke 4.2.

⁵⁷ Fritt översatt från engelskans *abnormal return*.

⁵⁸ T ex Brickley (1983), Lie (2000) samt Howe et al (1992).

⁵⁹ Fritt översatt från engelskans *principal-agent problem*.

⁶⁰ Som tidigare nämnts appliceras teorier om återköp på inlösenförfarandet.

extrautdelningar: *signaleringshypotesen* och *kassaflödeshypotesen*. Dessa två hypoteser beskrivs nedan.

3.2.1. *Signaleringshypotesen*:⁶¹ *förbättrade kassaflöden*

Signaleringshypotesen har sin utgångspunkt i informationsasymmetrier. Företagsledningen antas veta mer om företagets (positiva) framtidsutsikter än vad marknaden vet. Eftersom det inte alltid anses vara tillräckligt tillförlitligt att företagsledningen bara berättar för marknaden om sina positiva förväntningar på framtiden, uppstår ett behov av mer trovärdig information för att reducera informationsasymmetrierna. En kapitalåterföring kan ses som ett sätt att signalera trovärdig information till marknaden. Givet att den avsedda signalen når ut till marknaden kommer marknaden att revidera upp sina förväntningar på företagets framtida utveckling, varpå aktiekursen stiger.⁶²

I huvudsak diskuteras två tolkningar av denna positiva signal i litteraturen, vilka handlar om förbättrade kassaflöden och om undervärderad aktie. *Signalen om undervärderad aktie* gäller endast för aktieåterköp (och inlösen). Därför beskrivs denna tolkning av signaleringshypotesen först under rubriken *Signaleringshypotesen: undervärderad aktie* där vi diskuterar varför aktiekursreaktionen kan tänkas skilja sig åt mellan kapitalåterföringsformerna.

Signalen om förbättrade kassaflöden gäller dock både extrautdelningar och inlösen och kan antas påverka aktiekursreaktionen på liknande sätt för de två kapitalåterföringsmetoderna. Enligt denna tolkning ses kapitalåterföringen som ett sätt att förmedla förväntningar om förbättrad lönsamhet i framtiden.⁶³ Kapitalåterföringen signalerar att företagsledningen dels förväntar sig en högre nivå på framtida kassaflöden, dels är säker på att framtida kassaflöden blir mindre volatila än tidigare. Att företagsledningen hyser stark tro på företagets ökade förmåga att generera stabila positiva kassaflöden i framtiden innebär att den operationella risken i företaget förväntas minska, vilket medför att företaget tål en ökad finansiell risk. (Vare sig kapitalåterföringen finansieras via egna eller lånade medel ökar ju företagets skuldsättningsgrad och därmed den finansiella risken.)

En positiv effekt av att öka skuldsättningsgraden är dessutom att avkastningen på det egna kapitalet, ROE (från engelskans *Return on Equity*), ökar enligt resonemanget i hävstångsformeln.⁶⁴ Dock testar Masulis (1980) förändringar i kapitalstruktur i samband med återköp men konstaterar att det inte finns något samband mellan ökad skuldsättningsgrad och aktieprisförändring, med ledning av att priset på exempelvis företagets obligationer inte förändras i samband med kapitalåterföringen.

Flera studier visar att marknaden tolkar nyheten om en kapitalåterföring som en signal om förbättrad lönsamhet:

⁶¹ Fritt översatt från engelskans *signaling hypothesis*.

⁶² Balanchandran & Nguyen (2004).

⁶³ Tex Grullon & Michaely (2004).

⁶⁴ $ROE = R_t + (R_t - R_s) * S/E$ där R_t = avkastning på totalt kapital, R_s = genomsnittlig låneränta, S/E = skuldsättningsgrad och $R_t - R_s$ = förräntningsmarginalen. Om $R_t > R_s$ blir ROE högre i takt med en ökad skuldsättningsgrad, S/E . När skatt introduceras förstärks den positiva effekten av skuldsättning eftersom räntekostnader är avdragsgilla, vilket innebär att företagets skattebetalning blir lägre genom de skattesköldar som skapas.

Balanchandran & Nguyen (2004) finner en signifikant överavkastning i samband med offentliggörande av extrautdelningar. De testar för ett antal variabler som kan förklara överavkastningen, och finner ett positivt samband med förbättrade kassaflöden i företaget efter tillfället för offentliggörandet. Sammantaget anser författarna att detta tyder på att företaget ville signalera förbättrade kassaflöden, och att marknaden uppfattade förhandssignalen på rätt sätt.

En studie av Dann, Masulis & Mayers (1991) analyserar aktiekursreaktionen i samband med offentliggörande av återköp. Författarna studerar prognosfel för två olika vinstmått (EBIT och vinst per aktie) och slår fast att offentliggörandet av ett aktieåterköp vanligtvis föregår en vinstökning (som överträffar den vinstnivå som prognosticerats utifrån tidigare års vinsttrender), vilket ger stöd åt signaleringshypotesen.

Gombola & Lius studie (1999) visar på ett liknande sätt att offentliggörandet av extrautdelningar ger upphov till dels positiva aktiekursreaktioner, dels signifikanta revideringar uppåt av innevarande års vinstprognoser. Författarna menar därmed att den positiva signalen kan knytas till tillfälliga vinster. Fler äldre studier visar på liknande samband för både extrautdelningar och återköp, t ex Jayaraman & Shastri (1988), Brickley (1983), Dann (1981), och Vermaelen (1981).

3.2.2. *Kassaflödeshypotesen*⁶⁵

Kassaflödeshypotesen har sin utgångspunkt i den del av agentproblemet som fokuserar på *moral hazard*, dvs att företagsledningen antas fatta beslut som gynnar dem själva i första hand (och eventuellt företaget i andra hand). Eftersom det är svårt för ägarna som kollektiv att övervaka och styra företagsledningen, blir ledningens synbara förehavanden en signal till marknaden om hur företaget sköts. Logiken bakom denna tänkta signal handlar om följande: om ett företag har dåliga investeringsmöjligheter kan ledningen ändå lockas av att investera i projekt med negativa nuvärden och att "bygga imperium"; i synnerhet om företaget har en stor överskottskassa. Om företaget då väljer att återföra medel till ägarna, uppskattas detta eftersom ägarna då själva får ta hand om sitt kapital (och investera i projekt utanför företaget med positiva nuvärden). Agentkostnaderna minskar då avsevärt.⁶⁶

Howe, He & Kao (1992) kan inte finna stöd för kassaflödeshypotesen, varken när det gäller offentliggörande av extrautdelningar eller när det gäller aktieåterköp. Lie (2000) visar dock att marknaden reagerar positivt på att överlikvida företag offentliggör nyheten om kommande extrautdelningar eller återköp. Nohel & Tarhan (1998) visar hur aktieprisreaktionen i samband med en nyhet om återköp är signifikant positiv för företag med låga *Tobin's q*.⁶⁷ Detta tolkas som att investerare i företag med dåliga investeringsmöjligheter reagerar mer positivt på nyheten om kapitalåterföring i linje med kassaflödeshypotesen.

3.3. Skillnad i överavkastning (Steg 2)

Givet att vi i steg ett kan urskilja en generell överavkastning runt offentliggörandet, vill vi i nästa steg ta reda på om den *skiljer sig åt* mellan de två kapitalåterföringsformerna inlösen och extrautdelning, för att se vilken av metoderna som skapar det högsta aktieägarvärdet.

⁶⁵ Fritt översatt från engelskans *free cash flow hypothesis*.

⁶⁶ Jensen (1986).

⁶⁷ *Tobin's q* definieras som kvoten mellan marknadsvärdet och återanskaffningsvärdet på företagets tillgångar.

Empiriska studier har visat att avkastningen i samband med återköp är högre än avkastningen i samband med extrautdelningar. Till exempel konstaterar Lie (2000) att den genomsnittliga överavkastningen för företag som offentliggör nyheten om ett återköp är 8,0 procent medan den är 3,5 procent för företag som offentliggör en extrautdelning. På samma sätt visar Howe, He & Kao (1992) att överavkastningen för återköp är 7,5 procent jämfört med 3,4 procent för extrautdelningar.⁶⁸ Överavkastningen kan antas skilja sig åt mellan kapitalåterföringsmetoderna av två huvudsakliga skäl: (i) skatteeffekten och (ii) signalen om undervärderad aktie, vilka beskrivs nedan.

3.3.1. Skatteeffekten

Vi har redan konstaterat att beskattningen ur en aktieägars perspektiv tycks vara mer fördelaktig vid inlösen än vid extrautdelning. Det borde ge upphov till en mer positiv aktiekursreaktion vid ett offentliggörande av inlösen. Då skatteeffekten av inlösen i Sverige liknar den för återköp i många andra länder, däribland dem USA, kan vi applicera olika resonemang från den utländska litteraturen på den svenska situationen.

Talmor & Titman (1990) visar med en matematisk modell hur skatten påverkar utdelningsalternativet och återköpsalternativet under olika förutsättningar. De bevisar att återköp har en klar skattefördel framför utdelningar, givet att skattesatsen är konstant över tid. Bagwell & Shoven (1989) slår fast att utdelningar är det hårdast beskattade kapitalinstrumentet på marknaden och frågar sig därför (utan att finna ett egentligt svar) varför återköp inte används i större utsträckning, med tanke på att detta alternativ beskattas betydligt mindre. Barclay & Smith (1988) söker svaret på samma fråga och hittar en förklaring i att det finns en transaktionskostnad förenad med återköpsalternativet som inte kan sägas gälla för utdelningsalternativet.

3.3.2. Signaleringshypotesen: undervärderad aktie

Signalen om undervärderad aktie är en tolkning av signaleringshypotesen som presenterades under rubriken *Signaleringshypotesen: förbättrade kassaflöden*. Som då nämndes, torde denna tolkning gälla främst aktieåterköp (och därmed inlösen). Logiken bakom denna tolkning är, att företagsledningen antas vilja investera i lönsamma projekt och en investering i den egna aktien är förstået ett sådant, om den egna aktien är för lågt värderad. Isåfall är en eventuell positiv överavkastning helt enkelt en reaktion på en signal om att det aktuella aktiepriset är för lågt.⁶⁹

Vermaelen (1981) menar att återköpserbjudandet till aktieägarna innebär en ambition att föra vidare värdet av denna insiderinformation till aktieägarna. Bartov, Krinsky & Lee (1998) visar att företagsledningen väljer återköp framför utdelningar om den anser aktien vara undervärderad. Även om denna studie jämför återköp och *ordinarie* utdelningar, förändras inte implikationerna för vårt resonemang, eftersom idén bakom tolkningen handlar om att det är återköpet *som sådant* som skickar en signal.

⁶⁸ Ytterligare exempel på detta står att finna i bl a: Dann (1981), Masulis (1980) samt Vermaelen (1981).

⁶⁹ Jfr t ex Lie (2000).

4 METOD

I detta avsnitt avser vi att redogöra för hur studien har genomförts. Inledningsvis presenteras urvalet. Därefter följer en beskrivning av hur steg ett och steg två i vår studie operationaliseras och vilka hypoteser vi ställer upp, med hänsyn tagen till den teoretiska referensramen.

4.1. Urval

4.1.1. Val av bolag och period

Underlaget för observationerna i vårt urval utgörs av bolag noterade på Stockholmsbörsen som offentliggjort en nyhet om extrautdelning och/eller inlösen under åren 2003-2007.

En observation motsvaras av ett offentliggörande (av antingen extrautdelning eller inlösen), vilket betyder att samma företag kan bidra med flera observationer i urvalet, eftersom den studerade tidsperioden sträcker sig över fem år (2003-2007). Den studerade tidsperioden har valts med hänsyn till att vi ville ha tillräckligt många observationer i urvalet av vardera kapitalåterföringsformen (minst 25-30).⁷⁰ Totalt sett består vårt urval av 68 observationer; 33 inlösen och 35 extrautdelningar. Mer detaljerad information om de 68 observationer som ingår i vår studie återfinns i *Appendix 3*.

4.1.2. Källa för observationer

Sammanställningen av de observationer som ingår i gruppen extrautdelning har baserats på artikelarkivet i databasen Affärsdata. Sökning har genomförts specifikt på pressreleaser med sökorden ”extrautdelning”, ”extra utdelning”, ”engångsutdelning”, ”vinstutdelning” och ”tillfällig utdelning”.

De observationer som ingår i gruppen inlösen har vi hämtat från OMX hemsida⁷¹ där en sammanställning över de inlösenförfaranden som under året skett på Stockholmsbörsen finns att tillgå för varje år i vår tidsperiod. Informationen på OMX hemsida har kompletterats med pressmeddelanden från bolagens hemsidor för att kunna definiera det exakta offentliggörandedatumet.

4.1.3. Urvalskriterier

En första sammanställning av urvalet resulterade i totalt 83 observationer. Följande två urvalskriterier ledde dock till att urvalet reducerades till 68 observationer:

(i) Konsensusprognoser finns tillgängliga

Två viktiga parametrar för att bolagen i urvalet dels skall vara jämförbara sinsemellan, dels vara representativa för hela populationen, är att de är tillräckligt stora och tillräckligt intressanta för att skapa likviditet i aktien. Om det handlas regelbundet i aktien torde det finnas ett generellt intresse för nyheter om bolaget. Därmed torde det uppstå en

⁷⁰ Observationerna i vårt urval ingår i en multipel regression där vi estimerar koefficienterna på sju olika variabler vilka definieras under metodavsnittet. En vedertagen tumregel är att använda minst sju till åtta observationer per koefficient som estimeras i en multipel regression, varför minst 50-60 observationer bör ingå i vårt urval.

⁷¹ OMX hemsida (2007a).

aktiekurseffekt i samband med en (positiv) nyhet (till exempel en kapitalåterföring) som kan jämföras mellan olika bolag. Vi har tolkat avsaknaden av konsensusprognoser för ett specifikt företag som att bolaget är litet, att det betraktas som ointressant att bevaka och därmed har låg likviditet i aktien. Då databasen *Datastream* (vilken vi hämtat konsensusprognoserna ifrån) saknade tillgängliga konsensusprognoser för vissa bolag (uteslutande bolag med låga börsvärden), föll 14 observationer bort från den ursprungliga urvalsgruppen (12 från extrautdelningar, 2 från inlösen).

(ii) **Kapitalåterföringen berättigar till en kontantersättning**

I gruppen extrautdelning har vi endast beaktat extrautdelningar som betalats ut som kontantersättningar, vilket är i linje med tidigare studier av extrautdelningar.⁷² Vi sorterade därmed bort ett bolag vars extrautdelning innebar erhållande av teckningsoptioner istället för kontantersättning.

4.2. **Generell överavkastning (Steg 1)**

Enligt CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) bestäms företag j:s förväntade avkastning på dess aktie (r_j) av flera variabler enligt följande formel:

$$r_j = r_f + \beta_j(r_m - r_f) \quad [2]$$

För det första finns en underliggande riskfri ränta, r_f , i marknaden, vilken är den ränta som betalas för riskfria placeringar. Om en investerare skall förmås investera i de riskfyllda placeringar som utgör marknadsportföljen, måste denne kompenseras med en riskpremie utöver den redan garanterade riskfria räntan. Riskpremien definieras som skillnaden mellan avkastningen på marknadsportföljen, r_m , och den riskfria räntan (således är riskpremien ($r_m - r_f$) i [2]). Avkastningen på en enskild aktie, r_j , bestäms av den riskfria räntan plus en riskpremie som är specifik för den aktien och bestäms av aktiebetat, β_j , multiplicerat med marknadens riskpremie. Aktiebetat bestäms i sin tur av ett antagande om att [2] är en linjär ekvation, där r_f utgör interceptet och β_j är lutningskoefficienten för r_j -linjen, eller, annorlunda beskrivet, den specifika aktiens samvariation med marknadsportföljen.⁷³

Det blir således inte tillräckligt att se om aktiekursen som sådan utvecklas positivt, utan om den utvecklas mer positivt än ”normalt”, dvs mer än vad den borde göra med hänsyn tagen till den riskfria räntan, riskpremien och aktiens betavärde. Om avkastningen på aktien är högre än r_j i ekvation [2] ovan, kallar vi denna avkastning för ”riskjusterad överavkastning” (*abnormal return*), r_j^{abn} . Den riskjusterade överavkastningen per aktie per dag beräknas enligt följande formel (variablerna i högerledet definieras nedan under rubriken *Definitioner*):

$$r_j^{abn} = (r_j - r_f) - \beta_j(r_m - r_f) \quad [3]$$

Den riskjusterade överavkastningen, r_j^{abn} , beräknas per dag per aktie och sedan beräknas en genomsnittlig riskjusterad överavkastning per dag för samtliga företag som ingår i studien.

⁷² T ex Balanchandran & Nguyen (2004).

⁷³ Ecker et al (2005).

Sedan åskådliggörs denna genomsnittliga överavkastning per dag grafiskt i ett tidsseriediagram. Detta görs för att lättare identifiera vilka dagar runt (och inkluderande) offentliggörandedagen som är relevanta att studera vidare i nästa steg av analysen, då det handlar om att svara på uppsatsens huvudfråga: om det finns en *skillnad* i överavkastning för inlösen och extrautdelning.

4.2.1. Mättidpunkt för offentliggörandet

I anslutning till de steg som beskrivs i styckena 2.1.1 och 2.2.3 som handlar om hur inlösen respektive extrautdelning går till, framgår att det finns flera olika tillfällen då ett publikt företag informerar om sin intention att återföra kapital till aktieägarna; således finns flera olika tillfällen då en aktiekursreaktion teoretiskt sett skulle kunna analyseras. Det offentliggörande som torde vara av störst intresse är dock det första tillfälle då företags besked både är (i) tillräckligt säkert för marknaden att lita på och (ii) tillräckligt detaljerat för att marknaden ska kunna använda informationen för att värdera företags aktie.

