C- uppsats i Företagsekonomi Finansiering

Examensarbete företagsekonomi C

Alina Horvath

Ismail Rafique

Södertörns Högskola

Handledare: Ogi Chun

Aktieåterköp

En eventstudie om marknadsreaktion vid annonsering av aktieåterköp beroende av bakomliggande motiv.

Förord

Vi vill börja vår C-uppsats med att tacka alla som bidrog till att den blev av. Ett stort tack vill vi rikta till vår handledare Ogi Chun, tack för din uppmuntran, konstruktiva kritik och beröm! Vi vill också rikta ett stort tack till de opponenter som givit oss konstruktiv kritik för att utveckla uppsatsen till dess möjliga potential. Likaså vill vi tacka våra familjer som har gett oss ett utomordentligt stöd och haft ett stort tålamod under tiden för vårt uppsatsskrivande. Avslutningsvis vill vi givetvis tacka varandra för ett väl genomfört uppsatsskrivande, för varandras stöd, uppmuntran i med- och motgång.

Tack!

Stockholm, Juni 2021

Ismail Rafique

Alina Horvath

Innehållsförteckning

1. Inledning 6
1.1 Bakgrund 6
1.2 Problemdiskussion 7
1.3 Forskningsfrågor 8
1.4 Syfte 9
1.5 Avgränsningar 9
1.6 Disposition 9
2.1 Aktieåterköp 10
2.2 Effektiva marknadshypotesen 11
2.3 Signalteori 12
2.4 Tidigare studier 13
2.5 Motiv bakom återköp 13
3. Metod 14
3.1 Val av metod 14
3.1.1 Definition av motiv 15
3.2. Datainsamling och urval 15
3.2.1 Klassificering av förvärvtyper av aktier 16
3.2.2 Bortfall 17
3.3 Eventstudie 17
3.3.1 Eventfönster 17
3.4 Normal avkastning 18
3.5 Avvikelseavkastning 18
3.6 Genomsnittlig kumulativ avvikelseavkastning 19
3.7 T-test 20
3.8 Validitet 20
3.9 Reliabilitet 20
4. Empirisk analys 21
4.1 Marknadens reaktion vid tillkännagivet av återköpsprogram 21
5. Konklusion 24
5.1 Slutsats 24
5.2 Kritik mot studien 24
5.3 Förslag till framtida forskning 25
Referenser 26
Bilagor 30

Sammanfattning

Syftet med denna studie är att undersöka marknadens reaktion vid offentliggörande av aktieåterköp. Vidare undersöks hur marknaden reagerar beroende av bakomliggande motiv som företagen anger i annonseringen. Det har använts en kvantitativ ansats. Urvalet består av börsnoterade företag Nasdaq OMX Stockholm från Small-Mid- Large Cap listor som köper tillbaka sina aktier från den öppna marknaden. Motivet till återköp har hämtats från företagens pressmeddelanden. Resultatet visar att marknaden reagerar positivt vid tillkännagivandet av aktieåterköp. Vidare återfanns att värdet på den positiva avkastningen är olika beroende på motiv till återköp.

Nyckelord: *Återköp av aktier, Effektiva marknadshypotesen, Signalteori, avkastning, motiv, svenska aktiemarknaden.*

1. Inledning

Här presenteras bakgrunden till studien. Från problemformuleringen utmynnas syftet med studien samt vilken frågeställning som kommer att besvaras.

1.1 Bakgrund

Aktieåterköp har blivit ett vanligt fenomen världen över de senaste åren. Den mest användbara metoden att köpa tillbaka aktier sker genom ett öppet återköpsprogram där företagen återköper sina egna aktier på marknaden (Vermaelen 2005). Trenden med aktieåterköp har funnits länge i USA, där företagen som betalar utdelningen kontant till sina aktieägaren har sjunkit från 66,5% 1978 till 20,8% 1999 (Fama & French 2001). Von Eije (2008) studie undersökte utdelningspolicyn på europeiska marknaden ,och visar att de företag som betalar utdelning i likvida medel har avtagit genom åren samtidigt som återköp av aktier har ökat stadigt. Enligt Hillier et al (2017) har antalet återköp på europeiska marknaden ökat från 6 146 till 252 943 i miljoner euro mellan år 1989- år 2005.

Historiskt har företag valt att dela ut pengar till aktieägarna genom utdelningar av det kapital som de inte kan investera, det vill säga aktieutdelningar. Detta leder till att företag årligen genom dessa aktieutdelningar låter aktieägarna få ta del av den vinst som företaget gör. Ett av de tidigare studier inom området har John Lintner (1956) fastställt att företag som ger utdelningar är i regel väletablerade företag med stabila intäkter och kassaflöden. Detta har även bekräftats av Fama och French (2001) genom deras studier i området.

Enligt svensk lag var aktieåterköp något som var förbjudet mellan år 1895 - 2000. Det väsentliga syftet med denna lag var att skydda företagets fordringsägare, men även att avvärja insiderhandel. I Sverige avskaffades förvärvsförbudet år 2000 i *Prop. 1999/2000:34 förvärv av egna aktier* som ger rätt till aktieåterköp. Det är därför ett väldigt nytt fenomen till skillnad från andra länder runt om i världen (Prop. 1999/2000:34 förvärv av egna aktier). En av anledningarna till varför man tillät aktieåterköp på den svenska marknaden var att detta finansiella verktyg hade länge varit tillåtet i USA och i många europeiska länder. En annan anledning var att Sverige hade nyligen blivit medlem i Europeiska unionen och sökte internationell harmonisering av finansiella regler (Peterson et al 2003).

Vermaelen (2005) tyder på att den globala ökningen av aktieåterköp är ett resultat av avreglering, skatteförändringar, maximering av aktieägarvärden som ett växande företagsmål samt ökning av företagets incitamentsprogram.