Vi har därför valt att leta efter det första tillfälle då företaget ger information till marknaden om *att* kapital skall återföras, *på vilket sätt* det skall ske (dvs via inlösen eller extrautdelning), *när* det skall ske och *hur stor mängd kapital* det kommer att handla om (vanligen uttryckt som ersättning per aktie). I samtliga fall som rör extrautdelning har denna första information delgivits marknaden i samband med bokslutskommunikén. Även om företaget informerar om denna kapitalåterföring vid ett flertal tillfällen efter kommunikén (t ex i samband med det slutgiltiga beslutet på stämman samt i årsredovisningen), utgör kommunikén det första tillfälle då informationen är (i) tillräckligt säker och (ii) tillräckligt detaljerad för marknaden att värdera. Kommunikén läggs ut på företags hemsida och publiceras som ett pressmeddelande vid ett och samma tillfälle. Det datum då kommunikén och pressmeddelandet publicerades har använts som offentliggörandedatum.

I de flesta fall som rör inlösen har nyheten kommunicerats på samma sätt som för extrautdelningar: via bokslutskommunikén och via ett pressmeddelande som båda funnits tillgängliga på företags hemsida. I sju fall (av totalt 33) har dock det första informationstillfället som uppfyller urvalskriterierna (i) och (ii) ovan utgjorts av ett fristående pressmeddelande antingen före eller efter bokslutskommunikén. I förekommande fall utgör datumet för publiceringen av pressmeddelandet på företags hemsida offentliggörandedatumet. Offentliggörandedatumen specificeras i *Appendix 3*.

4.2.2. Mätperiod

Datumet för offentliggörandet av nyheten om kapitalåterföring till aktieägarna sätts till dag noll (0). I flertalet av de studier av aktiekursreaktioner kring kapitalåterföringar som vi tagit del av har författarna fokuserat analysen till en period bestående av ett par dagar före offentliggörandet till ett par dagar efter offentliggörandet.⁷⁴ Den riskjusterade överavkastningen beräknas och åskådliggörs grafiskt i ett tidsseriediagram för en period av 80 dagar (exklusive helgdagar) runt offentliggörandedatumet (dag 0), dvs dag -40 till +40. Genom att beräkna den riskjusterade överavkastningen över en längre period före

⁷⁴ Balachandran & Nguyen (2004) använder dag -1 till +1, Lie (2000) använder dag -1 till +2 och Vermaelen (1981) använder dag -4 till +1.

offentliggörandedagen minimerar vi risken för att missa de eventuella aktiekursreaktioner som kan vara ett resultat av t ex informationsläckage. Risken för detta kan inte uteslutas i en icke-perfekt marknad.

Tidsseriediagrammet avser att visa på vilken period som är den relevanta att analysera i steg två i vår studie. Denna period torde vara den period då överavkastningen skiljer sig markant från en jämförelseperiod dessförinnan. Därför definierar vi en ”jämförelseperiod” som startar 60 dagar före offentliggörandet (dag -60) och slutar dag -5 (för att inte riskera att inkludera en period som innehåller sådan överavkastning som vi vill analysera). Brickley (1983), som använder en liknande jämförelseperiod, konstaterar att det är viktigt att använda en period som ligger nära offentliggörandedatumet för att minimera risken att jämföra mot en period med stora skillnader i företagets ekonomiska situation.

Den relevanta perioden att analysera definieras mer precist som den sammanhängande period av dagar då den riskjusterade dagliga överavkastningen överstiger ett ”referensvärde”. Detta referensvärde definieras som summan av den genomsnittliga överavkastningen för jämförelseperioden plus en standardavvikelseenhet för samma period (för att ta hänsyn till de ”normala ytterligheter” som finns i jämförelseperioden).

4.2.3. Definitioner

4.2.3.1. Avkastning per aktie, r_j

Enligt formeln [1] ovan ges avkastningen (r) på ett aktieinnehav (j), r_j , för en given dag (t) av följande formel:

$$r_{j,t} = \frac{P_{j,t} - P_{j,t-1}}{P_{j,t-1}}$$

Om företagets aktie handlas inklusive utdelning (*cum dividend*) dag $t-1$ men exklusive utdelning (*ex dividend*) dag t ,⁷⁵ måste utdelningen dag t ($DIV_{j,t}$) adderas till priset dag t ($P_{j,t}$) för att den totala avkastningen för dag t skall beräknas på ett komplett sätt. Formeln ovan justeras därmed för eventuella utdelningar:

$$r_{j,t} = \frac{P_{j,t} + DIV_{j,t} - P_{j,t-1}}{P_{j,t-1}} \quad [4]$$

Om kapitalåterföringen inte är en extrautdelning utan en inlösen, kommer det inlösenbelopp som är att jämföra med utdelningen $DIV_{j,t}$ ovan att beräknas olika beroende på vilken typ av inlösenförfarande som används. Beräkningarna av de inlösenbelopp som adderats till formeln [4] i vår analys specificeras i *Appendix 4*.

Samtliga aktieprisdata har hämtats från *Datastream*. Uppgifter om tidpunkten för och storleken på utdelningar har hämtats ur företagens årsredovisningar. Uppgifter om tidpunkten för och storleken på inlösenlikviden har hämtats från den informationsbroschyr avseende inlösenförfarandet som företaget ger ut till aktieägarna.

⁷⁵ Avser både ordinarie utdelningar och extrautdelningar.

4.2.3.2. Riskfri ränta, r_f

Eftersom vi i denna studie analyserar avkastning på aktier ur ett kortsiktigt perspektiv, nämligen på daglig basis, behöver vi approximera den riskfria räntan med kortast möjliga tillgängliga ränta som antas vara så nära en riskfri nivå som möjligt. Eftersom staten har beskattningsmakt och kreditrisken därmed är obefintlig/lika med noll, anses statspapper i allmänhet och de korta statspapperen i synnerhet vara i stort sett riskfria. Den riskfria räntan, r_f , har utifrån detta resonemang approximerats med den dagliga korta riskfria räntan definierad som räntan på 1-månaders statsskuldväxlar. Räntorna för de aktuella statspapperen har hämtats från Riksbankens hemsida⁷⁶ och sedan omräknats från årsräntor till dagliga räntor.⁷⁷

4.2.3.3. Avkastning på marknadsportföljen, r_m

Avkastningen på marknadsportföljen approximeras med ett lämpligt marknadsindex, där vi valt OMX Stockholm Benchmark Gross Index (OMXSBGI)⁷⁸ som det bredaste och mest representativa alternativet. Detta index beskrivs på följande sätt:

”OMX Stockholmsbörsens referensindex består av de 80 till 100 största och mest handlade aktierna, som representerar större delen av sektorerna./.../ Indexet fungerar som en indikator på den övergripande trenden på den nordiska börsen i Stockholm och syftet är att erbjuda ett kostnadseffektivt index som en investerare fullt ut kan replikera. Därför är OMXSB-indexet särskilt attraktivt att använda i investeringsprodukter och som jämförelseindex för investerare.”⁷⁹

Detta index hämtas från OMX hemsida⁸⁰ och presenteras i form av en aktiepriserie där vi beräknat avkastningen r_m på samma sätt som i [4] (undantaget utdelningarna, som i valt index redan är justerade för).

4.2.3.4. Aktiens samvariation med marknadsportföljen, β_i

Som tidigare nämnts är aktiebetat samma sak som lutningskoefficienten i CAPM-modellen (formel [2]), varför aktiebetat har beräknats med hjälp av linjär univariat regression. Företagets överavkastning i förhållande till den riskfria räntan ($r_i - r_f$) blir då beroende Y-variabel medan marknadens överavkastning i förhållande till den riskfria räntan, dvs riskpremien ($r_m - r_f$), blir förklarande X-variabel. Betat per aktie beräknas utifrån veckodata under en period av två år innan offentliggörandet, dock ej inkluderande den sista månaden innan offentliggörandet för att undvika eventuell förhandspåverkan av kapitalåterföringen.⁸¹ Betavärdena per observation specificeras i Appendix 3.

4.3. Skillnad i överavkastning (Steg 2)

Från att ha studerat den genomsnittliga riskjusterade överavkastningen för hela urvalet blir det nu intressant att flytta fokus till varje enskild observation för att studera dess överavkastning under den relevanta tidsperioden. Den riskjusterade överavkastningen per bolag under de

⁷⁶ Riksbankens hemsida (2007).

⁷⁷ Den dagliga räntan beräknas enligt följande: $((1+r)^{(1/365)})-1$, där r utgör årsräntan.

⁷⁸ Ett bruttoindex inkluderar återlagda utdelningar i likhet med vår egen beräkning av avkastning per aktie som beskrivs ovan.

⁷⁹ OMX hemsida (2007b).

⁸⁰ OMX hemsida (2007c).

⁸¹ Både aktiepriser, marknadsindex och riskfri ränta har räknats om till veckodata.

relevanta dagarna summeras till ett mått som vi härnäst kallar CAR (en förkortning av engelskans *Cumulative Abnormal Return*). CAR sätts som beroende variabel i en multipel regression, vilken kommer att utgöra det främsta instrumentet för att besvara uppsatsens huvudfråga.

4.3.1. Dummyvariabel

I syfte att ta reda på om CAR skiljer sig åt mellan gruppen av företag som gjort inlösen och den grupp som gjort extrautdelning, används en dummyvariabel. Eftersom det dels finns en skattemässig fördel med inlösen, dels finns en signal om undervärderad aktie i anslutning till att ett företag genomför inlösen, talar detta sammantaget för att vi torde kunna förvänta oss att se en mer positiv reaktion på aktiekursen under en given period runt offentliggörandet för gruppen inlösen. Därför sätts värdet på dummyvariabeln till 1 för gruppen inlösen och till 0 för gruppen extrautdelning. Vi förväntar oss alltså en positiv korrelation (+) mellan dummyvariabeln ('*Dummy*') och CAR i form av en positiv koefficient (β_1). Vår hypotes formuleras som:

$$H_0: \beta_1 \leq 0$$
$$H_1: \beta_1 > 0$$

4.3.2. Övriga regressionsvariabler

Dock torde det finnas ett antal variabler som påverkar storleken på CAR som inte direkt har med det binära valet av kapitalåterföringsmetod att göra. Därför blir det nödvändigt att identifiera och kontrollera även för dessa variabler i testet; vi vill alltså kontrollera för dem i regressionen för att kunna särskilja en eventuell skillnad i CAR som endast är ett resultat av valet mellan inlösen och extrautdelning. Dessa variabler grupperas och diskuteras under tre rubriker nedan. Värdena på de regressionsvariabler som använts framgår av tabellen i *Appendix 3*. Det data från *Datastream* som använts för att ta fram variabelvärdena presenteras i *Appendix 5*.

4.3.2.1. Överträffade förväntningar

Ibland överträffar företaget marknadens förväntningar på lönsamhet och ibland råder det motsatta förhållandet; att marknadens förväntningar överträffar den verkliga lönsamheten. Det verkliga utfallet jämfört med förväntningarna styr ofta aktiekursreaktionen i samband med att det verkliga utfallet presenteras. Ett tydligt exempel på denna effekt är det tillfälle i mitten av oktober 2007 då Ericsson-aktien sjönk med nästan 24 procent samma dag som företaget presenterade en oväntad vinstvarning.

Då nyheten om en kapitalåterföring ofta offentliggörs i samband med att företags årsresultat presenteras för marknaden för första gången, ofta i en bokslutskommuniké, måste vi i regressionen säkerställa att resultatet inte störs av det CAR som är en reaktion på detta resultat.

Operationalisering och hypotes

Punktestimatet för denna variabel tas fram genom att ta det verkliga ROE-utfallet för det år som kommunikén avser (dvs offentliggörandeåret -1) minus analytikernas förväntningar på

ROE för samma år. Det verkliga ROE-utfallet hämtas från Datastream liksom analytikernas förväntningar på ROE, som utgörs av ett konsensusestimater för motsvarande år. Differensen mellan det verkliga utfallet och konsensusestimater kallar vi "överträffade förväntningar" (som alltså kan vara både positiva och negativa). Denna siffra divideras med konsensusestimater för att få en procentuell avvikelse från prognosen att jämföra mellan observationerna.

I de fall då konsensusestimater är justerat för jämförelsestörande poster, justeras även det motsvarande ROE-utfallet för dessa, i syfte att skapa ett jämförbart mått (för en mer utförlig specifikation av justeringar, se *Appendix 3*). I de sju fall då inlösenprogrammet presenterats som en isolerad företeelse före eller efter bokslutskommunikén har värdet på variabeln satts till noll (0) eftersom det då inte finns någon störande information att rensa för.

Om företaget överträffar marknadens förväntningar i samband med bokslutskommunikén, borde detta generera en positiv överavkastning under offentliggörandeperioden. På samma sätt torde förväntningar som inte infrias (dvs negativt överträffade förväntningar) betyda att marknaden reagerar negativt. Vi förväntar oss alltså en positiv korrelation (+) mellan variabeln för överträffade förväntningar ('ÖvertrFörv') och CAR i form av en positiv koefficient (β_2). Vår hypotes formuleras som:

$$H_0: \beta_2 \leq 0$$

$$H_1: \beta_2 > 0$$

4.3.2.2. Risk

Ju högre risk ett företag kan anses ha, desto högre avkastning måste det generera för att en investerare skall vilja satsa sitt kapital i det. Vi måste med andra ord också kontrollera för detta fenomen, så att inte resultatet störs av att mer riskfyllda företag har en högre kompensatorisk avkastning och vice versa. I steg ett av vår studie renser vi för den systematiska risken genom CAPM-beräkningen enligt formel [2]. I den ekonomiska teorin presenteras dock ytterligare ett antal parametrar som anses definiera den allmänna risknivån i ett företag. Vi använder tre av dessa för att identifiera de riskvariabler som enligt nedan skall ingå i vår regression:

4.3.2.2.1. Storlek på företaget

Fama & French (1992) visar med sin *Three Factor Model* att det finns fler determinanter för företagets avkastning än CAPM-beta, där en (av de två övriga) är företagets storlek. Mindre företag har en ökad *defaultrisk* vilket gör att större företag ses som säkrare investeringar. Fama & French visar att avkastningen minskar med storleken på företaget (där företagets storlek i Fama French-modellen mäts som marknadsvärdet på det egna kapitalet, *Market Capitalization/Market Cap*).

Operationalisering och hypotes

Vi definierar denna variabel som *Market Cap* fyra dagar före offentliggörandedagen (-4). Avgörande för valet av dag är att vi vill använda ett värde som ligger så nära offentliggörandedatumet som möjligt, utan att vara påverkat av ett eventuellt

informationsläckage.⁸² Uppgiften hämtas från *Datastream* och logaritmeras för att skala ner de stora skillnader som uppstår i och med att företagen i urvalet har väldigt olika storlek och i och med att variabeln är en absolutvariabel och inget relativt mått.

Eftersom vi tror att ett mindre företag genererar en relativt sett högre avkastning och vice versa, förväntar vi oss alltså en negativ korrelation (-) mellan variabeln för företagets storlek ('*lnMarketCap*') och CAR i form av en negativ koefficient (β_3). Vår hypotes formuleras som:

$$H_0: \beta_3 \geq 0$$

$$H_1: \beta_3 < 0$$

4.3.2.2.2. *Relation mellan marknadsvärde och bokvärde*

Utöver CAPM-beta och storlek på företaget presenterar Fama & French (1992) ytterligare en faktor som konstateras påverka ett företags avkastning: kvoten mellan ett företags bokvärde (på det egna kapitalet) och dess marknadsvärde (mätt som *Market Cap*). Fama & French menar att ju högre *Book-to-Market* ett företag har, desto sämre ekonomiska resultat och ekonomiska förutsättningar (t ex i form av investeringsmöjligheter) har det, vilket i sin tur gör att risken ökar i takt med att *Book-to-Market* ökar. Detta leder alltså till att avkastningen för ett företag med hög *Book-to-Market* kan antas vara högre.

Operationalisering och hypotes

Då vi finner kvoten mellan företagets marknadsvärde och dess bokvärde, *Market-to-Book*, vara ett mer intuitivt mått än *Book-to-Market*, har vi valt att använda denna kvot för att kontrollera för denna typ av risk. Av samma anledning som ovan använder vi även i detta fall *Market Cap* fyra dagar före offentliggörandet och sätter det i relation till bokvärdet på det egna kapitalet vid offentliggörandeårets början. Båda uppgifterna har hämtats från *Datastream*.

Eftersom vi använder den omvända kvoten jämfört med Fama & French, betyder det att vi förväntar oss att se en högre avkastning för företag med lägre *Market-to-Book* och vice versa, dvs vi förväntar oss en negativ korrelation (-) mellan variabeln *Market-to-Book* ('*MtB*') och CAR i form av en negativ koefficient (β_4). Vår hypotes formuleras som:

$$H_0: \beta_4 \geq 0$$

$$H_1: \beta_4 < 0$$

4.3.2.2.3. *Direktavkastning*

Direktavkastning⁸³, även kallat *dividend yield*, brukar ses som ett mått på risk, där ett företag med hög direktavkastning anses vara mindre riskfyllt än ett företag med låg direktavkastning.⁸⁴ Den nuvarande ordinarie utdelningsnivån anses vara en signal om storleken på den framtida ordinarie utdelningsnivån. Om ett företag alltså har en hög direktavkastning idag, är det troligt att också den framtida direktavkastningen kommer att

⁸² Som framgår av resultatavsnittet, är dag -4 den sista dagen före offentliggörandet som inte är påverkat av informationsläckage.

⁸³ Direktavkastning definieras som ordinarie utdelning per aktie dividerat med priset per aktie.

⁸⁴ Se t ex Brealey & Myers (2003).

vara hög, vilket betyder att de framtida kassaflödena relativt sett är säkrare att diskontera (dvs företaget har en lägre risk).