En del tidigare studier redogör orsaker som kan förklara ett företags intresse att köpa tillbaka sina egna aktier såsom (i) företagets önskan att justera kapitalstruktur (Hovakimian 2001) ;(ii) dess nödvändighet att minska för höga kontant nivåer (Jensen,1986 Fenn och Liang 2001); (iii) som ett alternativ till utdelning (Grullon och Michaely 2002, Skinner (2008), (iv) att finansiera incitamentsprogram till anställda (Kahle 2002) eller (iiv) företagsledning tycker att deras aktier är undervärderade (Drousia et.al)

1.2 Problemdiskussion

Tidigare studier har visat att det finns flera faktorer som gör intryck på marknadens reaktion vid annonsering av aktieåterköp, och som gör det intressant att undersöka. Stephens & Weisbach, (1998) menar att aktieåterköp är ett effektivt mått som signalerar undervärdering av aktier detta för att i samband med tillkännagivande av ett återköpsprogram rapporterar företagen negativ avvikelseavkastning. Annonseringen om aktieåterköp kan betraktas som framgångsrika om företagen upplever positiv avvikelseavkastning på annonseringsdagen, men även efter det (Ikenberry, Lakonishok, & Vermaelen, 1995).

Tidigare studier visar att företagsledningen initierar ett återköpsprogram främst när de tycker att aktierna är undervärderade(Ikenberry and Vermaelen (1996), Drousia et al (2019)). Kahle (2002) studie påvisar även att återköpta aktier kan påverka reaktionen, då informationen om vad företagsledningen har för avsikt att använda de för. Den abnormala avkastningen är mindre för dem företag som återköper aktier för att omfatta incitamentsprogram för anställda (Kahle, 2002). Detta kan förklaras med att den pådrivande faktorn bakom aktieåterköp är att betala ut aktier som ersättning till sina anställda istället för att aktien bedöms vara undervärderad.

Vermaelen (1981), Andriosopoulos & Lasfer (2015), Gonzalez & Gonzalez (2004) och Ikenberry, (1995). Drousia et al (2019), Peyer & Vermaelen(2005) , Råsbrant (2013) visar med sina studier att marknaden reagerar positiv vid tillkännagivet om återköp. Dessa reaktioner

är relaterade till olika hypoteser såsom undervärdering, kapital justering, utdelning samt företagets incitamentsprogram.

På den svenska marknaden genomförde Råsbrant (2013) en studie av aktieåterköp, mellan år 2000- 2009, vars resultat visade en positiv marknadsreaktion. Vidare har författaren identifierat vanliga motiv som finansiering av incitamentsprogram till anställda, justering av kapitalstruktur, förbättring av företagets nyckeltal, aktiens användning i framtida förvärv samt att företagsledningen tycker att det är en god investering. Råsbrant (2013) hävdar att ovan listade motiv till aktieåterköp sänder olika signaler till marknaden. Råsbrants eventstudie (2013) anses vara ledande inom svensk forskning. Dock genomfördes den förhållandevis tidigt efter att aktieåterköp blev tillåtet, vilket begränsar den till ett fåtal observationer.

Det finns flera anledningar till varför återköpsprogram i Sverige är ett intressant ämne att studera. För det första finns det relativt få tidigare studier av aktieåterköp i Europa. För det andra är Sverige unikt när det gäller annonseringsprogram då den bakomliggande syfte för företagen att initiera den måste offentliggöras omedelbart. För det tredje anser Råsbrant (2013) att Sverige skiljer sig från andra länder, inklusive USA, när det gäller aktieåterköp. Bolagen som är listade på Nasdaq OMX Stockholm måste följa börsens regelverk, och enligt den måste alla företag skicka ut företagsmeddelande vid återköp av aktier (Nasdaq nordic u. å.). Företagen offentliggör sina återköpsaktiviteter på börsen, vilket ger ett utmärkt tillfälle att undersöka prispåverkan på återköpsdagarna. Dessutom så måste börsnoterade företag som initierar återköpsprogram på öppna marknaden avslöjas så snart som möjligt. Det underlättar möjligheten att undersöka marknadens signaleffekter från återköpsannonseringen. Det är svårare att studera vilken påverkan återköp har på aktiepriset på återköpsdagarna i andra länder då företag inte är skyldiga att lämna ut sina återköpsaktiviter (Råsbrant 2013).

1.3 Forskningsfrågor

Med bakgrunden som nämnts ovan ska studien besvara följande forskningsfrågor:

- Hur påverkar tillkännagivandet av återköpsprogram marknaden ?
- Hur reagerar marknaden beroende av de bakomliggande motiv som företaget anger vid aktieåterköp?

1.4 Syfte

Studien analyserar alla bolag som är börsnoterade på Nasdaq OMX Stockholm som utförde aktieåterköp annonseringsprogram mellan åren 2010-2020. Syftet med detta arbete är att undersöka marknadens reaktionen vid tillkännagivande av aktieåterköp samt hur marknaden reagerar beroende av de bakomliggande motiven till aktieåterköp.

1.5 Avgränsningar

Studiens urval består av svenska börsnoterade företag på Nasdaq Stockholm Small -, Mid -, Large Cap-listor som offentliggjorts återköpsannonseringar under perioden år 2010 - 2020. Syftet med periodlängden som valts är att erhålla tillräckligt många observationer av företaget som har genomfört återköp av sina aktier på den öppna marknaden.

1.6 Disposition

Denna studie innehåller fem kapitel. Det första kapitlet ger en introduktion och motiv till det valda ämnet i studien via bakgrund, problemformulering samt syfte. I kapitel två redogörs den teoretiska referensramen som har sitt ursprung från tidigare forskning inom aktieåterköp. Vidare i kapitel tre redovisas den metodologiska handlingssätt, genom att beskriva valda forskningsdesign och datainsamling, för att kunna besvara frågeställningen. Kapitel fyra utarbetas resultatet från undersökning ifrån det tidigare kapitlet och analyseras resultaten från empiriska utredningen. Det avslutande kapitel fem, sammanfattar studiens resultat och slutsatser presenteras. Författarna presenterar även som avslutande ord även kritik till studien och förslag till vidare forskning.

2. Teoretiskt ramverk

Under detta avsnitt kommer forskarna att presentera våra valda teorier som baseras utifrån studiens frågeställning. Teorierna är valda för att få en tydlig utgångspunkt i studiens undersökningsområde. De teorier som presenteras i det teoretiska ramverket är det centrala i studien som möjliggör för återkoppling genom den data som samlas in. Detta möjliggör för resultatet att kunna kopplas tillbaka till de teorier som har valts.