Operationalisering och hypotes

Denna riskvariabel är kort och gott definierad som ordinarie utdelning per aktie dividerad med priset per aktie. Denna kvot finns tillgänglig som en variabel i *Datastream*, och avser utdelningen året före offentliggörandet (vilket kan antas spegla marknadens senaste uppfattning om risken i bolaget). Ovanstående resonemang ger att en hög direktavkastning är associerad med en låg risk och vice versa, varför vi förväntar oss en negativ korrelation (-) mellan variabeln direktavkastning ('*DIVYield*') och CAR i form av en negativ koefficient (β_5). Vår hypotes formuleras som:

$$H_0: \beta_5 \geq 0$$

$$H_1: \beta_5 < 0$$

4.3.2.3. Kapitalåterföringen som sådan

Som redogörs för ovan i avsnittet *Teoretisk referensram*, har tidigare studier härlett två hypoteser som genererar effekter på överavkastningen i samband med en kapitalåterföring: signaleringshypotesen (signalen om förbättrade kassaflöden) och kassaflödeshypotesen. Dessa två effekter kan antas gälla lika för både extrautdelning och inlösen, och kan sammantaget tolkas som en effekt av att företaget gör en kapitalåterföring *per se*. När vi nu rensat för övriga variabler som kan tänkas påverka CAR, kan vi slutligen kontrollera för dessa två effekter (som vi härnäst kallar "signaleringseffekten" respektive "kassaflödeseffekten"). Slutligen inför vi därmed två variabler som enligt nedan skall ingå i vår regression:

4.3.2.3.1. Signaleringseffekt

Som tidigare konstaterats, handlar denna effekt om att marknaden tolkar kapitalåterföringen som en signal från företagsledningen om att de anser sig kunna öka den finansiella risken (genom ökad skuldsättning) utan att fördenskull öka bolagets totala risk. Ett större utdelningsbelopp torde därför, *ceteris paribus*, signalera mer positiva förväntningar än vad ett mindre utdelningsbelopp gör.

Operationalisering och hypotes

Således anser vi att storleken på kapitalåterföringen torde kunna mäta signalen till marknaden på ett approximativt sätt. Då vi jämför företag av olika storlek, måste vi dock sätta kapitalåterföringen i relation till företagets storlek. Eftersom utdelningen utgör en avkastning till aktieägarna, torde kvoten mellan kapitalåterföringsbeloppet och företagets storlek mätt som *Market Cap* vara relevant för att mäta den relativa storleken på kapitalåterföringen.

De totala beloppen för kapitalåterföringarna är hämtade från OMX hemsida för inlösenobservationerna, och från respektive företags årsredovisningar för extrautdelningarna. *Market Cap*-data avser som tidigare värdet fyra dagar före offentliggörandedatumet och är hämtat från *Datastream*.

Om det finns en positiv (+) korrelation mellan denna variabel ('*SignEff*') och CAR tolkar vi det som att det finns en effekt i linje med hypotesen om signalen om förbättrade

kassaflöden. Isåfall kommer detta att resultera i en positiv koefficient, β_6 . Vår hypotes formuleras som:

$$H_0: \beta_6 \leq 0$$

$$H_1: \beta_6 > 0$$

4.3.2.3.2. Kassaflödeseffekt

Denna effekt handlar enligt tidigare resonemang om att marknaden uppskattar företagets vilja att återföra kapital till aktieägarna om företaget har dåliga möjligheter att investera i positiva nuvärdesprojekt; ju sämre investeringsmöjligheter, desto mer positiv reaktion i marknaden. Det finns dessutom starka skäl att anta att glädjen i marknaden blir ännu större om företaget med dåliga investeringsmöjligheter är överlikvitt.⁸⁵

Operationalisering och hypotes

En låg historisk lönsamhet visar på att möjligheten att förränta kapital inom företagets gränser inte är god och ger därmed en indikation om dåliga investeringsmöjligheter. Om ett företag med dåliga investeringsmöjligheter överraskar marknaden med att dela ut kapital, snarare än att fortsätta investera i projekt med dålig avkastning, torde marknaden reagera positivt på detta besked. Ju lägre historisk lönsamhet i företaget, desto mer torde marknaden uppskatta kapitalåterföringen; låg historisk lönsamhet torde således vara *negativt* korrelerad med CAR.

Marknaden torde också reagera positivt om ett bolag som lider av överlikviditet gör en oväntad kapitalåterföring – därför bör storleken på företagets kassa vara *positivt* korrelerad med CAR. Dessa två parametrar förstärker varandra; ett bolag med dåliga investeringsmöjligheter som dessutom är överlikvitt, torde erfara den mest positiva aktiekursreaktionen i samband med en nyhet om kapitalåterföring.

Därför finns ett behov av att väga samman historisk lönsamhet och storlek på kassan i företaget i en och samma variabel. För att mäta den historiska lönsamheten används en genomsnittlig ROE för de två år som föregår offentliggörandeåret, vilket hämtas från *Datastream*. I förekommande fall justeras i dessa data för jämförelsestörande poster i syfte att skapa ett relevant mått (för en mer utförlig specifikation av justeringar, se *Appendix 3*). Uppgifter om storleken på företagets kassor hämtas från företagets årsredovisningar, tillsammans med information om storleken på företagets totala tillgångar. Även dessa två uppgifter samlas in för de två år som föregår offentliggörandeåret och vägs samman i en kvot som sätter storleken på företagets kassa (som ett snitt av år -1 och -2) i relation till storleken på företagets genomsnittliga balansomslutning (som ett snitt av år -1 och -2). Kvoten benämner vi *Cash-to-Assets*.⁸⁶

Då den historiska lönsamheten alltså är negativt korrelerad med CAR, och storleken på företagets kassor för samma period är positivt korrelerad med CAR, måste måttet *Cash-to-*

⁸⁵ "I teorin borde rädd kunna böjas [rätt, som i 'ett rätt barn'], men man brukar aldrig göra det. [...]. Samma motvilja finns mot t-formerna av flerstaviga adjektiv på -id: gravid, frigid, likvid, morbid, stupid, timid, rigid, paranoid, valid och mongoloid, förutom vid solid, där solitt går utmärkt. Ur ett språkvårdsperspektiv finns inget att anmärka på former som rätt och morbitt. Det är bara så att ingen använder dem." (Språkrådet 2007).

⁸⁶ Storleken på företagets kassa definieras som kassa och likvida medel, där likvida medel i förekommande fall t ex kan utgöras av kortfristiga placeringar som kan omsättas inom en period av maximalt ca tre månader. Oftast specificeras posterna "Kassa" och "Likvida medel" separat i företagens balansräkningar.

Assets inverteras för att i en sammanvägd variabel också bli negativt korrelerad med CAR. När den inverterade variabeln, *Assets-to-Cash*, multipliceras med måttet på den historiska lönsamheten, skapas en ny, viktad variabel för kassaflödeseffekten.

Den viktade variabeln riskerar dock att bli ”vild”, dvs att få extremt höga respektive extremt låga värden eftersom den är en produkt av två multiplicerade kvoter. Genom att åskådliggöra samtliga värden i ett stapeldiagram kan vi avgöra vilka av dem som är extremvärden, s k *outliers*. Eftersom variabelvärdena i sig inte har någon verklig innebörd utöver den rangordnande effekten, stör eventuella extremvärden bara möjligheten att hitta samvariation mellan variabeln och CAR. Därför väljer vi att trunkera variabeln genom att åsätta samtliga positiva (negativa) extremvärden det högsta (lägsta) gränsvärdet. Resultatet av trunkeringen åskådliggörs i *Appendix 6*.

Variabeln (*ViktKflEff*) torde vara negativt korrelerad (-) med CAR. Isåfall kommer detta att resultera i en positiv koefficient, β_7 . Vår hypotes formuleras som:

$$H_0: \beta_7 \geq 0$$

$$H_1: \beta_7 < 0$$

4.3.3. *Regressionsmodellen*

Det ovanstående resonemanget resulterar i en regression av följande utseende:

$$CAR_j = \alpha_j + \beta_1 Dummy_j + \beta_2 ÖvertrFörv_j + \beta_3 \ln MarketCap_j + \beta_4 MtB_j + \beta_5 DIVYield_j + \beta_6 SignEff_j + \beta_7 ViktKflEff_j + \varepsilon_j$$

5 RESULTAT

Nedan följer en presentation av utfallet av de tester som genomförts.

5.1. Generell överavkastning (Steg 1)

Tidsserien över den genomsnittliga, riskjusterade överavkastningen för hela den observerade perioden (± 40 dagar) visas i *Diagram 1*.

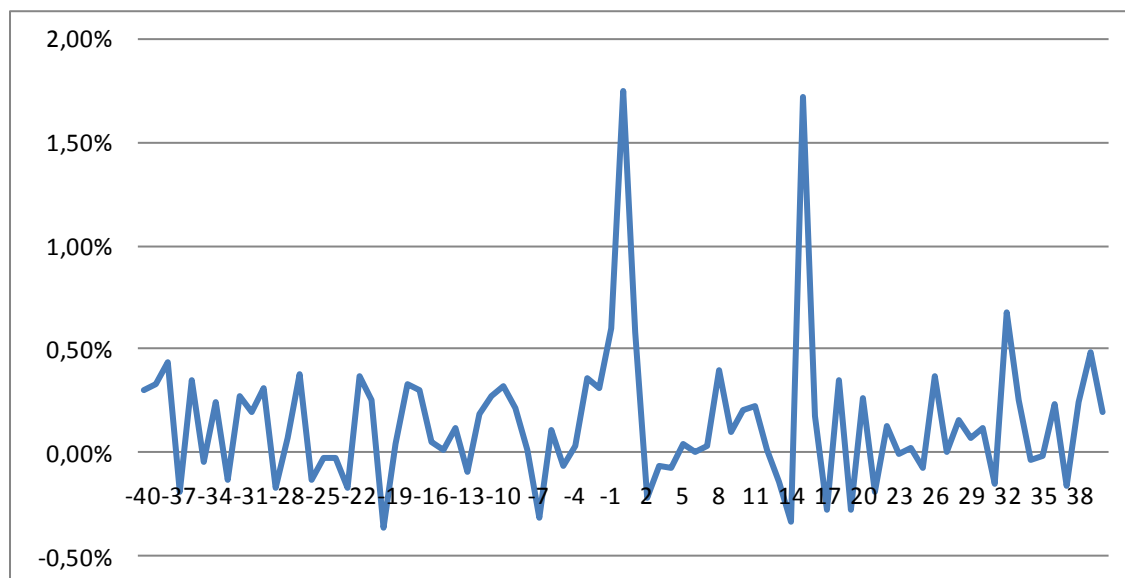


Diagram 1: Genomsnittlig riskjusterad överavkastning, ± 40 dagar (hela urvalet)

Att döma av kurvans utseende runt offentliggörandet (dag noll) verkar det då finnas en högre överavkastning än normalt. Detta torde isåfall betyda att aktiemarknaden reagerar på den information som delges den.

Det extremvärde som kan observeras dag 15 är en teknisk effekt av en återlagd inlösenlikvid i företaget Teligent AB som får inverkan på den genomsnittliga avkastningen. Reaktionen kan uteslutande härledas till denna händelse och blir därmed inte föremål för vidare tolkning i den kommande analysen.

För att förtydliga diagrammet och lättare kunna bestämma den exakta period som är intressant för vår studie, presenteras i *Diagram 2* den genomsnittliga riskjusterade överavkastningen för perioden ± 13 dagar runt offentliggörandet. Därmed slipper vi också störas av den missvisande effekten dag 15.

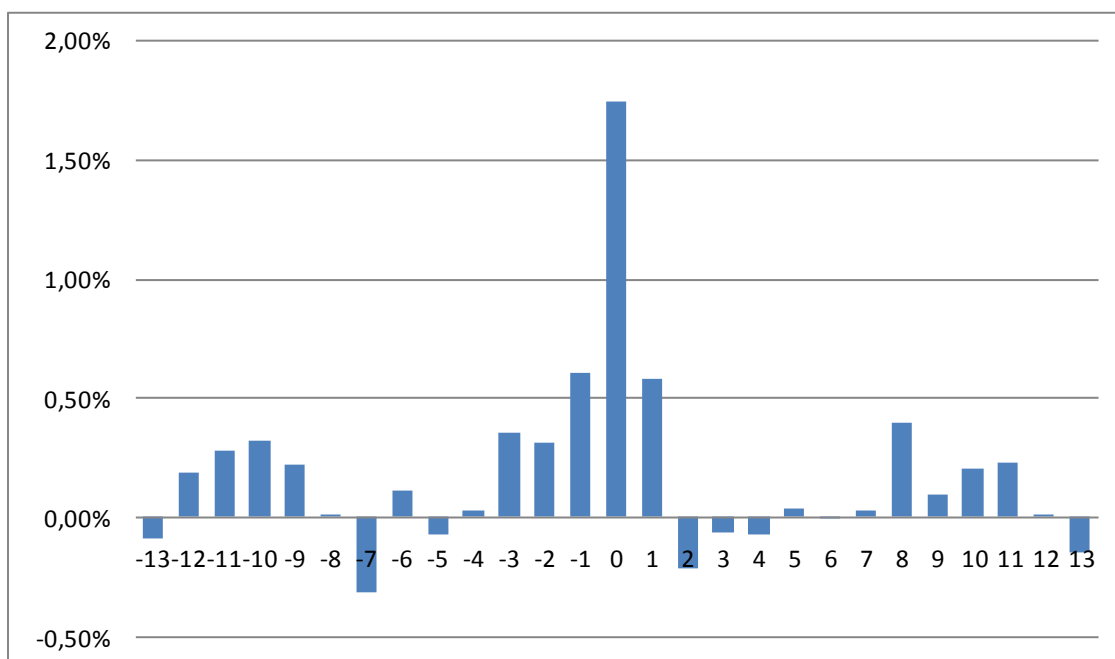


Diagram 2: Genomsnittlig riskjusterad överavkastning, ±13 dagar (hela urvalet)

I detta diagram ser man tydligare att den relevanta perioden för att analysera överavkastningen verkar sträcka sig från tre dagar före till en dag efter offentliggörandet (dag -3 till +1).

Den genomsnittliga överavkastningen för jämförelseperioden (dag -60 till -5), plus en standardavvikelseenhet för samma period, beräknas och summeras till det s k referensvärdet enligt *Tabell 1*:

Medelvärde för jämförelseperioden (dag -60 till -5):	0.10%
Standardavvikelse för jämförelseperioden (dag -60 till -5):	0.20%
Referensvärde	0.30%

Tabell 1: Beräkning av referensvärde

Då den relevanta perioden att analysera skall vara den sammanhängande period av dagar då den riskjusterade dagliga överavkastningen överstiger referensvärdet (0,30%), kontrollerar vi för detta:

Dag	Genomsnittlig, riskjusterad daglig överavkastning	Referensvärde	Överskjutande del
-3	0.36%	0.30%	0.06%
-2	0.32%	0.30%	0.02%
-1	0.60%	0.30%	0.30%
0	1.75%	0.30%	1.45%
1	0.58%	0.30%	0.28%

Tabell 2: Överavkastning mellan dag -3 och dag +1 satt i relation till den genomsnittliga

För samtliga dessa dagar är den överskjutande delen (enligt kolumnen längst till höger) positiv, varför perioden -3 till +1 bestäms som den relevanta period som skall analyseras i nästa steg, när vi ämnar undersöka om överavkastningen skiljer sig åt mellan de företag som

gjort en extrautdelning och de som genomfört en inlösen. Notera att i *Appendix 7* återfinns en tabell som anger den genomsnittliga riskjusterade överavkastningen per dag under perioden -60 dagar till +40 dagar.

5.2. Skillnad i överavkastning (Steg 2)

Resultatet av regressionen visas nedan i *Tabell 3*.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,550(a)	,302	,221	6,625651730 162890%

a Predictors: (Constant), ViktKfIEff, MtB, ÖvertrFörv, lnMarketCap, DIVYield, Dummy, SignEff

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	12,079*	5,724		2,110	,039
	Dummy	-0,297	2,211	-,020	-,134	/
	ÖvertrFörv	0,142**	,046	,353	3,083	,003
	lnMarketCap	-1,536*	,587	-,329	-2,616	,011
	MtB	0,594	,441	,160	1,347	/
	DIVYield	-0,031	,273	-,013	-,112	,911
	SignEff	0,328*	,135	,371	2,433	,018
	ViktKfIEff	0,001	,004	,044	,386	/

a Dependent Variable: CAR

Tabell 3: Resultat av regressionen

Kommentar: *: variabeln är signifikant på femprocentsnivån (5 %)

**: variabeln är signifikant på enprocentsnivån (1 %)

/: koefficientens tecken överensstämmer med nollhypotesen, varför p-värdet blir irrelevant.

Inledningsvis kan vi konstatera att R^2 -värdet för hela regressionen är 30,2 procent (vilket framgår av *Tabell 3*, kolumn "R Square" ovan). Det betyder att de variabler som ingår i regressionen till cirka 30 procent förklarar den beroende variabeln CAR.

Med ledning av kolumnen "Sig." i *Tabell 3* ovan ser vi att variablerna 'ÖvertrFörv', 'lnMarketCap' samt 'SignEff' har p-värden som alla understiger fem procent (0,05). Dessutom har koefficienterna för dessa variabler enligt kolumn "B" rätt tecken (pos./neg.) utifrån de hypoteser vi ställer upp i metodavsnittet. Det betyder att vi för dessa tre variabler kan förkasta nollhypoteserna på en femprocentig signifikansnivå, vilket i sin tur betyder att resultatet för dessa variabler med 95 procents säkerhet stödjer våra antaganden om dem. Dessutom är konstanten ('Constant') signifikant på femprocentsnivån.

Resultaten för resterande variabler är inte signifikanta vilket betyder att vi inte kan förkasta nollhypoteserna gällande dessa. Resultatet för följande variabler ligger alltså *inte* i linje med våra förväntningar: 'Dummy', 'MtB', 'DIVYield' och 'ViktKfIEff'. Dessa resultat diskuteras vidare i analysavsnittet som kommer härnäst.

6 ANALYS

I detta avsnitt tolkar och problematiserar vi de resultat som just presenterats. På det följer en diskussion kring studiens validitet.

6.1. Generell överavkastning (Steg 1)

Tidsserieanalysen visar tämligen tydligt på en reaktion utöver det förväntade mellan dag -3 och dag +1. Vårt resultat skiljer sig inte dramatiskt från resultatet i andra motsvarande studier. Till exempel har Balachandran & Nguyen (2004) på liknande sätt definierat en period som sträcker sig mellan dag -1 och dag +1, Lie (2000) studerar perioden mellan dag -1 och +2 och Vermaelen (1981) studerar dag -4 till +1.

Intressant att notera är dock att det verkar finnas en överavkastning redan innan offentliggörandet (i vårt fall mellan dag -3 och dag 0). Vermaelen (1981) menar att överavkastningen under dagarna före offentliggörandet tyder på att det finns informationsläckage och insiderhandel i marknaden. I en perfekt effektiv marknad förekommer inga informationsasymmetrier; där har hela marknaden tillgång till all information samtidigt och agerar utifrån den. I vår uppsats har vi dock antagit att företagen i urvalet agerar på en semieffektiv marknad, varför informationsläckage är att vänta. Utifrån detta, och utifrån de perioder som tidigare studier använt sig av, kan den relevanta perioden att studera enligt våra beräkningar därför bedömas som rimlig.

Till grund för beräkningarna av riskjusterad överavkastning per bolag ligger antaganden om att vi använder de bästa och mest vedertagna approximationerna för riskfri ränta och avkastning på marknadsportföljen. Givet att dessa antaganden håller, och givet att uppgifter på veckobasis två år bakåt i tiden är godtagbara data för att beräkna betavärden, kan vi inledningsvis anta att överavkastningen är rätt beräknad. (Betavärdena visas i *Appendix 3*.)

6.2. Skillnad i överavkastning (Steg 2)

6.2.1. Dummyvariabel

Givet att vi i vår regression har kontrollerat för allt som kan tänkas ge upphov till en lika stor överavkastning för grupperna inlösen och extrautdelning, torde den skillnad i överavkastning som eventuellt återstår kunna hänföras till valet av kapitalåterföringsform.

Tvärtemot vår förväntan, går det dock inte att statistiskt säkerställa att överavkastningen för företag som offentliggör ett inlösenprogram är högre än den för företag som offentliggör en extrautdelning. Som framgår av *Tabell 3* kan vi inte, på en rimlig signifikansnivå, förkasta vår nollhypotes. Våra resultat tyder därmed på att det inte finns någon signifikant skillnad i aktiekursreaktionen mellan ett offentliggörande av inlösen och ett offentliggörande av extrautdelning. Således kan vi hävda att valet av kapitalåterföringsmetod inte tycks påverka värdeskapandet för aktieägarna.

Problematisering

Avsaknaden av ett statistiskt säkerställt samband mellan överavkastningen och valet av kapitalåterföringsform skulle kunna bero på att dummyvariabeln och övriga regressionsvariabler är inbördes korrelerade, dvs att de mäter samma effekt. Om en sådan s k

multikollinearitet mellan dummyvariabeln och övriga regressionsvariabler finns, kan den resultera i mindre effektiva skattningar av variablernas koefficienter. Vi har dock testat för multikollinearitet och inte funnit någon sådan.

En annan möjlig förklaring till varför våra förväntningar inte infrias kan vara att vi haft fel förväntningar från början. Vi har endast beaktat de skattemässiga konsekvenserna för fysiska personer som är obegränsat skattskyldiga i Sverige. Som tidigare nämnts (se stycke 1.4), kan vi dock inte finna stöd för någon skattemässig indifferens inför valet av kapitalåterföringsform, varken beträffande t ex utländska aktieägare eller ”indirekta” aktieägare (via t ex institutioner och investmentbolag). Vad gäller en av de största aktieägargrupperna, *utländska aktieägare*, betalar de kupongskatt på 30 procent på precis samma belopp som obegränsat skattskyldiga fysiska personer i Sverige (dvs på inlösenlikviden minus den del av anskaffningsutgiften som hänför sig till de inlösta aktierna).^{87 88}

Vad gäller aktieägare vars ägande går via ett *investmentbolag* kan de sägas gynnas mer av inlösen än extrautdelning då investmentbolag betalar mindre i skatt vid inlösen. Skattemässigt specialbehandlas nämligen investmentbolag, vilket innebär att de inte betalar någon skatt på realisationsvinster (men får heller inte dra av förluster) medan de beskattas på utdelningsinkomster (men mot dem dras investmentföretagets egna utdelningar av).⁸⁹ I de flesta fall av indirekt ägande torde det därför vara mer fördelaktigt med inlösen i förhållande till extrautdelning. Det torde därför inte vara av avgörande betydelse att vi inte har tagit hänsyn till ägarstrukturen för bolagen som ingår i urvalet, utan i framställandet av vår hypotes endast fokuserat på de skattemässiga implikationerna för fysiska personer som är obegränsat skattskyldiga i Sverige. Slutsatsen borde alltså ändå bli att inlösen skulle skapa en mer positiv överavkastning än extrautdelning.

Vi ser då tre andra, möjliga förklaringar till varför vi, tvärtemot vår förväntan, inte kan urskilja en högre överavkastning vid offentliggörandet av inlösen än vid offentliggörandet av extrautdelning:

- **Komplicerat förfarande:** Investerarna lyckas inte ta hänsyn till fördelarna med inlösen i sin värdering då de har svårt att överhuvudtaget ta till sig och tolka innebörden av ett inlösenprogram. Vi har själva fått erfara svårigheterna med att förstå de olika typerna av inlösenförfarande, skillnaderna dem emellan, deras påverkan på aktiekursen (se *Appendix 4*), och vad beskattningskonsekvenserna av dem blir. På OMX i Stockholm fanns det ingen som med säkerhet visste hur man tolkar aktieinlösen, Sveriges Aktiesparares Riksförbund återkom inte med svar på en enda av de fyra frågor om inlösen som vi ställde och på *Investor Relations*-avdelningarna på många av de företag som ingår i inlösengruppen var kunskaperna om inlösen relativt bristfälliga. I och med att inlösen är ett så komplicerat förfarande är vårt antagande att marknaden varken klarar av att korrekt värdera dess skattemässiga fördel eller inse dess signal om undervärdering av aktien.

⁸⁷ ProfilGruppen (2006).

⁸⁸ För aktieägare som är begränsat skattskyldiga i Sverige, jämföras inlösen med utdelning vilket medför att svensk kupongskatt ska erläggas för inlösenbeloppet. Återbetalning avseende den del av kupongskatten som belöper på aktiernas anskaffningskostnad medges dock efter ansökan hos Skatteverket.

⁸⁹ Blennow (2007).

- **Högre förväntningar:** I de fall då ett mindre belopp ska utbetalas till aktieägarna torde företag inte göra sig besväret att genomföra kapitalåterföringen via inlösen, eftersom inlösen är ett väsentligt mer omständligt förfarande än extrautdelning. Därmed är det rimligt att anta att marknaden förväntar sig en relativt sett större utbetalning vid inlösen än vid extrautdelning, dvs marknaden ställer då högre krav på kapitalåterföringens storlek.

Beräkningen av kapitalåterföringens relativa storlek visar tydligt att bolag tenderar att återföra mer kapital till aktieägare vid inlösen än vid extrautdelning. I linje med DeAngelo, DeAngelo & Skinner (2000), definierar vi en kapitalåterföring som stor när det utbetalade beloppet utgör mer än fem procent av marknadsvärdet på eget kapital före offentliggörandet. Med den definitionen är hela 91 procent av inlösenbeloppen ”stora” (med medianvärdet 9,3 procent), medan motsvarande procentsats för extrautdelningar endast är 31 procent (med medianvärdet 2,6 procent).

Marknaden reagerar dock inte mer positivt på inlösenbeloppen i vårt urval. Med logiken i ovanstående resonemang tolkar vi detta som att inlösenbeloppen inte bedöms som *tillräckligt* stora trots att de är större än extrautdelningsbeloppen. Marknaden förväntade sig helt enkelt att få mer. Således; även om marknaden inser fördelarna med inlösen, kommer den mer positiva aktiekursreaktion som följer av detta att tas ut av den negativa aktiekursreaktion som följer av besvikelsen beträffande inlösenbeloppets storlek.

- **Latenta skatteeffekter:** Investerarerna tar hänsyn till latenta skatteeffekter när de jämför den totala skatteeffekten av den ena kapitalåterföringsformen med den andra (som redogjorts för i *Exempel 2*). Givet att de värderar latenta skatteeffekter till nominella belopp, ser investerarna därmed ingen skattemässig fördel av inlösen framför extrautdelning. Denna förklaring kan dock ifrågasättas. Om investerarna förstår det relativt komplicerade resonemanget kring latenta skatteeffekter borde de även inse tidsvärdet av dessa latenta skatteeffekter (dvs diskontera dem) och därmed reagera mer positivt på nyheten om inlösen än på den om extrautdelning.

6.2.2. Övriga regressionsvariabler

6.2.2.1. Överträffade förväntningar

Då koefficienten för variabeln överträffade förväntningar (*ÖvertrFörv*) är positiv och signifikant på femprocentnivån kan vi, i linje med våra förväntningar, förkasta vår nollhypotes. För de kapitalåterföringar som offentliggörs i samband med en bokslutskommuniké, kan vi således konstatera att överavkastningen samvarierar med investerarnas positiva reaktion på att den redovisade lönsamheten överträffar analytikernas förväntningar. Vi har därmed rensat för denna effekt i regressionen.

Problematisering

Genom variabeln Överträffade förväntningar (*ÖvertrFörv*) beaktar vi endast sådan kurspåverkande information i bokslutskommunikén som fångas upp av ROE-måttet. Vi bedömer alltså att det i bokslutskommunikén inte förekommer någon kurspåverkande information *utöver* den som har med företagets lönsamhet att göra. Det kan dock tänkas att

det, runt offentliggörandet, ges ut information om företaget som påverkar aktiekursen under denna period men som inte får något direkt utslag på den i bokslutskommunikén redovisade lönsamheten, mätt som ROE. Detta gäller t ex offentliggörandet av ett vd-byte, en ny orderingång, ett förestående uppköp eller en medieskandal, vilka alla påverkar det enskilda bolagets aktiekurs utan att denna aktiekurseffekt har något samband med kapitalåterföringen *per se*.

Denna påverkan på aktiekursen torde dock inte få någon betydelse för ett tillräckligt stort urval av företag då effekten på enskilda företag jämnas ut över urvalet. Vidare är sannolikheten att fler än några enstaka företag berörs av detta problem inte särskilt hög. Vi anser därför inte att vi behöver ta hänsyn till problemet med annan kurspåverkande information i denna studie.

6.2.2.2. Risk

6.2.2.2.1. Storlek på företaget

Eftersom variabeln för storlek på företaget (*'lnMarketCap'*) är statistiskt signifikant på femprocentnivån, och dessutom är negativ, kan vi alltså förkasta nollhypotesen. Det betyder att det finns en statistiskt säkerställd (negativ) samvariation mellan storleken på företaget och dess överavkastning, vilket är i linje med resonemanget enligt Fama & French (1992) om att mindre företag är mer riskfyllda och att avkastningen alltså borde vara högre för dessa.

6.2.2.2.2. Relation mellan marknadsvärde och bokvärde

Vi kan inte förkasta nollhypotesen i samband med variabeln *Market-to-Book* (*'MtB'*). Detta talar emot vår hypotes som är baserad på ett antagande om att företag med höga värden på *Market-to-Book* är mindre riskfyllda och således torde generera en lägre avkastning. Det skulle betyda att för de bolag som ingår i urvalet är inte relationen mellan marknadsvärde och bokvärde ett relevant mått på risknivån, stick i stäv med de resultat som presenteras av Fama & French (1992).

6.2.2.2.3. Direktavkastning

Vi kan inte heller förkasta nollhypotesen i samband med variabeln som handlar om direktavkastningen i företaget (*'DIVYield'*). Koefficienten är negativ och inte i närheten av att vara signifikant. Det finns således ingen korrelation mellan direktavkastningen för året före kapitalåterföringen och överavkastningen. För de bolag som ingår i urvalet tycks alltså inte heller direktavkastning vara något relevant mått på risknivån.

Problematisering av riskvariablerna

Beträffande storlek på företaget (*'lnMarketCap'*) kan vi inte finna någon anledning att betvivla att variabeln verkligen mäter det vi vill mäta, dvs storleken på företaget ur aktieägarnas perspektiv. Vi sätter därför hög tilltro till att det (negativa) samband mellan företagsstorlek och överavkastning som testet påvisar verkligen är ett samband enligt resonemanget i Fama & French (1992).

Vi kan dock konstatera att den typ av risk som mäts av variablerna *'MtB'* och *'DIVYield'* inte tycks vara aktuell för de observationer som ingår i vårt urval. Den risk vi ville

rensa för har helt enkelt inte kunnat identifieras, vilket gör en rensning överflödigt – vi kan alltså bortse från dessa variabler.

6.2.2.3. Kapitalåterföringen som sådan

6.2.2.3.1. Signaleringseffekt

Variabeln som mäter den relativa storleken på kapitalåterföringen (*'SignEff'*) är signifikant på femprocentnivån. Koefficienten är positiv vilket betyder att storleken på kapitalåterföringen (satt i relation till företagets storlek) samvarierar med företagets överavkastning under den relevanta perioden; dvs ju större kapitalåterföring desto högre överavkastning.

Vi tolkar detta som att marknaden uppfattar kapitalåterföringen som en signal om att företagsledningen har positiva förväntningar på framtiden i linje med signaleringshypotesen. Ju större kapitalåterföringar företagets ledning "vågar" göra, desto mer antas marknaden tro på företagets förmåga att absorbera den ökade finansiella risken.

Problematisering

Det är oomtvistligt att variabeln *'SignEff'*, såsom vi har definierat den, mäter relativ storlek på kapitalåterföringen. Däremot är det inte säkert att variabeln mäter vad vi har tänkt oss, nämligen signaleringseffekten. Det kan tänkas att variabeln faktiskt inte står för någonting annat än vad den de facto mäter, dvs kapitalåterföringens storlek. Enligt denna logik skulle marknaden inte reagera mer positivt på en stor kapitalåterföring för att den i en sådan tolkar in ett budskap om stark framtida lönsamhet, utan helt enkelt för att den uppskattar stora utbetalningar. Således är det kapitalåterföringens storlek *i sig* som fångar marknadens uppmärksamhet⁹⁰ och leder till en aktiekursreaktion.

Vår bedömning är dock att marknaden är mer sofistikerad i sin värdering av ett företag än att den bara ser till kortsiktiga utbetalningar. Vi tror att kapitalåterföringens storlek är en måttstock på den säkerhet som marknadens aktörer söker signaler på när en utbetalning sker. Befintliga informationsasymmetrier skapar ju ett ständigt behov i marknaden av att söka trovärdiga signaler om företagets långsiktiga stabilitet.

6.2.2.3.2. Kassaflödeseffekt

Variabeln som mäter kassaflödeseffekten är inte signifikant, varför vi inte kan förkasta vår nollhypotes gällande denna. Resultatet är en indikation på att marknaden reagerar på en kapitalåterföring oberoende av om företagets investeringsmöjligheter är bra eller dåliga, eller om likviditeten är låg eller (för) hög.

Förvisso verkar det inte heller i litteraturen finnas ett lika starkt stöd för kassaflödeshypotesen som för signaleringshypotesen. Som tidigare nämnts, kunde Howe, He & Kao (1992) inte finna stöd för kassaflödeshypotesen. Lie (2000) jämför i sin artikel sina resultat med två andra studier,⁹¹ som inte heller kan finna något samband mellan överavkastning och *Tobin's q* (som i dessa studier används som variabel för att mäta företagets investeringsmöjligheter).

⁹⁰ DeAngelo et al (2000).

⁹¹ Lie (2000) hänvisar till Denis, Denis & Sarin (1994) samt Yoon & Starks (1995).

Problematisering

En tänkbar anledning till att kassaflödeseffekten inte är lika övertygande, skulle kunna ha att göra med att den kan tolkas på olika sätt. Teorierna som presenteras i denna uppsats tar fasta på att kassaflödeseffekten är positiv i den bemärkelsen att marknaden ”drar en lättnadens suck” när kapital återförs till aktieägarna istället för att investeras på ett felaktigt sätt av företagsledningen. Vissa investerare på marknaden kanske reagerar på det sättet. Men det skulle också kunna tänkas att andra investerare på marknaden faktiskt reagerar negativt på en sådan signal. Genom att dela ut kapital signalerar företaget till marknaden att det dels har dåliga investeringsmöjligheter i nuläget, men också att det inte finns någon ljusning i sikte vad gäller investerings- och tillväxtmöjligheter, vilket kan tolkas som början till slutet för företaget. Givet att dessa två signaler då tar ut varandra, blir effekten oklar och insignifikant, som i detta fall.

6.2.2.4. Konstanten

Det faktum att CAR inte förklaras till mer än 30 procent av regressionens variabler (R^2 -värdet) är relaterat till att konstanten (*'Constant'*) är positiv och signifikant på femprocentnivån. Det faktum att konstanten är signifikant positiv tyder på att det finns en systematisk överavkastning kring offentliggörandet som alltså inte förklaras av variablerna i regressionen; vi har således inte lyckats fånga alla de variabler som påverkar överavkastningen. Å andra sidan skulle man kunna tolka konstanten som att marknaden reagerar positivt bara på det faktum att det överhuvudtaget sker en kapitalåterföring.