2.1 Aktieåterköp

Aktieåterköp är ett annat sätt för företag att ge utdelning till sina aktieägare. Som ett alternativ för att betala utdelning kan företag använda sig av likvida medel för att göra återköp av aktier av sitt eget kapital. Detta är något som företaget använder sig av för att ge avkastning till sina aktieägare. Till skillnad från det traditionella aktieutdelning, det vill säga att företaget delar ut ett viss belopp per aktie, väljer vissa företag att köpa sina egna aktier från det öppna marknaden nämligen börsen. Att kunna göra aktieåterköp på den öppna marknaden betyder att företagen anskaffar sina aktier tillbaks från börsen. Detta innebär att företagen kan göra dessa återköp som vilken aktieinvesterare som helst, då den som säljer aktien är anonym för köparen. (Hillier et al 2017).

De befintliga aktieägarna kan få återköpserbjudande, vilket i detta fall innebär att företagen gör ett lukrativ erbjudande på antal aktier till ett fast pris. Detta pris på återköpserbjudande är för det mesta något högt uppsatt pris än det som är marknadspriset. Detta görs vanligen för att attrahera fler aktieägare för att sälja sina befintliga aktier (Hillier et al 2017).

I Sverige blev återköp av aktier något som blev tillåtet år 2000. Sverige särskiljer sig aktieåterköp från många andra länder, exempelvis USA och EU. När man gör aktieåterköp i Sverige behöver man som företagare annonsera återköp, då Sverige ställer höga krav på återköpsprogram och annonseringar. I andra länder behöver företagen inte offentliggöra dessa återköp, men i Sverige sätter det svenska regelverket höga krav på detta (Råsbrant, 2013).

På den svenska marknaden kan återköp ske både i återköpserbjudande eller genom återköpsprogram, dock kan det även finnas en kombination av båda system. När företagen använder sig av återköpserbjudande formatet, är det viktigt att ge viss information med

erbjudande till befintliga aktieägare. Företaget måste redogöra kostnadsförslag med där det framgår exempelvis; antal aktier i fråga, vilket pris och även vara specificerad under en tidsperiod (De Ridder och Råsbrant, 2014).

Det finns många fördelar för företagen att göra aktieåterköp. Framförallt ses den abnormala avkastningen på aktiepriset väldigt positivt då genom det återköp man gjort. Detta innebär att genom denna metod kan företagen öka värdet på sina aktier (Bhattacharya och Jacobsen, 2016). Företagen kan även använda denna metod som en av flera möjligheter att kunna betala ut pengar till sina ägare som alternativ för utdelning (Jensen, 1986). Vidare har man även kunnat se att företagen kan genom återköp inneha lägre skattekostnader än utdelningar. Detta innebär att det är billigare och är mer flexibelt, då skattekostnader kan minskas utan negativa effekter (Jagannathan et al., 2000).

Företag som gör aktieåterköp kan få två valmöjligheter; antingen kan man behålla aktierna i sitt eget beslag, eller så kan man makulera dem, detta gör man för att kunna sänka sitt kapital. Ifall man väljer att makulera aktierna så minskar företaget sitt totala antal aktier. Detta innebär att aktieägarna efter aktieåterköpet kommer äga en större andel i företaget. Ifall företaget väljer att behålla aktierna inom företaget kan det användas exempelvis; för att förvärva andra företag och incitamentprogram (Råsbrant, 2013).

2.2 Effektiva marknadshypotesen

Teorin om det effektiva marknadshypotesen (EMH) är framtagen av Fama (1970), som innebär att aktiepriset på den finansiella marknaden under alla omständigheter speglar tillgänglighet och befintlig information. Detta innebär att enligt EMH att priset på finansiella marknaden är justerad och klar då det inte går att ge ”ny” information, då alla potentiella investerare har samma information. Därmed kan det inte finnas över/ - eller undervärderade tillgångar, och det ger även inget utrymme för arbitrage möjligheter. Då arbitrage möjligheter likvideras ser det även till att potentiella investerare kan få utdelningar genom att kunna investera i riskfyllda projekt.

EMH innefattar tre olika nivåer av antaganden; (1) att investerare oftast handlar rationellt vid handel. (2) Ifall investerarna inte handlar rationellt kan detta leda till att dessa investerare

utesluter varann då de handlat slumpmässigt. (3) Antagande är arbitrage möjligheter kommer användas fullständigt.
Fama (1970) särskiljer även tre olika nivåer av effektivitet av den grad som återspeglar marknaden. Nivåer av dessa effektivitet utmärker sig som; svag, semi-stark, stark effektivitet. För potentiella investerare symboliserar dessa nivåer möjligheten att frambringa övervinst. Svag effektivitet marknad är en marknad där investerare inte kan frambringa övervinster genom att analysera historisk information. Semi-stark effektivitets marknad innebär att marknaden har aktiens pris som är direkt utifrån ny offentlig information. I denna marknad har aktiepriset redan anpassats av denna ny offentlig information, som innehåller exempelvis årsredovisningar och rapporter av olika slag. Denna semi-starka effektiviteten innebär att investerare har komplicerat och svårt att generera vinst genom att handla på den offentliga tillgängliga information.

I den starka effektivitets nivån är insider information, offentlig information och ny information, redan reflekterade i aktiepriset. Fama (1970) konstaterar genom sin studie att semi-stark nivån är den som existerar i den finansiella marknaden, då informationen kan snabbt utbytas mellan intresserade parter, dock poängteras att utbytet av information inte är lika snabb i svag effektivitet eller stark effektivitet. Semi-stark effektivitet är även en nivå som frambringar en reaktion då individer inom organisationer får tillgång till den offentliga informationen, det vill säga gällande samma organisation. Detta medför något fördel för de individer då innan organisationen ska ut med offentlig information gentemot övriga potentiella investerare. Den svenska finansmarknaden skulle kunna vara semi-starka effektivitet då den har alla kriterier som denna nivå innefattar Fama (1970).

2.3 Signalteori

Signalteorin oftast använts i eventstudier. Teorin analyserar betendet när det finns informationsasymmetri mellan två parter varigenom annonsören behåller mer information än mottagaren. I sådana situationer kan den som annonserar välja hur man ska skicka signaler till mottagaren. Vid återköpsannonsering tillförs värdefull information till investerare och ger således marknaden möjligheten att reagera enligt effektiva marknadsteorin. Signalteorin anses vara som en “marknadssignal” till investerare (Wang och Ngai 2020). Enligt denna teori utförs aktieåterköp för att sända ut en signal till marknaden att deras aktie är

undervärderade. Detta leder till allt fler investerare kommer att köpa aktier och som en konsekvens ökar aktiepriset. Enligt den effektiva marknadsteorin ska aktiepriset justeras direkt efter tillkännagivandet av återköp och nå förväntat värde.