6.3. Resultatens validitet

Vi har i problematiseringarna ovan frågat oss följande: Givet att vi mätt på rätt sätt, varför har vi då fått, alternativt inte fått, de resultat vi förväntat oss? Under denna rubrik vill vi istället vända på frågan enligt följande: Givet att vi fått de resultat vi har fått, har vi mätt dem på rätt sätt? Och skulle våra slutsatser förändras om vi hade mätt på ett annorlunda sätt? Vi kan identifiera fyra huvudsakliga skäl till att vår regression skulle kunna ge missvisande resultat:

- (i) Urvalet är skevt
- (ii) Den beroende variabeln är feldefinierad
- (iii) Någon eller några av de förklarande variablerna är feldefinierade
- (iv) Det saknas en eller flera förklarande variabler

Nedan diskuterar vi dessa fyra punkter och robusthetstestar för de fall där vi finner det lämpligt.

(i) Urvalet är skevt

Det första man bör fråga sig är om gruppen av observationer utgör ett representativt urval för hela populationen, dvs bolagen på Stockholmsbörsen. De företag som genomför inlösen är skyldiga att rapportera detta till Stockholmsbörsen, och börsen är i sin tur skyldig att publicera en fullständig förteckning över dessa transaktioner på sin hemsida. Då vi utgått från denna förteckning, anser vi att våra inlösenobservationer täcker in samtliga inlösen som skett på marknaden under perioden 2003-2007.⁹² Sammanställningen av de observationer som ingår i gruppen extrautdelning har dock baserats på våra egna sökningar i Affärsdata, varför det finns

⁹² Med undantag för de bolag som sorterats bort enligt våra urvalskriterier.

en risk för att vi har missat extrautdelningar som skett under perioden 2003-2007. Vi bedömer dock inte risken som stor att vi missat mer än enstaka observationer, varför denna parameter i sig inte torde orsaka stora felkattningar.

(ii) Den beroende variabeln (CAR) är feldefinierad

Den relevanta perioden för att beräkna CAR har definierats som den sammanhängande period av dagar då den riskjusterade dagliga överavkastningen överstiger referensvärdet.⁹³ Med ledning av *Diagram 2* kan vi konstatera att risken att vi definierar perioden för *smalt* är obefintlig, eftersom överavkastningarna är *negativa* för dagarna före och efter den relevanta perioden. Enligt *Tabell 2* på sidan 31 kan vi dock konstatera att överavkastningarna för dag -3 och -2 inte skiljer sig mycket från referensvärdet (endast med 0,06 respektive 0,02 procent), vilket indikerar att det finns en risk att vi definierat den relevanta perioden för *brett*.

Robusthetstest 1

För att undvika en för bred definition kan vi därför istället beräkna referensvärdet på två standardavvikelseenheter, istället för som tidigare endast en. Det ger ett nytt referensvärde på 0,50 procent,⁹⁴ vilket leder till följande resultat:

Dag	Genomsnittlig, riskjusterad daglig överavkastning	Referensvärde	Överskjutande del
-3	0.36%	0.50%	-0.14%
-2	0.32%	0.50%	-0.18%
-1	0.60%	0.50%	0.10%
0	1.75%	0.50%	1.25%
1	0.58%	0.50%	0.08%

Tabell 4: Överavkastning mellan dag -3 och dag +1 satt i relation till den genomsnittliga

Eftersom den högra kolumnen nu bara visar positiva värden för tre dagar, förändras den relevanta tidsperioden att analysera från dag -3 till +1 till att istället omfatta endast dag -1 till +1. Detta kommer i sin tur att påverka storleken på den beroende variabeln (CAR) för varje enskilt företag, förmodligen i olika riktning och med olika magnitud, vilket i sin tur kan ge implikationer för regressionsanalysen.

Ett robusthetstest där CAR definieras enligt den nya beräkningen ovan (se *Appendix 8*), visar att svaret på uppsatsens huvudfråga ändå förblir oförändrad. Vi kan inte heller nu förkasta nollhypotesen att överavkastningen inte skiljer sig åt mellan inlösen och extrautdelning (dvs dummyvariabeln är inte signifikant). Vidare är samma variabler som tidigare signifikanta respektive ej signifikanta, och R^2 -värdet är i princip detsamma (29,7% mot 30,2%).

Robusthetstest 2

Som framgår av den högra kolumnen i *Tabell 4* ovan är det fortfarande offentliggörandedagen (dag 0) som uppvisar den tydligaste överavkastningen. Det kan därför finnas skäl att

⁹³ Referensvärdet definieras enligt tidigare beskrivning som den genomsnittliga överavkastningen för jämförelseperioden plus en standardavvikelseenhet för samma period.

⁹⁴ Medelvärde för överavkastningen + två standardavvikelseenheter = 0,10% + 2×20% = 0,50%.

genomföra ytterligare ett robusthetstest där den beroende variabeln (CAR) endast avser dag 0. Detta test (se *Appendix 8*) visar att läget är oförändrat vad gäller dummin, och att variablerna för överträffade förväntningar respektive storlek på företaget fortfarande är signifikanta på femprocentnivån. Däremot är inte längre variabeln som mäter signaleringseffekten signifikant på vare sig fem- eller tioprocentnivån. Det skulle kunna ha att göra med att signalen inte är tillräckligt tydlig under endast offentliggörandedagen, eftersom marknaden då inte har hunnit sätta sig in i all information om kapitalåterföringen och värdera den. Å andra sidan är det förmodligen en aning missvisande att endast använda offentliggörandedagen som beroende variabel, eftersom nyheter i vissa företag offentliggörs redan på morgonen, innan börsen öppnat, medan andra företag håller presskonferens eller publicerar sitt pressmeddelande/bokslutskommuniké först mitt på dagen. Detta torde kunna ge en större effekt på CAR för de förstnämnda.

Ytterligare ett alternativ till robusthetstest skulle kunna vara att skräddarsy varje enskilt företags relevanta period utifrån samma princip som beskrivs under rubriken *Mätperiod*. Å ena sidan skulle detta förmodligen skapa mer realistiska CAR-värden per företag. Å andra sidan skulle det finnas risk att förlora i jämförbarhet mellan observationerna, vilket ändå skulle resultera i ett mindre tillförlitligt resultat. Detta, i kombination med det faktum att vi bedömer arbetsinsatsen som för stor, har gjort att vi valt att avstå från att genomföra detta robusthetstest.

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att resultatet är robust för ovanstående två justeringar av CAR; svaret på uppsatens huvudfråga förändras inte av de olika beräkningssätten.

(iii) Någon eller några av de förklarande variablerna är feldefinierade

När vi ovan problematiserar resultatet för signaleringseffekten diskuterar vi risken för att variabeln i fråga inte mäter det den är avsedd att mäta, och lämnar nu därför denna variabel därhän. Här tittar vi istället närmare på den andra av våra två variabler som mäter en effekt av kapitalåterföringen som signal; nämligen den som relaterar till kassaflödeseffekten (*'ViktKflEff'*).

Helst av allt skulle vi ju vilja mäta hur marknadens förväntningar på företags framtida investeringsmöjligheter diskonteras i dagens aktiekurs, och om mängden likvida medel i företaget påverkar denna diskontering i någon utsträckning. Men eftersom det inte finns någon skräddarsydd variabel som mäter precis detta, har vi definierat ett mått som vi tror bäst approximerar det vi egentligen vill mäta. I det glapp som uppstår mellan det ideala måttet och vad vi *de facto* mäter, uppstår en risk för att dra slutsatser på felaktiga grunder.

Flera av de artiklar vi tagit del av, använder *Tobin's q* som en av de förklarande variablerna till överavkastning, där *Tobin's q* definieras som kvoten mellan marknadsvärdet och återanskaffningsvärdet på företags tillgångar.⁹⁵ Måttet är tänkt att användas som en indikation på företags investeringsmöjligheter, där ett högt värde på *q* representerar goda investeringsmöjligheter. Vår viktade kassaflödesvariabel hade sannolikt gynnats av att byta ut det genomsnittliga ROE-måttet mot *Tobin's q*. Det senare måttet relaterar i ännu högre utsträckning till tillgångarnas möjlighet att generera värde och blir därmed en bättre

⁹⁵ T ex Lie (2000) samt Lang & Litzenberger (1989).

fingervisning om företagets investeringsmöjligheter. Att räkna ut *Tobin's q* för samtliga företag i urvalsgruppen hade dock varit en omständlig process som vi bedömde låg utom alla rimliga ramar för denna uppsats. Därför använder vi den bästa approximationen av företagets investeringsmöjligheter; genomsnittlig ROE för de två åren närmast före offentliggörandet.

Vi har dock robusthetstestat kassaflödeshypotesen på andra sätt, i första hand genom alternativa definitioner av den viktade kassaflödesvariabeln. Som tidigare har ett snitt av ROE under de två år som föregick offentliggörandet använts som måtenhet för företagets investeringsmöjligheter, och sedan har detta snitt kombinerats med andra mått i följande robusthetstester (resultaten av testerna framgår av *Appendix 8*):

Robusthetstest 3

Kassaflödeseffekt: Genomsnittlig ROE under de två åren närmast före kapitalåterföringen.

Robusthetstest 4

Cash-to-Assets: Denna variabel (snitt av de två åren närmast före kapitalåterföringen) har testats som en egen variabel i regressionen, i kombination med "Kassaflödeseffekt" ovan.

Robusthetstest 5

Viktad kassaflödeseffekt (2): Genomsnittlig ROE multiplicerad med den inverterade relativa storleken på kapitalåterföringen. Detta i syfte att se om storleken på kapitalåterföringen förstärker den positiva effekten på CAR av en låg genomsnittlig ROE (ju sämre investeringsmöjligheter, desto gladare blir man av en stor kapitalåterföring "för då kan inte företaget använda alla de pengarna till dåliga investeringar").

Robusthetstest 6

Viktad kassaflödeseffekt (3): "Viktad kassaflödeseffekt (2)" multiplicerad med inverterad *Cash-to-Assets* (dvs *Assets-to-Cash*). Syftet är att täcka in både företagets investeringsmöjligheter, storleken på kapitalåterföringen och företagets likviditet i samma mått.

Även om p-värdena faktiskt minskar för samtliga alternativa variabler jämfört med p-värdena i den ursprungliga regressionen, blir inte någon av variablerna signifikant och vi kan således inte bekräfta kassaflödeshypotesen (såsom vi definierat den med dessa mått) med något av robusthetstesterna.

(iv) Det saknas en eller flera förklarande variabler

Med tanke på att konstanten uppvisar ett högt värde betyder det att variablernas förklaringsvärde (R^2) blir relativt lågt. Det kan, som tidigare nämnts, vara en indikation på att det finns förklarande variabler som vi inte lyckats definiera i vår regression. Utifrån den litteratur vi tagit del av, kan vi identifiera två variabler som möjligen skulle ha kunnat förbättra vårt förklaringsvärde.

Den första variabeln handlar om vilken kapitalåterföring i ordningen som avses. Jayaraman & Shastri (1988) visar (med hjälp av fem dummyvariabler i en regression) att reaktionen på den första extrautdelningen i ordningen är den största. Sedan anpassar sig marknaden och förväntar sig extrautdelningar i allt större utsträckning, vilket gör att

aktiekurseffekten gradvis blir mindre och mindre. Ett alternativ till att kontrollera för detta i regressionen hade varit att redan i urvalet rensa bort de observationer som inte avsåg den första kapitalåterföringen på exempelvis två år (i linje med vad Howe, He & Kao (1992) samt Brickley (1983) gör). Detta hade med största sannolikhet dock resulterat i för få observationer, varför vi avstod från denna rensning. Som helhet bedömde vi inte att arbetsinsatsen som var förenad med att identifiera ordningen på kapitalåterföringen för samtliga 68 observationer var rimlig, satt i relation till vad denna rensning förmodligen hade gett oss i termer av förbättrat förklaringsvärde.

Den andra möjliga variabeln vi kan identifiera handlar om ledningens ägarandel i bolaget. Man skulle kunna tänka sig att kassaflödeseffekten blir mindre accentuerad om ledningen har en ägarandel (eller optioner) i företaget, eftersom agentproblematiken därmed minskar i och med att marknaden då förstår att ledningen och ägarna har samma intressen. Det är möjligt att variabeln '*ViktKflEff*' skulle ha blivit statistiskt signifikant om information om detta skulle ha bakats in i vår variabel (alternativt rensats för med hjälp av en egen variabel). Lie (2000) testar dock för en liknande idé men finner inga bevis för att marknaden bryr sig mindre om överlikviditet när ledningen har ägarintressen i företaget, kanske delvis för att marknaden inte har full insikt i hur ledningens ägande (och eventuella optionsprogram) ser ut.

7 SAMMANFATTNING OCH SLUTORD

I denna uppsats söker vi svar på frågan om inlösen eller extrautdelning skapar mest aktieägarvärde. För detta syfte undersöker vi aktiekursreaktionen runt offentliggörandet hos de bolag på Stockholmsbörsen som kommer med en nyhet om en extrautdelning och/eller inlösen under perioden 2003-2007.

Mot bakgrund av att en kapitalåterföring bör tolkas positivt av marknaden, både enligt kassaflödeshypotesen och enligt den del av signaleringshypotesen som handlar om en signal om förbättrade kassaflöden, förväntar vi oss en positiv aktiekursreaktion i form av en riskjusterad överavkastning runt offentliggörandet. Vidare förväntar vi oss att observera en större sådan reaktion vid inlösen än vid extrautdelning, eftersom det dels finns en skattemässig fördel med inlösen, dels finns en signal om undervärderad aktie i anslutning till att ett företag genomför aktieinlösen.

Vi testar för våra förväntningar med hjälp av en tidsserieanalys och en multipel regression. Då vi litar till våra källors trovärdighet, och dessutom har testat robustheten i utvalda variabler, bedömer vi studiens resultat som tillförlitliga.

Baserat på tidsserieanalysen kan vi, i ett första steg, bekräfta att det finns en riskjusterad överavkastning under en period av tre dagar före till en dag efter offentliggörandet. Utifrån vår regressionsanalys kan vi dock inte, i ett andra steg, konstatera att denna överavkastning skiljer sig åt mellan de två kapitalåterföringsformerna inlösen och extrautdelning. Då koefficienten på vår dummyvariabel inte är signifikant finner vi alltså inget statistiskt stöd för att företag skapar mer aktieägarvärde genom att genomföra inlösen av aktier istället för extrautdelning. Med detta har vi besvarat uppsatsens huvudfråga, men kan ändå, utifrån regressionsanalysen, dra fler slutsatser kring aktiemarknadens reaktion:

Inledningsvis kan vi konstatera att ju mer företaget överträffar marknaden förväntningar på lönsamhet, desto mer tycks aktiemarknaden uppskatta detta. Vi kan dock inte observera att den typ av risk som mäts av *Market-to-Book* och direktavkastning är aktuell för våra observationer. Däremot tycks marknaden förstå att *defaultrisken* är högre för små bolag än för stora, i det att det finns en signifikant negativ samvariation mellan CAR och storleken på företaget.

Vidare ser vi att överavkastningen blir större i takt med att den relativa storleken på kapitalåterföringen ökar, vilket tyder på ett stöd för signaleringhypotesen: marknaden tolkar in mer positiva förväntningar på framtida kassaflöden i en stor utbetalning än i en liten. Tvärt emot vår förväntan finner vi dock inget stöd för kassaflödeshypotesen. Marknaden tycks reagera positivt på en kapitalåterföring oberoende av bolagets investeringsmöjligheter och/eller storlek på likvida medel.

Slutligen, eftersom det finns en signifikant positiv konstant i regressionen, kan vi konstatera att vi inte lyckas fånga alla de variabler som förklarar överavkastningen runt offentliggörandet av en extrautdelning eller inlösen. Å andra sidan kan vi tolka konstanten som att kapitalåterföringen *i sig* har betydelse för marknaden positiva reaktion runt offentliggörandet.





Sammantaget kan vi konstatera att beskedet om en kapitalåterföring *i sig* mottas positivt av marknaden. Däremot verkar inte *valet av* kapitalåterföringsform påverka aktieägarvärdet. Detta kan tänkas bero på att marknaden har svårt att tolka det komplicerade inlösenförfarandet, eller att marknaden ställer högre krav på utbetalningens storlek vid inlösen än vid extrautdelning.

Det vore intressant att i ett annat sammanhang studera överavkastningen under en längre period efter kapitalåterföringens offentliggörande. Detta baseras på en idé om att marknaden kanske inte fångar hela den värdeökning som hänför sig till kapitalåterföringen runt själva offentliggörandet. Tidigare studier visar nämligen att aktiepriset driver uppåt i flera år efter offentliggörandet,⁹⁶ varför den överavkastning som kan urskiljas runt offentliggörandet inte är extremt stor.

⁹⁶ T ex Lie (2000).