2.4 Tidigare studier

Ikenberry et al(1995) samt Peyer & Vermaelen (2005) undersöker den amerikanska marknaden och visar ett resultat på 3,54% respektive 2,94% vid annonseringstillfäle . På den grekiska marknaden observerade Drousia et al(2019) en abnormal avkastning vid annonsering av aktieåterköp på 1,03%. Andriosopoulos and Lasfer (2015) studie visar ett resultat på 0,80% i Frankrike, 2,32% för tyska företag, samt 1,68% i UK. En annan studie genomförd av González and González (2004) visar en abnormal avkastning på 1,74% i Spanien. På den svenska marknaden visar studien av Råsbrant (2013) en abnormal avkastning på 1,94% kring annonsering. Marknadsreaktion reagerar positiv vid tillkännagivandet av återköp i alla de ovannämnda studierna.
Utifrån de teorierna och de tidigare studierna formuleras studiens första hypotes;

H1:Det syns en positiv abnormal avkastning vid tillkännagivandet av återköpsprogram

2.5 Motiv bakom återköp

Råsbrant (2013) tyder på att aktiekursen varierar vid tillkännagivet av ett återköpsprogram är beroende av vilket motiv som anges vid annonsering av aktieåterköp.
Studiens resultat visar hur den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen varierar beroende på olika bakomliggande motiv till återköp. Justering av företagets kapitalstruktur, incitamentsprogram, finansiering av förvärv, utdelning, ökning av aktieägarvärdet samt god investering är de olika motiv som Råsbrant hittade i sin studie. Även om marknaden inte reagerar identisk vid varje motiv, framträder studiens resultat att alla dessa motiv ger en positiv abnormal avkastning. Enligt Grullon & Michaely (2004) är information som betecknar motiv som aktuell då den ger möjlighet till marknaden att tolka signaler från företagsledning. Kahle (2002) studie presenterar att den abnormala avkastningen är mindre för företag som köper tillbaka sina aktier för att omfatta incitamentsprogram för anställda. Den pådrivande faktorn

till återköp är att betala ut aktier som utmärkelse till sitt personal istället att aktien anses vara undervärderad.

Utifrån den studien formuleras den andra hypotesen:

H2:De bakomliggande motiven till återköp av aktier påverkar styrkan i marknadsreaktion

3. Metod

Under detta avsnitt kommer forskarna att presentera våra valda metoder, som vi tar hjälp av för att besvara frågeställningen. Vidare beskrivs vald forskningsdesign och vilken strategi som kommer att användas vid datainsamlingen.

3.1 Val av metod

Då studiens syfte är att studera skillnader i marknadens reaktion på aktieåterköp med hänsyn till bakomliggande motiv så har författarna valt att utföra en eventstudie.
För att besvara forskningsfrågan används ett kvantitativt tillvägagångssätt för analys av den insamlade datan och resultat. Statistiska metoder har använts för att studera olika motiv till aktieåterköp, då studien kräver en metod för att ställa samman en stor mängd data. Studien utgår ifrån tidigare forskning vilket innebär att studien byggs på en deduktiv ansats (Bryman & Bell 2017). Den deduktiva teorin är den vanligaste uppfattningen om hur förhållandet mellan teori och praktik ser ut. Detta innebär att studien utgår ifrån tidigare teorier som sedan härleder till en eller flera hypoteser, vilket sedan testas i verkligheten för att undersöka ifall resultat stämmer överens med teori.(ibid)
För att kunna besvara forskningsfrågan har författarna valt att studera återköpsannonseringar som finns tillgängliga offentligt på Nasdaq OMX Stockholm, under perioden 2010- 2020. För att få ett totalintryck av aktieåterköp så har forskarna valt ett tioårsperiod.

3.1.1 Definition av motiv

För att undersöka olika motiv och dess påverkan på marknaden måste man först definiera dessa. Dessa motiv finns att utläsa ifrån företagens pressmeddelanden då företagen informerar om återköpsprogram, och dessa kan hämtas från Nasdaqs Stockholms databas (Nasdaq nordic u. å.). Denna studien har påträffat följande fem motiv:

- ***Kapitalstruktur:*** Företaget har för avsikt att justera kapital.
- ***Förvärv:*** Företaget har avsikt att använda återköpta aktier till förvärv.
- ***Incitamentsprogram:*** Företaget har för avsikt att ställa till förfogande aktier till incitamentsprogram för anställda och/ eller täcka kostnader som berör incitamentsprogram.
- ***Utdelning:*** Företaget har för avsikt att ge utdelning.
- ***Ökat aktievärde:*** Företaget har för avsikt att skapa värde till aktieägarna. (Hillier et al 2017)

3.2. Datainsamling och urval

Urvalet består av svenska företag noterade på Nasdaq OMX Stockholm vilka har genomfört återköp av sina egna aktier. Detta är ett av de viktigaste kriterierna för att kunna genomföra en eventstudie. I studien valts en period mellan år 2010 till år 2020 i syfte att ha tillräcklig med information till studie. En tidsperiod på tio år anses ge en komfortabel stor mångfald på observationer, då hög signifikans i resultat ska uppnås. Data bearbetas i programmet Microsoft Excel. Insamlingen av företagens aktieåterköp hämtas från Nasdaq OMX Stockholms databas (Nasdaq nordic u. å.). I sökrutan valdes Sverige som marknad, sedan Large-cap, Mid-cap, Small-cap som segment sedan hittades samtliga företag. Den sekundära datan i form av historiska aktiekurser och historiska marknadsindex hämtas från Nasdaq Stockholm databas. Motiven till återköpen av aktier återfinns i företagets pressmeddelande. Dem företag som är registrerade vid Nasdaq OMX Stockholm måste följa börsens regelverk, och enligt den måste alla företag skicka ut företagsmeddelande vid återköp av aktier (Nasdaq nordic u. å.). Oavsett de regler som börsens regelverk ställer vid aktieåterköp saknar vissa företagsmeddelanden tillämplig information, och för vissa saknas hela företagsmeddelande då beslut om återköp

tagits. Även tidigare forskning, Råsbrant (2013), har använt sig av denna tillförlitliga källa. Urvalet består av 186 observationer under 2010 till 2020. Datan delas upp i undergrupper utifrån det bakomliggande motivet till återköp. Urvalet består av 186 observationer.

Författarna har valt att dela upp observationer efter motiv. Tabell 1 uppvisar observationer för varje motiv i urvalet. Företagets motiv till aktieåterköp kan vara en eller flera.

Tabell 1 Antal observationer för varje motiv i urvalet

Motiv (2010-2020)	***Antal observationer***	***Kvot***
Incitamentprogram	***49***	***26%***
Förvärv	***69***	***37%***
Justera kapitalstruktur	***19***	***10%***
Utdelning	***45***	***24%***
Öka aktieägarvärde	***8***	***4%***
Total	***186***	

3.2.1 Klassificering av förvärvtyper av aktier

I studien identifieras fem olika motiv till varför företagen genomför aktieåterköp. Det motivet som påträffades oftast bland företagen är förvärv med 69 observationer och som representerar 37% av hela urvalet. Näst största i antal observationer är incitamentsprogram med 49 observationer vilket motsvarar till 26% av hela urvalet. Företagen som använder aktieåterköp som en substitut till utdelning anträffas i 45 observationer.
Ytterligare bakomliggande motiv till återköp är företagens syfte att använda de återköpta aktierna för att justera företagets kapitalstruktur. Detta motiv förekom i 19 observationer medan öka aktieägarvärde påträffades endast i 8 observationer.

3.2.2 Bortfall

Enligt Bryman & Bell (2017) är det väldigt vanligt att råka ut för bortfall, och det ska en forskare ta hänsyn till då ett ämne ska studeras.
Den inledande urvalet bestod av 327 observationer. Alla observationer som saknade information angående annonseringsdagen eller företagets motiv till återköp av egna aktier togs bort från urvalet. Studien fick ett totalt bortfall på 186 observationer.

3.3 Eventstudie

För att kunna bekräfta studiens hypoteser har en eventstudie utformas. MacKinley (1997) framhäver att eventstudie är en metod som används på finansmarknaden för att undersöka effekten av en specifik händelse på företagsvärde. Vidare förklarar författaren att ifall marknaden är någorlunda rationell kommer denna händelse återspeglas i aktiepriset(MacKinley 1997).
I denna studie tillämpas eventstudie för att undersöka hur marknaden reagerar vid tillkännagivandet av aktieåterköp samt hur aktiepriset påverkas av bakomliggande motiv till återköpsprogram.

3.3.1 Eventfönster

MacKinlay(1977) definierar eventfönster som tidsperioden vid en specifik händelse som studeras när aktiekursen förändras. I Sverige ska alla börsnoterade företag enligt lagen omedelbart offentliggöra beslutet om återköpsprogram (EU förordning 2016/1052). I likheten med Stephens & Weisbach (1998) och Andriosopoulos och Lasfer (2015)
studier, har i denna studie valts att tillämpa ett eventfönster på tre dagar (-1;0; 1) i syfte att ha ett direkt fokus mot det fenomen som undersöks. Dagen då annonsen offentliggöras, kallas för eventdag och kommer att vara dag 0 i eventfönster. Dagen innan informationen publiceras kommer att vara dagen -1 samt dagen efter annonsering blir dagen +1.

3.4 Normal avkastning

Den normala avkastning handlar om den avkastning ett företag skulle haft ifall eventet inte skulle infallit (Mackinlay 1997). För att kunna studera vilken påverkan eventet haft på aktiekursen behöver man först göra en beräkning av vad som skulle kunna varit aktiekursens normala utveckling, det vill säga ifall eventet inte infallit. För att beräkna normal avkastning kan man använda sig av statistiska och ekonomiska modeller. Om man använder sig av statistiska modellen, så kan man minska variansen av den abnormala avkastningen. De ekonomiska modeller kan påverkas och således missvisande resultat. Av den anledningen har en faktors modell valts i uppsatsen, nämligen marknadsmodellen (ibid). Marknadsmodellen avser förhållandet mellan företags aktier och marknadsportföljens avkastning. Den förväntade avkastningen kan man räkna fram genom marknadsmodellen (ibid), som presenteras nedan genom formeln 1.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

Där R_{it} är förväntad avkastning för period t och företag i, R_{mt} är marknadsportföljens avkastning för period t, ε_{it} är felvariabel vilken antas vara 0, och α_i och β_i är konstanter. Marknadsmodellen innebär att en specifik aktie kopplas samman i en linjär relation med en marknadsportfölj (ibid). Marknadsportföljen i denna studie består av aktieindexet OMXSPI vilket består av alla aktier registrerade vid Nasdaq Stockholm (Nasdaq Stockholm, 2019). Marknadsmodellen beräknas under en period innan eventet, estimeringsperioden (MacKinlay, 1997). Enligt MacKinlay (1997) är det viktigt att estimeringsperioden inte överlappar med eventfönstret.

3.5 Avvikelseavkastning

Avvikelseavkastning handlar om att bedöma om hur marknaden reagerar vid återköpsannonseringen. Ett annat sätt att klargöra avvikelseavkastning är den skillnaden som uppstår mellan det faktiskt avkastning som ändrar riktning från förväntad avkastning

(Jacobsen, 1998). Då α och β har bestämts ur marknadsmodellen kan avvikelseavkastningen i eventfönstret beräknas genom formeln 2.

$$AR_{i\tau} = R_{i\tau} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m\tau}$$

Där ARiτ är avikelseavkastning för period τ och företag i, Riτ är förväntad avkastning för period τ och företag i, Rmτ är marknadsportföljens avkastning för period τ och αi samt βi är skattade i marknadsmodellen.

Då avvikelseavkastningen beräknats för respektive event kan den genomsnittliga dagliga avvikelseavkastningen beräknas genom formeln 3.

$$\overline{AR}_\tau = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} AR_{i\tau}$$

$\overline{AR}_\tau$ är den genomsnittlig avvikelseavkastning och N är antalet observationer i urvalet.

3.6 Genomsnittlig kumulativ avvikelseavkastning

Den genomsnittliga kumulativa avvikelseavkastningen används som studiens huvudsakliga mått på marknadsreaktion vid återköpsannonsering. Efter det att den genomsnittliga avvikelseavkastningen tagits fram kan den genomsnittliga kumulativa avvikelseavkastningen beräknas genom formeln 4.

$$\overline{CAR}_i(\tau_1\tau_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} \overline{AR}_{i\tau}$$

$\overline{CAR}_i(\tau_1\tau_2)$ är kumulativ avvikelseavkastning för samtliga företag i eventfönster.