KÄLLFÖRTECKNING

- Acando (2007), *Obligatorisk inlösen av aktier i Acando AB*. Stockholm.
- Aktiebolagslag (2005:551), tillgänglig [online] via Regeringskansliets rättsdatabaser:
<http://62.95.69.15/> [2007-10-14].
- Almgren, J. (2006), "Kritisk till affärerna". Svenska Dagbladet, 10 april.
- Aronsson, C. & Hagelborn, K. (2003), "Förväntningar på lönsamhet och investeringsmöjligheter i svenska börsbolag som offentliggjort beslut om återköp av egna aktier". Magisteruppsats. Handelshögskolan i Stockholm.
- Bagwell, L.S. & Shoven, J.B. (1989), "Cash Distributions to Shareholders", *Journal of Economic Perspectives*, 3 (1989), ss. 129-140.
- Balanchandran, B. & Nguyen T.A. (2004), "Signalling power of special dividends in an imputation environment", *Accounting and Finance*, 44 (2004), ss. 277-297.
- Barclay, M.J. & Smith Jr., C.W. (1988), "Corporate Payout Policy: Cash Dividends versus Open-Market Repurchases", *Journal of Financial Economics*, 22 (1988), ss. 61-82.
- Bartov, E., Krinsky, I. & Lee, J. (1998), "Evidence on how companies choose between dividends and open-market stock repurchases", *Journal of Applied Corporate Finance*, 11 (1998), ss. 89-96.
- Bergin, E. (2006), "Gardell är ute efter att tömma Volvo". Svenska Dagbladet, 7 september.
- Bjuvberg, J. (2007), Mailkommunikation, 19 november 2007.
- Blennow, E. (2007), "Specialbehandlad mellanhand". Stock Magazine, nr 4, s.8.
- Brealey, R.A. & Myers, S.C. (2003), *Principles of Corporate Finance*. New York, NY: McGraw-Hill.
- Brickley, J.A. (1983), "Shareholder Wealth, Information Signaling and The Specially Designated Dividend", *Journal of Financial Economics*, 12 (1983), ss. 187-209.
- Bure Equity (2007), *Aktieinlösen 2007*. Göteborg.
- Dann, L.Y. (1981), "Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders", *Journal of Financial Economics*, 9 (1981), ss. 113-138.
- Dann, L. Y., Masulis, R. W. & Mayers, D. (1991), "Repurchase Tender Offers and Earnings Information". *Journal of Accounting and Economics*, 14 (1991), ss. 217-251.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Skinner, J.D. (2000), "Special dividends and the evolution of dividend signalling", *Journal of Financial Economics*, 56 (2000), ss. 309-354.
- Denis, D.J. (1990), "Defensive Changes in Corporate Payout Policy: Share Repurchases and Special Dividends", *The Journal of Finance*, 45 (1990), ss. 1433-1456.
- Ecker, F., Francis, J. & Olsson, P. (2005) "Note on Cost of Capital". Duke University, Fuqua School of Business, Course 442: Valuation and Fundamental Analysis.

- Eniro (2007), *2007 års inlösen av aktier i Eniro AB*. Stockholm.
- Fama, E. F. & French, K.R. (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns", *The Journal of Finance*, 47 (1992), ss. 427-465.
- Gombola, M.J. & Liu, F.-Y. (1999), "The Signaling Power of Specially Designated Dividends", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 34 (1999), ss. 409-424.
- Grullon, G. & Michaely, R. (2004), "The Information Content of Share Repurchase Programs", *The Journal of Finance*, 59 (2004), ss. 651-680.
- Howe, K.M., He, J. & Kao, W. (1992), "One-Time Cash Flow Announcements and Free Cash-Flow Theory: Share Repurchases and Special Dividends", *The Journal of Finance*, 47 (1992), ss. 1963-1975.
- Inkomstskattelag (1999:1229), tillgänglig [online] via Regeringskansliets rättsdatabaser: <http://62.95.69.15/> [2007-10-14].
- Isacson, T. (2007), "Väl tilltagna kassakuddar". Svenska Dagbladet, 1 april.
- Jayaraman, N. & Shastri, K. (1988), "The Valuation Impacts of Specially Designated Dividends", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23 (1988), ss. 301-312.
- Jensen, M. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, 76 (1986), ss. 323-329
- Lang, L.H.P. & Litzenberger, R.H. (1989), "Dividend Announcements: Cash-Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis", *Journal of Financial Economics*, 24 (1989), ss. 181-191.
- Lie, E. (2000), "Excess Funds and Agency Problems: An Empirical Study of Incremental Cash Disbursements", *The Review of Financial Studies*, 13 (2000), ss. 219-247.
- Masulis, R.W. (1980), "Stock Repurchase by Tender Offer: An Analysis of the Causes of Common Stock Price Changes", *The Journal of Finance*, 35 (1980), ss. 305-319.
- NCSD, Nordic Central Securities Depository (2006), *VPC:s Regelverk för Emittenter, version 2006:1*. Stockholm.
- Nohel, T. & Tarhan, V. (1998), "Share repurchases and firm performance: new evidence on the agency costs of free cash flow", *Journal of Financial Economics*, 49 (1998), ss. 187-222
- OMX hemsida (2007a), *Emissioner*. Tillgänglig [online]: <http://www.omxgroup.com/nordicexchange/nyheterochstatistik/corporateactions/Issuesarchive/?languageId=3> [2007-09-28].
- OMX hemsida (2007b), *OMX Stockholm lokala index*. Tillgänglig [online]: http://www.omxgroup.com/nordicexchange/produkter/index/OMX_indexfamilj/OMXS_Local_Index/ [2007-10-15].
- OMX hemsida (2007c), *Historiska kurser*. Tillgänglig [online]: http://www.omxgroup.com/nordicexchange/kursinformation/historiska_kurser/search/ [2007-10-20].
- ProfilGruppen (2006), *Erbjudande till aktieägarna i ProfilGruppen AB - Information avseende inlösen av aktier*. Åseda.

- Riksbankens hemsida (2007), *Svenska marknadsräntor*. Tillgänglig [online]: <http://www.riksbank.se/templates/Page.aspx?id=15963> [2007-10-25].
- Sandvik (2005), *Erbjudande om inlösen av aktier i Sandvik AB 2005*. Sandviken.
- Sandvik (2007), *Information till aktieägarna i Sandvik med anledning av aktiesplit och automatisk inlösen av aktier*. Sandviken.
- Skatteverket (2005), *Har du sålt aktier? SKV 315-5*, utgåva 1. Stockholm.
- Skatteverket (2007a), *Skatteverkets information om fördelning av anskaffningsutgift med anledning av inlösen år 2007 av aktier i Munters AB mot kontantlikvid*. SKV M 2007:14. Stockholm.
- Skatteverket (2007b), *Försäljning av aktier*. SKV 332, utgåva 8. Stockholm.
- Skatteverket (2007c), *Dags att deklarerat*. SKV 325, utgåva 28. Stockholm.
- Språkrådet, *Språkrådets frågelåda*. Tillgänglig [online]: <http://www.spraknamnden.se/sprakladan/search.aspx> [2007-09-25].
- Statistiska Centralbyråns hemsida (2007), *Ägandet av aktier i bolag noterade på svensk marknadsplats*. Tillgänglig [online]: http://www.scb.se/templates/tableOrChart_17770.asp [2007-11-26].
- Talmor, E. & Titman, S. (1990), "Taxes and Dividend Policy", *Financial Management*, 2 (1990), ss. 32-35.
- Vermaelen, T. (1981), "Common Stock Repurchases and Market Signaling". *Journal of Financial Economics*, 9 (1981), ss. 139-183.
- Volvo (2007), *Information om aktiesplit och inlösen av aktier i AB Volvo 2007*. Göteborg.

Dessutom följande företagsrapporter:

Aarhus Karlshamn AB	Bokslutskommuniké 2005 Årsredovisning 2005 Årsredovisning 2004
Acando AB	Bokslutskommuniké 2006 Årsredovisning 2006 Årsredovisning 2005
Atlas Copco AB	Bokslutskommuniké 2006 Bokslutskommuniké 2004 Årsredovisning 2006 Årsredovisning 2005 Årsredovisning 2004 Årsredovisning 2003
Axfood AB	Bokslutskommuniké 2004 Årsredovisning 2004 Årsredovisning 2003
Axis AB	Bokslutskommuniké 2005 Bokslutskommuniké 2004 Årsredovisning 2005 Årsredovisning 2004 Årsredovisning 2003
Beijer Alma AB	Bokslutskommuniké 2005 Årsredovisning 2005 Årsredovisning 2004
Boliden AB	Bokslutskommuniké 2006 Årsredovisning 2005 Årsredovisning 2004
Brinova AB	Bokslutskommuniké 2006 Årsredovisning 2006 Årsredovisning 2005
AB Electrolux	Interimrapport Januari-September 2006 Bokslutskommuniké 2003 Årsredovisning 2005 Årsredovisning 2004 Årsredovisning 2003 Årsredovisning 2002
Elekta AB	Bokslutskommuniké 2004/05 Bokslutskommuniké 2002/03 Årsredovisning 2004/05 Årsredovisning 2003/04 Årsredovisning 2002/03 Årsredovisning 2001/02
Eniro AB	Pressrelease 2007-08-21 Bokslutskommuniké 2003 Bokslutskommuniké 2002 Årsredovisning 2006 Årsredovisning 2005 Årsredovisning 2003

	Årsredovisning 2002 Årsredovisning 2001
Expanda AB	Bokslutskommuniké 2006 Årsredovisning 2006 Årsredovisning 2005
Heba Fastighets AB	Bokslutskommuniké 2005 Bokslutskommuniké 2003 Årsredovisning 2005 Årsredovisning 2004 Årsredovisning 2003 Årsredovisning 2002
Hemtex AB	Bokslutskommuniké 2006/07 Årsredovisning 2006/07 Årsredovisning 2005/06
Holmen AB	Bokslutskommuniké 2003 Årsredovisning 2003 Årsredovisning 2002
Hufvudstaden AB	Bokslutskommuniké 2006 Bokslutskommuniké 2004 Årsredovisning 2006 Årsredovisning 2005 Årsredovisning 2004 Årsredovisning 2003
IBS	Bokslutskommuniké 2005 Årsredovisning 2005 Årsredovisning 2004
Intrum Justitia AB	Bokslutskommuniké 2004 Årsredovisning 2004 Årsredovisning 2003
JM AB	Bokslutskommuniké 2006 Bokslutskommuniké 2005 Bokslutskommuniké 2004 Årsredovisning 2006 Årsredovisning 2005 Årsredovisning 2004 Årsredovisning 2003
AB Lindex	Pressrelease 2005-12-20 Bokslutskommuniké 2005/06 Årsredovisning 2005/06 Årsredovisning 2004/05 Årsredovisning 2003/04
Mekonomen AB	Bokslutskommuniké 2006 Årsredovisning 2006 Årsredovisning 2005 Årsredovisning 2004
Munters AB	Bokslutskommuniké 2006 Årsredovisning 2006 Årsredovisning 2005

NCC AB	Bokslutskommuniké 2006 Bokslutskommuniké 2005 Bokslutskommuniké 2004 Årsredovisning 2006 Årsredovisning 2005 Årsredovisning 2004 Årsredovisning 2003
Nefab AB	Bokslutskommuniké 2006 Bokslutskommuniké 2004 Årsredovisning 2006 Årsredovisning 2005 Årsredovisning 2004 Årsredovisning 2003
Nocom AB	Bokslutskommuniké 2006 Årsredovisning 2006 Årsredovisning 2005
Oriflame Cosmetics AB	Pressrelease 2006-03-17 Årsredovisning 2005 Årsredovisning 2004
Poolia AB	Pressrelease 2003-05-20 Bokslutskommuniké 2006 Årsredovisning 2006 Årsredovisning 2005 Årsredovisning 2002 Årsredovisning 2001
ProfilGruppen AB	Bokslutskommuniké 2005 Årsredovisning 2005 Årsredovisning 2004
Q-Med AB	Bokslutskommuniké 2004 Bokslutskommuniké 2003 Årsredovisning 2004 Årsredovisning 2003 Årsredovisning 2002
Sandvik AB	Bokslutskommuniké 2006 Bokslutskommuniké 2004 Årsredovisning 2006 Årsredovisning 2005 Årsredovisning 2004 Årsredovisning 2003
Scania AB	Bokslutskommuniké 2006 Årsredovisning 2006 Årsredovisning 2005
Seco Tools AB	Bokslutskommuniké 2006 Bokslutskommuniké 2005 Bokslutskommuniké 2004 Årsredovisning 2006 Årsredovisning 2005 Årsredovisning 2004 Årsredovisning 2003
Skanska AB	Bokslutskommuniké 2006

	Bokslutskommuniké 2005 Årsredovisning 2006 Årsredovisning 2005 Årsredovisning 2004
AB SKF	Bokslutskommuniké 2006 Bokslutskommuniké 2004 Årsredovisning 2006 Årsredovisning 2005 Årsredovisning 2004 Årsredovisning 2003
SSAB (Svenskt Stål AB)	Bokslutskommuniké 2005 Bokslutskommuniké 2004 Årsredovisning 2005 Årsredovisning 2004 Årsredovisning 2003
Sweco AB	Bokslutskommuniké 2006 Bokslutskommuniké 2005 Bokslutskommuniké 2002 Årsredovisning 2006 Årsredovisning 2005 Årsredovisning 2004 Årsredovisning 2002 Årsredovisning 2001
Teleca AB	Interimrapport kvartal 1 2007 Årsredovisning 2006 Årsredovisning 2005
TeliaSonera AB	Bokslutskommuniké 2004 Bokslutskommuniké 2003 Årsredovisning 2004 Årsredovisning 2003 Årsredovisning 2002
Tele2 AB	Bokslutskommuniké 2004 Årsredovisning 2004 Årsredovisning 2003
Teligent AB	Pressrelease 2003-03-19 Årsredovisning 2002 Årsredovisning 2001
AB Volvo	Bokslutskommuniké 2006 Årsredovisning 2006 Årsredovisning 2005
Wallenstam (Lennart Wallenstam Byggnads AB)	Bokslutskommuniké 2002 Årsredovisning 2002 Årsredovisning 2001

Appendix 1:

Beslutsordning vid verkställande av extrautdelning respektive inlösen

Beslutsordning vid verkställande av extrautdelning



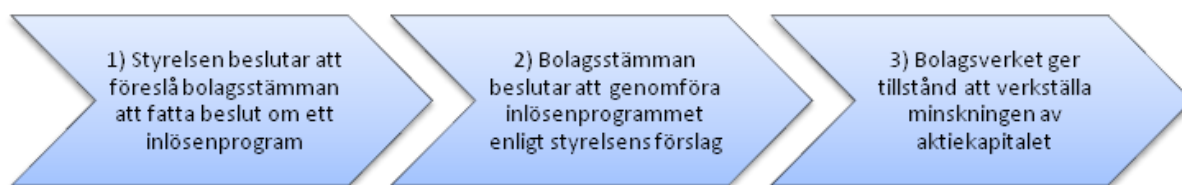
- 1) Styrelsen beslutar att föreslå bolagsstämman att fatta beslut om extrautdelning. I styrelsens förslag till beslut om extrautdelning skall anges beloppet av den extrautdelning som ska belöpa på varje aktie, avstämningsdagen och den tidpunkt då extrautdelningen ska betalas.⁹⁷ Vidare skall till förslaget fogas ett motiverat yttrande från styrelsen om huruvida den föreslagna extrautdelningen till aktieägarna är försvarlig med hänsyn till vad som anges i 17 kap. 3 §, 2-3 st. Aktiebolagslagen (hädanefter "ABL"), dvs de krav som verksamhetens art, omfattning och risker ställer på storleken av det egna kapitalet samt bolagets konsolideringsbehov, likviditet och ställning i övrigt.⁹⁸ Styrelsens beslut offentliggörs normalt sett i samband med bokslutskommunikén eller i ett separat pressmeddelande.
- 2) Bolagsstämman (antingen ordinarie eller extra bolagsstämma) beslutar om extrautdelning i enlighet med styrelsens förslag. Beslut om extrautdelning måste fattas med enkel majoritet vid bolagsstämman. Bolagsstämmans beslut krävs då det är vid bolagsstämman som beslut om vinstutdelning fattas.⁹⁹ Enligt 12 kap. 2 § ABL får inte vinstutdelning till aktieägarna överstiga vad som i fastställd balansräkning för det senaste räkenskapsåret redovisas som bolagets nettovinst för året, balanserad vinst och fria fonder. Innan vinstutdelning kan komma ifråga ska avdrag göras för redovisad förlust, för belopp som enligt lag eller bolagsordning ska avsättas till bundet eget kapital och för belopp som enligt bolagsordning annars ska användas för något annat ändamål än utdelning till aktieägarna. Beslutet offentliggörs i samband med rapporteringen från stämman.

⁹⁷ 18 kap. 3 § ABL.

⁹⁸ 18 kap. 4 § ABL.

⁹⁹ 18 kap. 1 § ABL.

Beslutsordning vid verkställande av inlösen¹⁰⁰



- 1) Startpunkten för ett bolags inlösenförfarande är att styrelsen beslutar att föreslå bolagsstämman att fatta beslut om ett inlösenprogram. Vid inlösen sker en minskning av aktiekapitalet, varför bolagsstämmans beslut krävs. Styrelsens beslut offentliggörs normalt sett i samband med bokslutskommunikén eller i ett separat pressmeddelande.
- 2) På bolagsstämman fattas beslut om att godkänna styrelsens förslag till inlösen. För att beslutet ska gå igenom på bolagsstämman krävs två tredjedelars majoritet. Bolagsstämmans beslut om minskning av aktiekapitalet ska inges till Värdepapperscentralen (hädanefter ”VPC”) och ska innehålla de uppgifter som anges i ABL. I beslutet ska ändamålet med minskningen framgå, det högsta (och eventuellt lägsta) belopp som aktiekapitalet ska minskas med, att minskningen genomförs med indragning av aktier, uppgift om vilka och hur många aktier som bolaget *ska* eller *kan* lösa in (beroende på om inlösen är automatisk eller frivillig), villkoren för inlösen samt orderdag (den bankdag som en registrerad aktieägare, vid automatisk inlösen, får sin aktie indragen och, vid frivillig inlösen, är berättigad att erhålla inlösenrätten). Beslutet offentliggörs i samband med rapporteringen från stämman.
- 3) Bolagsverket registrerar beslutet om minskning av aktiekapitalet och ändrar preliminärt antalet aktier. Innan Bolagsverket ger tillstånd att verkställa minskningen av aktiekapitalet ska, enligt ABLs bestämmelser, bolagets borgenärer kallas för att kontrollera att ingen borgenär motsätter sig bolagets inlösen av aktier. Om så är fallet kan tvisten tas upp i domstol, alternativt kan bolaget först betala sin skuld till borgenären (eller på något annat sätt säkerställa dennes fordringar). Slutgiltig registrering av minskningen sker när Bolagsverket, eller i tvistiga fall rätten, gett tillstånd till minskningen. En definitiv beställning skickas då in till VPC som minskar aktiekapitalet och betalar ut ersättningen.

¹⁰⁰ NCSD (2006).

Appendix 2:

Fördelning av anskaffningsutgift vid automatisk inlösen i kombination med aktiesplit (Exempel: Munters AB)¹⁰¹

Årsstämman i Munters beslutar om en aktiesplit 4:1 kombinerad med automatisk inlösen. Detta innebär en aktieuppdelning varvid tre ordinarie aktier och en inlösenaktie erhålls för varje innehavd aktie i Munters. Inlösenaktien berättigar till en kontant ersättning om 20 kr vid inlösentillfället.

- Sista dag för handel i aktien före split och avskiljande av inlösenaktier (dvs sista dag för handel med aktier i Munters inklusive rätt till inlösenaktier) uppgår aktiens lägsta betalkurs till 331,50 kr.
- Första dag för handel med inlösenaktierna (dvs första dag då inlösenaktierna marknadsnoteras och kan säljas på marknaden) uppgår inlösenaktiens lägsta betalkurs till 19,90 kr.

⇒ 331,50 kr och 19,90 kr utgör därmed marknadsvärdena på de kvarvarande aktierna respektive inlösenaktierna i Munters vid avskiljandet av inlösenaktierna. Av den ursprungliga anskaffningsutgiften för aktier i Munters bör därför 6 procent (=19,90 kr/331,50 kr) hänföras till inlösenaktierna och 94 procent till kvarvarande aktier, vilket ligger till grund för Skatteverkets råd om fördelningen av anskaffningsutgiften vid Munters inlösen.

- Om den ursprungliga anskaffningsutgiften för en aktie i Munters var 200 kr ska 12 kr (=0,06 x 200 kr) hänföras till inlösenaktien. De kvarvarande tre aktierna får därefter en sammanlagd anskaffningsutgift på 188 kr (=200 kr -12 kr) eller 62,67 kr per aktie (=188/3).

⇒ När inlösenaktien löses in för 20 kr får 12 kr, dvs den del av den ursprungliga anskaffningsutgiften som är hänförlig till inlösenaktien, dras av. Därmed uppkommer en kapitalvinst på 8kr (=20-12).

¹⁰¹ Skatteverket (2007a).

Appendix 3:

Sammanställning över observationerna i urvalsgruppen:

företagsnamn, typ av kapitalåterföring, offentliggörandedatum, bransch, betavärden samt regressionsvariabler

Företag	Typ av kapital- återföring	Offentliggörande- datum	Bransch (kategorier enligt DataStream)	Beta	CAR (beroende)	ÖvertrFörv	InMarketCap	MtB	DIVYield	SignEff	ViktKfIEff (trunkerade värden)
Aarhus Karlshamn AB	Extrautdelning	2006-02-28	Food Producers	0.35	3.93%	-3.92%	8.98	2.27	2.16%	12.78%	1.99
Acando AB	Aktieinlösen	2007-02-06	Software & Computer Services	0.84	11.88%	-7.62%	7.00	1.77	0.00%	9.15%	1.18
Atlas Copco AB ¹	Aktieinlösen	2007-02-01	Industrial Engineering	1.62	3.21%	-11.58%	11.44	2.86	2.07%	26.15%	1.12
Atlas Copco AB	Aktieinlösen	2005-02-02	Industrial Engineering	1.21	0.46%	4.57%	10.71	2.02	3.00%	9.33%	2.33
Axfood AB	Extrautdelning	2005-01-27	Food & Drug Retailers	0.25	-10.74%	-5.29%	9.35	1.31	4.89%	2.10%	2.96
Axis AB	Extrautdelning	2006-02-08	Technology Hardware & Equip.	0.65	-6.89%	-13.88%	8.25	9.40	1.72%	0.90%	0.61
Axis AB	Extrautdelning	2005-02-09	Technology Hardware & Equip.	0.35	17.10%	36.49%	7.23	4.06	2.78%	1.50%	0.22
Beijer Alma AB	Extrautdelning	2006-02-10	Industrial Engineering	0.60	8.56%	2.26%	7.41	2.32	5.03%	1.67%	2.54
Boliden AB	Aktieinlösen	2006-12-05	Mining	1.54	1.86%	0.00%	10.77	4.63	3.08%	7.27%	3.16
Brinova AB	Extrautdelning	2007-02-27	Real Estate	0.71	0.41%	8.86%	7.99	1.10	3.62%	1.15%	5.09
AB Electrolux	Aktieinlösen	2006-10-25	Household Goods	1.07	4.57%	-9.76%	10.53	1.45	3.63%	15.06%	1.18
AB Electrolux	Aktieinlösen	2004-02-12	Household Goods	0.93	-6.85%	6.18%	10.88	1.93	4.11%	5.73%	1.07
Elekta AB	Extrautdelning	2005-06-15	Healthcare Equipment, Services	0.45	11.23%	14.37%	9.11	6.39	0.00%	1.75%	0.75
Elekta AB	Aktieinlösen	2003-06-18	Healthcare Equipment, Services	0.58	-5.23%	6.21%	8.12	2.64	0.00%	9.26%	0.42
Eniro AB	Aktieinlösen	2007-08-21	Media	0.44	4.23%	0.00%	9.59	2.85	4.86%	13.73%	7.70
Eniro AB ²	Aktieinlösen	2004-02-17	Media	0.68	-9.54%	0.67%	9.42	4.35	2.61%	6.42%	3.64
Eniro AB ³	Aktieinlösen	2003-02-17	Media	0.83	11.99%	56.43%	9.03	2.24	2.55%	8.45%	2.18

Företag	Typ av kapital- återföring	Offentliggörande- datum	Bransch (kategorier enligt DataStream)	Beta	CAR (beroende)	ÖvertrFörv	InMarketCap	MtB	DIVYield	SignEff	ViktKfIEff (trunkerade värden)
Expanda AB	Extrautdelning	2007-02-15	Household Goods	0.67	12.73%	0.79%	6.53	2.12	1.04%	0.93%	2.50
Heba Fastighets AB	Extrautdelning	2006-02-23	Real Estate	0.36	5.66%	-24.44%	7.42	1.14	2.69%	0.82%	7.70
Heba Fastighets AB	Extrautdelning	2004-02-19	Real Estate	0.11	-1.35%	-6.85%	7.02	5.54	13.76%	1.23%	7.70
Hemtex AB	Extrautdelning	2007-06-14	General Retailers	0.65	12.25%	2.06%	8.13	8.55	2.04%	1.72%	2.31
Holmen AB	Extrautdelning	2004-02-03	Forestry & Paper	0.63	0.38%	-1.14%	9.56	0.93	3.91%	16.90%	5.10
Hufvudstaden AB ⁴	Extrautdelning	2007-02-08	Real Estate	0.63	-2.65%	-20.90%	9.79	1.51	2.06%	11.58%	7.70
Hufvudstaden AB	Extrautdelning	2005-02-11	Real Estate	0.27	-0.42%	26.12%	9.22	1.93	2.73%	5.54%	7.70
IBS AB	Extrautdelning	2006-02-02	Software & Computer Services	1.06	1.98%	1.31%	7.63	1.76	8.16%	7.71%	1.79
Intrum Justitia AB	Aktieinlösen	2005-02-17	General Financial	0.42	12.74%	4.39%	8.36	2.99	0.00%	13.76%	0.12
JM AB	Aktieinlösen	2007-02-13	Real Estate	1.21	5.45%	10.78%	9.76	4.85	2.71%	5.82%	1.48
JM AB	Aktieinlösen	2006-02-22	Real Estate	0.76	6.67%	9.29%	9.23	3.09	2.84%	9.81%	0.83
JM AB	Aktieinlösen	2005-02-23	Real Estate	0.30	11.17%	9.19%	8.60	1.54	3.66%	17.79%	0.89
AB Lindex	Extrautdelning	2006-03-28	General Retailers	0.89	14.83%	11.35%	8.88	7.08	0.00%	4.55%	0.82
AB Lindex	Aktieinlösen	2005-12-20	General Retailers	0.52	2.06%	0.00%	8.68	6.51	8.00%	9.30%	0.40
Mekonomen AB	Extrautdelning	2007-02-15	Automobiles & Parts	0.53	11.14%	-6.46%	8.03	3.29	9.37%	7.04%	3.30
Mekonomen AB	Extrautdelning	2006-04-07	Automobiles & Parts	0.36	2.64%	-4.97%	7.80	2.68	3.20%	2.65%	2.89
Munters AB	Aktieinlösen	2007-02-19	Industrial Engineering	0.69	-2.06%	2.14%	9.03	5.57	2.13%	5.92%	3.32
NCC AB	Extrautdelning	2007-02-07	Construction & Materials	1.14	-2.97%	4.10%	9.42	1.81	9.63%	8.77%	3.87
NCC AB	Extrautdelning	2006-02-08	Construction & Materials	0.58	4.58%	2.95%	9.11	1.33	10.88%	11.86%	2.50
NCC AB	Extrautdelning	2005-02-08	Construction & Materials	0.39	4.55%	11.44%	8.61	0.81	16.57%	18.71%	0.76
Nefab AB	Extrautdelning	2007-02-14	Support Services	0.49	3.69%	1.12%	7.50	3.09	1.47%	1.84%	1.68
Nefab AB	Extrautdelning	2005-02-14	Support Services	0.13	5.15%	28.52%	6.86	2.16	2.02%	2.60%	0.88
NoCom AB	Extrautdelning	2007-02-14	Software & Computer Services	1.45	-7.89%	-7.38%	6.87	1.64	2.53%	1.21%	1.07
Oriflame Cosmetics AB	Aktieinlösen	2006-03-17	Personal Goods	0.95	0.71%	0.00%	9.55	9.37	3.70%	9.99%	5.81

Företag	Typ av kapital- återföring	Offentliggörande- datum	Bransch (kategorier enligt Datastream)	Beta	CAR (beroende)	ÖvertrFörv	InMarketCap	MtB	DIVYield	SignEff	ViktKfIEff (trunkerade värden)
Poolia AB	Extrautdelning	2007-02-15	Support Services	0.85	-3.76%	-0.45%	6.89	3.57	3.72%	2.82%	0.10
Poolia AB	Aktieinlösen	2003-05-20	Support Services	1.51	26.45%	0.00%	6.01	0.79	1.15%	33.58%	-0.06
ProfilGruppen AB	Aktieinlösen	2006-02-02	Industrial Engineering	0.39	11.62%	4.23%	5.86	1.47	3.03%	24.27%	1.90
Q-Med AB ⁵	Extrautdelning	2005-02-11	Healthcare Equipment, Services	1.12	-2.05%	50.61%	8.48	3.96	4.37%	2.56%	0.21
Q-Med AB ⁶	Extrautdelning	2004-02-12	Healthcare Equipment, Services	1.28	-0.88%	23.33%	8.49	3.79	7.62%	5.11%	0.00
Sandvik AB	Aktieinlösen	2007-02-01	Industrial Engineering	1.27	10.53%	7.04%	11.71	4.65	3.27%	2.93%	6.23
Sandvik AB	Aktieinlösen	2005-02-09	Industrial Engineering	0.97	-2.11%	-0.05%	11.23	3.45	4.10%	5.25%	4.46
Scania AB	Aktieinlösen	2007-02-08	Industrial Engineering	0.90	4.49%	0.00%	10.84	1.95	3.12%	13.73%	3.21
Seco Tools AB	Extrautdelning	2007-02-01	Industrial Engineering	0.43	7.63%	1.34%	9.39	5.37	5.36%	2.68%	7.13
Seco Tools AB	Extrautdelning	2006-02-08	Industrial Engineering	0.49	12.70%	1.37%	9.03	3.79	6.75%	3.48%	5.23
Seco Tools AB	Extrautdelning	2005-02-09	Industrial Engineering	0.57	6.29%	2.35%	8.80	3.33	8.17%	4.40%	3.16
Skanska AB	Extrautdelning	2007-02-15	Construction & Materials	1.27	-1.27%	-3.69%	11.00	3.12	6.11%	2.45%	1.21
Skanska AB	Extrautdelning	2006-02-16	Construction & Materials	0.70	4.58%	6.18%	10.78	2.61	5.37%	1.74%	1.37
AB SKF	Aktieinlösen	2007-01-30	Industrial Engineering	1.44	5.99%	17.66%	10.85	2.71	3.56%	8.85%	1.98
AB SKF	Aktieinlösen	2005-01-27	Industrial Engineering	0.97	-0.63%	-14.77%	10.33	1.85	4.05%	9.27%	1.13
SSAB (Svenskt Stål AB)	Aktieinlösen	2006-02-09	Industrial Metals	0.90	0.02%	-0.20%	10.00	1.55	3.11%	10.03%	4.35
SSAB (Svenskt Stål AB)	Aktieinlösen	2005-02-14	Industrial Metals	0.67	0.81%	36.95%	9.47	0.99	4.69%	16.19%	3.84
Sweco AB	Extrautdelning	2003-02-06	Construction & Materials	0.31	16.08%	-6.78%	6.48	1.41	12.28%	10.20%	0.82
Sweco AB	Aktieinlösen	2007-02-07	Construction & Materials	0.32	2.46%	10.04%	8.30	4.85	2.84%	3.62%	2.31
Sweco AB	Aktieinlösen	2006-02-07	Construction & Materials	0.24	4.23%	-8.58%	8.05	3.62	2.63%	5.38%	1.80
Tele2 AB	Aktieinlösen	2005-02-16	Fixed Line Telecommunications	0.73	-7.27%	19.15%	10.43	1.08	1.92%	4.34%	1.39
Teleca AB	Aktieinlösen	2007-04-24	Software & Computer Services	0.84	-11.55%	-93.10%	7.47	0.90	0.00%	32.00%	0.73
TeliaSonera AB	Extrautdelning	2004-02-11	Mobile Telecommunications	0.74	-11.74%	12.01%	12.06	1.54	2.66%	0.54%	-0.14

Företag	Typ av kapital- återföring	Offentliggörande- datum	Bransch (kategorier enligt DataStream)	Beta	CAR (beroende)	ÖvertrFörv	InMarketCap	MtB	DIVYield	SignEff	ViktKfIEff (trunkerade värden)
TeliaSonera AB	Aktieinlösen	2005-02-11	Mobile Telecommunications	0.81	0.72%	-3.65%	12.18	1.59	3.02%	5.24%	1.23
Teligent AB	Aktieinlösen	2003-03-19	Software & Computer Services	1.90	16.01%	0.00%	5.12	0.52	0.00%	46.02%	-0.33
Wallenstam (Lennart Wallenstam Byggnads AB)	Extrautdelning	2003-02-18	Real Estate	0.39	5.61%	30.16%	7.20	1.59	4.21%	1.16%	7.70
AB Volvo	Aktieinlösen	2007-02-02	Industrial Engineering	0.77	3.00%	1.13%	11.89	1.68	5.30%	6.95%	1.41

Justeringar:

- 1) **Atlas Copco AB:** Årets resultat 2006 justerat för extraordinära poster m.a.a. förvärv.
- 2) **Eniro AB:** Årets resultat 2002 justerad för jämförelsestörande poster avseende försäljning av Windhager, stängningskostnader på 1240 MSEK (nedskrivning av goodwill m m) samt årets resultat 2003 justerat för övriga jämförelsestörande poster.
- 3) **Eniro AB:** Se ovan.
- 4) **Hufvudstaden AB:** Årets resultat 2006 justerat för värdeförändringar i fastighetsbeståndet samt försäljningen av World Trade Center i Sthlm.
- 5) **Q-Med AB:** I beräkningen av variabeln '*SignEff*' och '*ViktKfIEff*' har 2003 års resultat justerats ned med 843 MSEK (avseende avyttring av verksamhet) från 98.6% till 0.49%. Eftersom konsensusestimaten dock inte var justerat för denna extraordinära post, är posten ej justerad i variabeln '*ÖvertrFörv*'.
- 6) **Q-Med AB:** Se ovan.

Appendix 4:

Aktiekursreaktionen på exdagen

Nedan redogörs för hur aktiens verkliga avkastning första dagen för handel i aktien exklusive rätt till inlösen (hädanefter ”ex-dagen”) ska beräknas.¹⁰² Nedan kallas det belopp som ska läggas till den gällande aktiekursen på ”ex-dagen” för ”inlösenbeloppet”.

Inlösenförfarande utan aktiesplit

Exempel: Eniros inlösen 2007. För varje Eniro-aktie erhålls 1 inlösenrätt. 9 inlösenrätter berättigar till inlösen av en aktie mot 99 kr.¹⁰³ I detta exempel är aktiekursen dagen före ”ex-dagen” 79,88 kr och gällande aktiekurs på ”ex-dagen” är 82,25 kr.

Aktiekursen dagen före ”ex-dagen” motsvaras av två komponenter; dels värdet på aktien efter att inlösenrätten har avskilts, dels värdet på en inlösenrätt. Med hänsyn till aktiekursen dagen före ”ex-dagen” och ett inlösenbelopp om 99 kr blir det förväntade värdet på aktien efter avskiljande av inlösenrätten 77,49 kr ($= (79,88 \times 9 - 99)/8$). Därmed avspeglar aktiekursen dagen före ”ex-dagen” ett värde på inlösenrätten som är $79,88 - 77,49 = 2,39$ kr (dvs $= (99 - 77,49)/9$).