3.7 T-test

För att kunna mäta signifikansen i kumulativa abnormala avkastningen är t-test väldigt användbart. Detta gör man enligt följande formeln:

$$t=\frac{\mu_1-\mu_2}{\sqrt{\frac{var_1}{n_1}+\frac{var_2}{n_2}}}$$

3.8 Validitet

Validitet rör sig om hur exakt en metod mäter vad det anses mätas (Bryman och Bell 2017). Detta delas upp i externa och interna validitet. Den externa validitet handlar om studiens resultat är generaliserbart för hela population (Bryman och Bell 2017). Urvalet i denna studie består av de börsnoterade företag från svenska marknaden som initierade återköpsprogram under en vald tidsperiod. Holme & Solvang (1997) menar att extern validitet är ett sätt att mäta hur studiens resultat kan ge allmän tillämpning åt populationen. Urvalet anses representativ då studiens resultat uppnår en hög extern validitet.

3.9 Reliabilitet

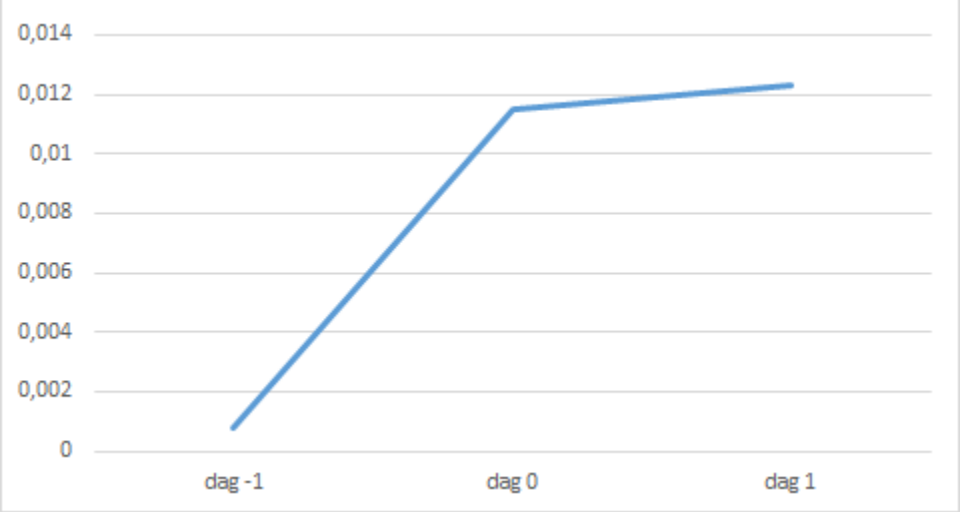
Reliabilitet innebär ifall en studie kan ge samma resultat vid upprepning (Bryman & Bell, 2017). Detta innebär att det viktigt och hålla hög reliabilitet. Då studien är av en kvantitativ metod innebär det att datainsamlingen har sitt ursprung från offentlig information, vilket innebär minimalt med utrymme för egen tolkning. För att studien ska kunna replikeras är det viktigt att beskriva de olika forskningsprocesser på ett grundligt och lättförståeligt sätt. I studien användes tillförlitliga databaser såsom Google Scholar, Södertörns högskola databaser. Denna databas har använts för att inhämta de vetenskapliga artiklarna i studien. Insamlingsmaterial av företagens aktieåterköp hämtas från Nasdaq OMX Stockholms databas (Nasdaq nordic u. å.) vilket är offentlig information.

4. Empirisk analys

I det fjärde kapitel presenteras och diskuteras studiens resultat. Först diskuteras marknadens reaktion vid tillkännagivet av återköpsprogram. Sedan skall forskarna analysera resultatet från den empiriska datan i enlighet med tidigare forskning.

4.1 Marknadens reaktion vid tillkännagivet av återköpsprogram

Utgångspunkten för denna studie är att undersöka marknadens reaktion vid annonsering av aktieåterköp. I figuren 1 presenteras resultaten utifrån den genomsnittliga kumulativa avkastningen för enskilda dag under hela eventfönster för hela urvalet.



Figur 1 Den genomsnittliga kumulativa abnormal avkastning för dag -1, dag 0 och dag (186 observationer)

Figur 1 visar att annonseringen av aktieåterköp resulterar i en positiv genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning på 1,23% för de tre dagarna som utgör eventfönstret (-1;+1) med en signifikansnivå på 1% vilket bekräftar studiens första hypotes. Den positiva avkastningen som observeras i eventfönstret kan indikera på att aktörerna på marknaden tolkar tillkännagivandet av aktieåterköp som en signal att aktien är undervärderad. Resultatet går i samma riktning som de tidigare utförda studier som undersökte marknadsreaktioner vid tillkännagivandet av aktieåterköp. Ikeberry (1995) och Peyer & Vermaelen (2005) som undersökte amerikanska företag kom fram till en positiv genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning vid annonsering av återköp. Studierna genomfördes av Andriosopoulos and Lasfer (2015), Drousia et al (2019), Gonzalez and Gonzalez (2004) på europeiska marknaden påvisar till en positiv avkastning. På den svenska marknaden visar Råsbrant(2013) en genomsnittligt kumulativ abnormal avkastning på 1,94% .

Detta resultat är noterbart lägre jämfört med resultaten från de tidigare studierna från amerikanska marknader, nämligen Ikeberry (1995) med 3,54% och Peyer & Vermaelen (2005) med 2,94%. När det gäller studierna där europeiska företag undersöktes, observeras att den abnormala avkastningen som uppgår från 0,50 till 2%, vilken även bekräftas med detta studiens resultat. Det kan även förklaras med att de europeiska företagen brukar efterfråga aktieägarna om tillåtelse att kunna köpa tillbaka aktierna (Vermaelen 2005). Vidare förklarar författaren att företaget som annonsererar att de är i avvaktan av tillåtelse har ingen krav för att genomföra aktieåterköpsprogrammet (ibid). I USA visar studierna en högre abnormal avkastning än i Europa för att där företagen behöver inte bemyndigande från aktieägarna(ibid).

Fama (1970) tyder med sin studie att marknaden är semi-stark effektiv när all historiska data återspeglas i aktiepriset men även utifrån offentlig information. Resultatet från denna studien visar att marknaden reagerar positiv på den dagen annonseringen görs offentligt vilket går i linje med effektiva marknadshypotes teorin.
Det är en tänkbar möjlighet att resultatet skulle se avvikande ut ifall studien endast bestod av aktieprogram som enbart hade ett motiv. Då samtliga av återköpsannonseringar i denna studie innehar fler än ett motiv vilket påverkas slutsen av respektiv motiv av varandra.

*Tabell 2 **-signifikansnivå 5% och * -signifikansnivå 1%*

	ACAR	T-värde
Dag -1	0,08%	1,212
Dag 0	1,15%	1,749 **
Dag 1	1,23%	3,006 *

4.2 Marknadens reaktion beroende av aktieåterköps motiv

Tabell 3 visar den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen för varje enskilt motiv som företagen anges vid tillkännagivandet av återköp. Alla motiv genererar en positiv avkastning även om inte alla är signifikant skilt från noll. När det gäller aktieåterköpsannonsering där ökat aktieägarvärde samt utdelning gavs som motiv uppstår de genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen till de lägsta värden på 0,48 för ökat

aktieägarvärde och 0,80 för utdelning. Ingen av de uppnår någon signifikansnivå. De resultaten kan tolkas som att återköp med de motiven inte drivs av att aktien är undervärderad. Den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen som genererar den högsta värden är annonseringsprogrammet med att justera kapitalstruktur som motiv. Detta ger en avkastning på 3,68% med en signifikansnivå på 10%. Motivet incitamentsprogram visar positiv effekt med 3,08% i avkastningen och en signifikansnivå på 1%. Råsbrant (2013) studie visar ett resultat när det gäller motivet justera kapital som företaget anger, på 2,60% avkastning dagen 0 till 1 vilket är mindre än det resultat som denna studie har kommit fram till med avseende av motivet justera kapitalstruktur. Motivet förvärv genererade en avkastning på 2,81% jämfört med Råsbrant(2013) som sin studie presenterar till ett resultat på 2,50%. Den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen där aktieåterköp utgörs i syfte att finansiera företagets incitamentsprogram är betydligt högre jämfört med Råsbrant (2013) som uppmätte 0,86%. Kahle (2002) tyder på att incitamentsprogram som motiv genererar en låg abnormal avkastning. Resultaten av denna studie går i linje med Råsbrants studie från 2013 i stor utsträckning och är av betydelse när det gäller hur olika motiv påverkar marknaden.

Resultaten påvisar att styrkan av signalerna är beroende på vilka motiv företagen anges vid tillkännagivandet av aktieåterköp. Detta bekräftar studiens andra hypotes.

*Tabell 3 ***,**,* Indikerar statistiskt signifikans på 1%, 5%, respektive 10% - nivån.*

Motiv	CAR(-1; +1)	t-värde
Förvärv	**2,81%**	**1.695 ** **
Justerat kapitalstruktur	**3,68%**	**1,506***
Incitamentsprogram	**3,02%**	**2,556*****
Utdelning	**0,80%**	**0.123**
Öka aktieägarvärde	**0,48%**	**0.287**

5. Konklusion

Detta kapitel sammanfattas studiens viktigaste resultat och studiens slutsatser dras. Sedan diskuteras kritik mot studien och slutligen presenteras förslag till framtida forskning.

5.1 Slutsats

Studiens syfte är att undersöka marknadens reaktion vid tillkännagivandet av återköpsprogram. Studien utgår ifrån annonseringar av aktieåterköp vid Stockholmsbörsen under åren 2010 till 2020. Eventstudier genomförs för att granska annonseringens påverkan på marknaden. Vidare undersöks om företagets motiv som ligger bakom aktieåterköp påverkar aktiepriset i lika utsträckning.

Studiens resultat bekräftar de tidigare studier om att marknaden reagerar positiv vid offentliggörandet av återköpsprogram. Avseende de bakomliggande motiv kan det konstateras att den genomsnittliga kumulativa abnormal avkastningen särskiljer sig beroende av motiv. Det kan även observeras att alla motiv genererar en positiv genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning, dock uppnår inte alla en signifikansnivå.
Då studien har undersökt de abnormala avkastningen i hela eventfönstret påvisar resultatet att denna är störst dag 0, vilket är då annonseringen sker. Detta är en indikation på att marknaden är effektiv. Att undersökningen visar en viss positiv avvikelseavkastning dag 1 är en mer rättvis teori att marknaden är till viss del effektiv. Studiens resultat är intressant för att förstå vilken effekt annonseringen av aktieåterköpsprogram har på den svenska marknaden. Resultatet av studien är dessutom en komplettering till tidigare studier, exempelvis Råsbrant (2013), då den påvisar hur marknaden utvecklats vid aktieåterköp under senare tid.

5.2 Kritik mot studien

I studien används ett eventförstret på tre dagar i syfte att undersöka den kortsiktiga marknadsreaktionen och bortses från estimeringsfönstret. En estimeringsfönstret på minst tio dagar innan annonseringen av återköp kan ge en tydlig bild av aktieprisets variation.
En annan kritik är att majoriteten av annonseringen av aktieåterköp innehåller fler än ett motiv vilket kan påverka studiens resultat. exempelvis *kapitalstruktur* och *ökat aktievärde*, presenteras oftast ihop med andra pressmeddelanden. Däremot framförs motivet

incitamentsprogram oftast för sig själv i pressmeddelanden. Det är möjligt att ett annat resultat skulle uppnås ifall studien enbart undersökte observationer med ett motiv. Informationsbrist som förekommer på grund av vissa företag bryter mot Nasdaq Stockholm regelverk som inte publicerar datum och/eller motiv till aktieåterköp. Observationer från tidigare år samt dem bortfall som studien fick, skulle kunna komplettera undersökningen och ger ett mer helhetsintryck till ämnet.

5.3 Förslag till framtida forskning

Återköp av aktier på svenska marknaden är ett intressant ämne att studera. Eftersom det är fortfarande det är några få studier om aktieåterköp på svenska marknaden finns det stort utrymme för framtida forskning i detta område. Ett förslag kan vara att undersöka just företagen som jämt köper tillbaka sina aktier det vill säga hur frekvensen av aktieåterköp påverkar marknaden. En annan intressant studie kan undersöka svenska marknaden jämfört med andra länder när det gäller aktieåterköp.

Referenser

Andriosopoulos, Dimitris, and Meziane Lasfer. "The Market Valuation of Share Repurchases in Europe." Journal of Banking and Finance 55 (2015): 327-39. Web.