Men för att komma fram till aktiens verkliga avkastning på ”ex-dagen” så är det i förhållande till gällande aktiekurs på ”ex-dagen”, och inte i förhållande till aktiekursen dagen före ”ex-dagen”, som inlösenrättens värde (det s k inlösenbeloppet enligt vår definition ovan) ska beräknas. På ”ex-dagen” är aktiekursen de facto 82,25 kr; detta motsvarar värdet på en aktie exklusive inlösenrätt. Inlösenbeloppet är således $1,8611$ kr ($= (99 - 82,25)/9$).

För att erhålla aktiens verkliga avkastning på ”ex-dagen” bör därmed $1,8611$ kr läggas tillbaka till gällande aktiekurs på ”ex-dagen”. Därmed blir avkastningen på ”ex-dagen” $((82,25 + 1,8611) - 79,88)/79,88 = 5,3\%$.¹⁰⁴

¹⁰² Med ”verklig avkastning” åsyftas aktiens avkastning justerad för eventuella utdelningar enligt formel [4] i stycket *Definitioner*.

¹⁰³ Eniro (2007).

¹⁰⁴ Denna avkastning kan även beräknas genom:

- (i) en aggregerad analys baserad på ett innehav om 9 aktier: $((\text{Innehavets värde på ”ex-dagen”} - \text{Innehavets värde dagen före ”ex-dagen”}) / (\text{Innehavets värde dagen före ”ex-dagen”})) = ((8 \times 82,25 + 99) - (9 \times 79,88)) / (9 \times 79,88) = 5,3\%$, eller
- (ii) följande analys av avkastningen på en placering (dvs köpet av en Eniro-aktie) som gjordes dagen före ”ex-dagen” till den dagens aktiekurs (79,88kr):
 - Aktieplaceringen: $(82,25 - 77,49)/77,49 = 6,14\%$
 - Inlösenrätten: $((99 - 82,25)/9 - 2,39)/2,39 = -22,13\%$
 - Värdevägd sammanlagd avkastning är därmed: $6,14\% \times 77,49/79,88 + (-22,13\%) \times 2,39/79,88 = 5,96\% - 0,66\% = 5,30\%$

Kombinerad aktiesplit och inlösen

*Exempel: Volvos inlösen 2007.*¹⁰⁵ Varje Volvoaktie, såväl A-aktie som B-aktie, delas upp i sex aktier av samma aktieslag (aktiesplit) varav en inlösenaktie. Inlösenaktien löses in automatiskt mot en kontant inlösenlikvid om 25 kr. Aktiekursen dagen före ”ex-dagen” antas vara 500 kr i detta exempel.

Värdet på de fem Volvoaktierna kan då beräknas till totalt 475 kr (500 kr – 25 kr), dvs (aktiekursen före aktiesplit-inlösenlikviden). Den teoretiska aktiekursen för Volvo B-aktien efter uppdelningen blir 95 kr (475 kr / 5) i detta exempel.

För att erhålla den verkliga aktiekursen på ”ex-dagen” bör därmed 5 kr läggas tillbaka till den faktiska aktiekursen på ”ex-dagen”. Vid beräkningen av aktiens verkliga avkastning på ”ex-dagen” bör denna justerade aktiekurs jämföras mot en aktiekurs på 100 kr dagen före ”ex-dagen”, dvs aktiekursen dagen före ”ex-dagen” med hänsyn tagen till att varje gammal Volvo-aktie nu har delats upp på fem nya Volvo-aktier (500 kr / 5).

¹⁰⁵ Volvo (2007).

Appendix 5:

Datastream-variabler

Market Cap

Kortnamn i Datastream: MV

Beskrivning: Market value on Datastream is the share price multiplied by the number of ordinary shares in issue. The amount in issue is updated whenever new tranches of stock are issued or after a capital change. For companies with more than one class of equity capital, the market value is expressed according to the individual issue.

Return on Equity

Kortnamn i Datastream: 08301

Beskrivning: (Net Income before Preferred Dividends - Preferred Dividend Requirement) / Last Year's Common Equity * 100).

Forecast Mean Return on Equity (konsensusestimat)

Kortnamn i Datastream: RE##MN

Beskrivning: Indicates Forecast Mean Return on Equity for year ending '##'.

Dividend Yield

Kortnamn i Datastream: 09404

Beskrivning: Dividends Per Share / Market Price-Year End * 100

Common Equity (används för att beräkna Market-to-Book)

Kortnamn i Datastream: 03501

Beskrivning: Common Equity represents common shareholders' investment in a company. It includes but is not restricted to: Common stock value, Retained earnings, Capital surplus, Capital stock premium, Cumulative gain or loss of foreign currency translation, if included in equity per FASB 52 treatment, Monetary correction-capital, Goodwill written off, For Non-U.S. Corporations preference stock which participates with the common/ordinary shares in the profits of the company.

For Non-U.S. Corporations, if shareholders equity section is not delineated then the following additional accounts are included: Appropriated and unappropriated retained earnings, Net income for the year, if not included in retained earnings (majority share of income is only included), Compulsory statutory/legal reserves without specific purpose, Discretionary Reserves if other companies in that country include in their delineated shareholders' equity, Negative Goodwill.

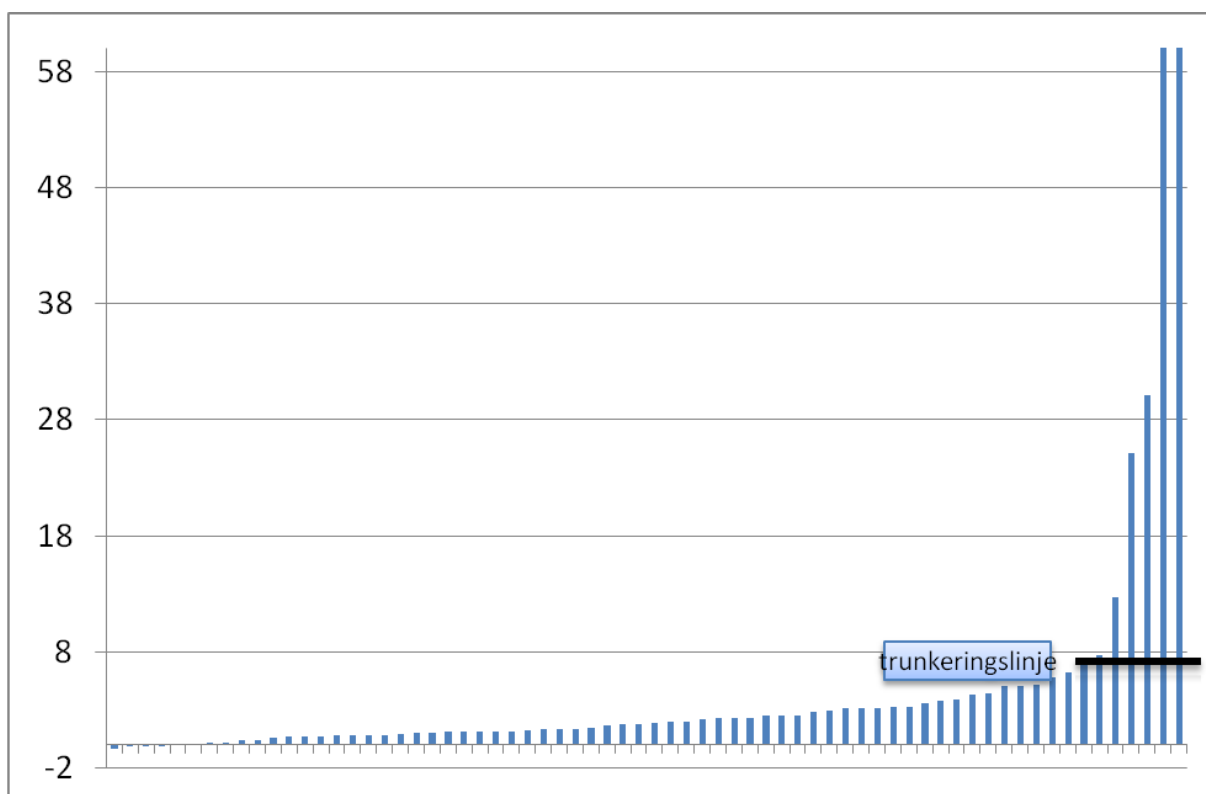
It excludes: Common treasury stocks, Accumulated unpaid preferred dividends, For U.S. Corporations, excess of involuntary liquidating value for outstanding preferred stock over stated value is deducted, Redeemable common stock (treated as preferred).

Appendix 6:

Trunkering av variabeln Viktad Kassaflödeseffekt ('ViktKfLEff')

Företag	Viktad kassaflödeseffekt	Trunkerat värde
TELIGENT	-0.33	-0.33
TeliaSonera	-0.14	-0.14
POOLIA 'B'	-0.06	-0.06
Q-Med	0.00	0.00
Poolia AB	0.10	0.10
INTRUM JUSTITIA	0.12	0.12
Q-Med	0.21	0.21
Axis AB	0.22	0.22
LINDEX	0.40	0.40
ELEKTA 'B'	0.42	0.42
Axis AB	0.61	0.61
TELECA 'B'	0.73	0.73
Elekta AB	0.75	0.75
NCC AB	0.76	0.76
Lindex	0.82	0.82
Sweco	0.82	0.82
JM	0.83	0.83
Nefab	0.88	0.88
JM	0.89	0.89
ELECTROLUX 'B'	1.07	1.07
NoCom	1.07	1.07
ATLAS COPCO 'A'	1.12	1.12
SKF 'B'	1.13	1.13
Acando	1.18	1.18
Electrolux	1.18	1.18
Skanska AB	1.21	1.21
TELIASONERA	1.23	1.23
Skanska AB	1.37	1.37
TELE2 'B'	1.39	1.39
Volvo	1.41	1.41
JM	1.48	1.48
Nefab	1.68	1.68
IBS	1.79	1.79
SWECO 'B'	1.80	1.80
PROFILGRUPPEN 'B'	1.90	1.90
SKF B	1.98	1.98
Aarhus Karlshamn	1.99	1.99
ENIRO	2.18	2.18
Sweco	2.31	2.31
Hemtex	2.31	2.31
ATLAS COPCO 'A'	2.33	2.33
Expanda	2.50	2.50
NCC AB	2.50	2.50
Beijer Alma	2.54	2.54
Mekonomen	2.89	2.89
Axfood AB	2.96	2.96
BOLIDEN	3.16	3.16

Företag	Viktad kassaflödeseffekt	Trunkerat värde
Seco Tools AB	3.16	3.16
SCANIA 'B'	3.21	3.21
Mekonomen	3.30	3.30
Munters	3.32	3.32
ENIRO	3.64	3.64
SSAB 'A'	3.84	3.84
NCC AB	3.87	3.87
SSAB 'A'	4.35	4.35
SANDVIK	4.46	4.46
Brinova	5.09	5.09
Holmen AB	5.10	5.10
Seco Tools AB	5.23	5.23
ORIFLAME COSMETICS SDB	5.81	5.81
SANDVIK	6.23	6.23
Seco Tools AB	7.13	7.13
ENIRO	7.70	7.70
Hufvudstaden	12.72	7.70
Wallenstam	25.10	7.70
Hufvudstaden	30.16	7.70
Heba Fastighets AB	136.41	7.70
Heba Fastighets AB	245.22	7.70



Appendix 7:

Genomsnittlig riskjusterad överavkastning dag -60 till +40

Dag	Genomsnittlig riskjusterad överavkastning	Dag	Genomsnittlig riskjusterad överavkastning	Dag	Genomsnittlig riskjusterad överavkastning
-60	-0.04%	-21	0.25%	18	0.35%
-59	0.31%	-20	-0.36%	19	-0.28%
-58	0.37%	-19	0.04%	20	0.26%
-57	0.22%	-18	0.33%	21	-0.19%
-56	0.11%	-17	0.30%	22	0.13%
-55	-0.03%	-16	0.05%	23	-0.01%
-54	0.07%	-15	0.01%	24	0.02%
-53	-0.14%	-14	0.12%	25	-0.08%
-52	-0.12%	-13	-0.09%	26	0.37%
-51	0.23%	-12	0.19%	27	0.00%
-50	0.04%	-11	0.28%	28	0.16%
-49	-0.13%	-10	0.32%	29	0.07%
-48	0.08%	-9	0.22%	30	0.12%
-47	0.31%	-8	0.01%	31	-0.15%
-46	-0.11%	-7	-0.31%	32	0.68%
-45	0.32%	-6	0.11%	33	0.26%
-44	0.20%	-5	-0.07%	34	-0.04%
-43	0.24%	-4	0.03%	35	-0.02%
-42	0.07%	-3	0.36%	36	0.23%
-41	0.08%	-2	0.32%	37	-0.16%
-40	0.30%	-1	0.60%	38	0.25%
-39	0.33%	0	1.75%	39	0.48%
-38	0.44%	1	0.58%	40	0.20%
-37	-0.19%	2	-0.22%		
-36	0.35%	3	-0.06%		
-35	-0.04%	4	-0.07%		
-34	0.24%	5	0.04%		
-33	-0.13%	6	0.01%		
-32	0.27%	7	0.03%		
-31	0.20%	8	0.40%		
-30	0.31%	9	0.10%		
-29	-0.18%	10	0.21%		
-28	0.07%	11	0.23%		
-27	0.38%	12	0.01%		
-26	-0.14%	13	-0.15%		
-25	-0.02%	14	-0.34%		
-24	-0.03%	15	1.73%		
-23	-0.17%	16	0.18%		
-22	0.37%	17	-0.28%		

Appendix 8:

Robusthetstester (1-6)

Robusthetstest 1

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,545(a)	,297	,215	6,4287890%

a Predictors: (Constant), ViktKfIEff, MtB, ÖvertrFörv, InMarketCap, DIVYield, Dummy, SignEff

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	13,777	5,554		2,481	,016
	Dummy	-,010	2,145	-,001	-,005	,996
	ÖvertrFörv	,118	,045	,303	2,636	,011
	InMarketCap	-1,633	,570	-,362	-2,866	,006
	MtB	,336	,428	,093	,786	,435
	DIVYield	-,007	,265	-,003	-,026	,979
	SignEff	,285	,131	,334	2,180	,033
	ViktKfIEff	,000	,004	-,006	-,054	,957

a Dependent Variable: CAR

Robusthetstest 2

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,583(a)	,340	,263	5,8378221%

a Predictors: (Constant), ViktKfIEff, MtB, ÖvertrFörv, InMarketCap, DIVYield, Dummy, SignEff

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	15,823	5,043		3,137	,003
	Dummy	1,628	1,948	,121	,836	,407
	ÖvertrFörv	,114	,041	,314	2,820	,006
	InMarketCap	-1,854	,517	-,438	-3,584	,001
	MtB	,029	,389	,009	,074	,941
	DIVYield	-,078	,241	-,037	-,324	,747
	SignEff	,190	,119	,237	1,599	,115
	ViktKfIEff	-,001	,003	-,021	-,188	,852

a Dependent Variable: CAR

Robusthetstest 3

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,560(a)	,313	,233	6,573364004 668550%

a Predictors: (Constant), Kassaflödeseffekt, ÖvertrFörv, Dummy, DIVYield, InMarketCap, MtB, SignEff

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	11,777	5,665		2,079	,042
	Dummy	-,819	2,242	-,055	-,366	,716
	ÖvertrFörv	,147	,046	,365	3,205	,002
	InMarketCap	-1,550	,582	-,332	-2,665	,010
	MtB	,404	,472	,108	,856	,396
	DIVYield	-,085	,276	-,037	-,307	,760
	SignEff	,366	,139	,414	2,631	,011
	Kassaflödeseffekt	,085	,081	,140	1,053	,296

a Dependent Variable: CAR

Robusthetstest 4

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,560(a)	,313	,220	6,628425983 860320%

a Predictors: (Constant), CashtoAssets, Dummy, MtB, ÖvertrFörv, DIVYield, InMarketCap, Kassaflödeseffekt, SignEff

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	11,921	5,959		2,001	,050
	Dummy	-,834	2,267	-,056	-,368	,714
	ÖvertrFörv	,148	,049	,369	3,011	,004
	InMarketCap	-1,560	,600	-,334	-2,602	,012
	MtB	,418	,502	,112	,831	,409
	DIVYield	-,088	,282	-,038	-,314	,755
	SignEff	,370	,148	,419	2,496	,015
	Kassaflödeseffekt	,084	,082	,138	1,020	,312
	CashtoAssets	-,707	8,274	-,011	-,085	,932

a Dependent Variable: CAR

Robusthetstest 5

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,557(a)	,311	,230	6,585548419 861020%

a Predictors: (Constant), ViktKfIEff(2), ÖvertrFörv, DIVYield, InMarketCap, MtB, Dummy, SignEff

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	9,358	6,478		1,445	,154
	Dummy	,021	2,227	,001	,010	,992
	ÖvertrFörv	,151	,047	,375	3,215	,002
	InMarketCap	-1,341	,612	-,287	-2,192	,032
	MtB	,488	,452	,131	1,080	,284
	DIVYield	-,003	,270	-,001	-,012	,991
	SignEff	,382	,148	,432	2,581	,012
	ViktKfIEff(2)	,002	,002	,141	,940	,351

a Dependent Variable: CAR

Robusthetstest 6

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,558(a)	,311	,231	6,581507010 390690%

a Predictors: (Constant), ViktKfIEff(3), MtB, ÖvertrFörv, DIVYield, InMarketCap, Dummy, SignEff

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	9,683	6,264		1,546	,127
	Dummy	-,303	2,195	-,020	-,138	,891
	ÖvertrFörv	,149	,046	,372	3,217	,002
	InMarketCap	-1,348	,607	-,289	-2,222	,030
	MtB	,662	,444	,178	1,491	,141
	DIVYield	-,034	,270	-,015	-,125	,901
	SignEff	,374	,143	,424	2,608	,011
	ViktKfIEff(3)	5,63E-005	,000	,122	,979	,332

a Dependent Variable: CAR