Ben-Rephael, Azi, Jacob Oded, and Avi Wohl. "Do firms buy their stock at bargain prices? Evidence from actual stock repurchase disclosures." *Review of Finance* 18.4 (2014): 1299-1340.

Bryman, A., Bell, E. 2017, Företagsekonomiska forskningsmetoder, 3:a upplagan, Översättning Björn Nilsson, Stockholm:Liber.

De Ridder, A., Råsbrant, J., 2014 "Share repurchases: does frequency matter?", Studies in Economics and Finance, vol 31, nr 1, ss 88-105.

Drousia, Angeliki, Athanasios Episcopos, and George N Leledakis. "Market Reaction to Actual Daily Share Repurchases in Greece." The Quarterly Review of Economics and Finance 74 (2019): 267-77. Web.

Fama, E.F., Malkiel, B.G., (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. The journal of Finance, 25(2), pp.383-417.

Fama, Eugene F, and Kenneth R French. "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?" Journal of Financial Economics 60.1 (2001): 3-43. Web.

F. Henrique Castro, and Claudia Yoshinaga. "Underreaction to Open Market Share Repurchases." Revista Contabilidade & Finanças 30.80 (2018): 172-185. Web.

Grullon, G., & Michaely, R. 2004. “The Information Content of Share Repurchase Programs”, The Journal of Finance, vol. 59, no. 2, 651-680.

Hillier, D. R. (2016). S., Westerfield, R. Jaffe, J. and Jordan, B. Corporate Finance, European edition. Europe: Mcgraw-Hill Education.

Holme, I. M. & Solvang, B. K. (1997) ”Forskningsmetodik – Om kvalitativa och kvantitativa metoder”. 2:a Uppl. Studentlitteratur

Ikenberry, D., Lakonishok, J., Vermaelen, T. 1995. “Market underreaction to open market share repurchases”, Journal of Financial Economics, vol 39, ss 181-208.

Jacobsen, R. 1998. “The persistence of abnormal returns”, Strategic Management Journal, vol 9, nr 5, ss 415-430.

Jagannathan, Murali, and Clifford Stephens. "Motives for Multiple Open-market Repurchase Programs." Financial Management 32.2 (2003): 71-91. Web.

Jansson, Andreas, and Ulf Larsson-Olaison. "The Effect of Corporate Governance on Stock Repurchases: Evidence from Sweden." Corporate Governance: An International Review 18.5 (2010): 457-72. Web.

Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. The American Economic Review, 76(2), 323-329.

Justitiedepartementet. (1999). Förvärv av egna aktier (Regeringens proposition 1999/2000:34). Stockholm: Regeringskansliet.

Kahle, K. 2002. “When a buyback isn´t a buyback: open market repurchases and employee options”, Journal of financial economics, vol. 63, 235-261.

Lintner, J. 1956, "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", The American Economic Review, vol 46, nr 2, ss 97-113.

MacKinlay, A. Craig. "Event Studies in Economics and Finance." Journal of Economic Literature 35.1 (1997): 13-39. Web.

Peterson, Christer, Fredriksson, Joakim, and Nilfjord, Anders. "Common Stock Repurchases: A First Year Swedish Sample and Comparative Reactions on the US and the Finnish Markets." Liiketaloudellinen Aikakauskirja 52.4 (2003): 455-74. Web.

Råsbrant, Jonas. "The Price Impact of Open Market Share Repurchases." (2012). Web.

Råsbrant, J. 2013. “Essays on Share Repurchases and Equity Ownership”. Diss., KTH Royal Institute of Technology.

Stephens, C. P., Weisbach, M. S. (1998). Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs. The Journal of Finance, 53(1), 313–333.

Von Eije, Henk, and William L Megginson. "Dividends and Share Repurchases in the European Union." Journal of Financial Economics 89.2 (2008): 347-74. Web.

Wang, Qian, and Eric W.T Ngai. "Event Study Methodology in Business Research: A Bibliometric Analysis." Industrial Management Data Systems 120.10 (2020): 1863-900. Web.

Elektroniska källor

https://www.di.se/nyheter/varning-for-luftslott-jattarna-tommer-sina-kassor-i-rekordfart-nagot-sjukt/ (Hämtad: 2020-01-12)
http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016R1052&from=EN (Hämtad: 2020-01-10)

Nasdaq. (2020) CORPORATE ACTIONS STOCKHOLM - REPURCHASES OF OWN SHARES. New York: Nasdaq. http://www.nasdaqomx.com/transactions/markets/nordic/corporateactions/stockholm/repurchases-of-own-shares# (Hämtad: 2020-02-10)

Nasdaq OMX nordic, u. å. Aktier. http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier (Hämtad: 2020- 04- 23)

Bilagor

Datainsamling av företagens motiv för återköp.

Justerat kapital	**Incitamentprogram**	**investering (förvärv)**	**Utdelning**	**Ökat aktieägarvärde**
IFS	seb	Addnode	Dagon	NAXS
Wallenstam	Lagercrantz	Enea	Swedish Match	Fabege
Swedish Match	Husqvarna	IFS	Transcom Worldwide	Bure Equity
TETHYS OIL	Addtech	Skanska	Corem Property Group	Arise windpower
JM	Clas Ohlons	Acando	Millicom International Cellular	Wallenstam
Biotage	Avanza	Fabege	Enea	LUNDIN PETROLEUM AB
Acando	Lagercrantz	Lagercrantz	Atlas Copco AB	Traction b
Enea	ÅF AB	BE group	Acando	Klövern
Klövern	Probi	Sweco	Nordea	Atrium Ljungberg
Bure Equity	Loomis	Addtech	Haldex	Bonava
Orexa	Ratos	Peab	SEB	Kindred Group plc SDR
Diös Fastigheter AB	Assa Abloy	Multi Q	Sweco	Eastnine AB
Fabege	Karolinska Development	Corem Property Group	Traction	
Bonava	Eniro	Nordea	Ericsson	
SAGAX B	NCC	Concentric	Latour	
ORIFLAME COSMETICS SDB	Saab	Arise windpower	Skanska	
ACANDO B	Nordea	Wallestam	ÅF	
ITRIUM JUSTITIA	Orexo	Sagax	Intrium Justitia	
PROACT	Concentric	Tethys Oil	Hms networks	
LUNDIN PETROLEUM AB	Volvo	Proact	Investor	

SEMCOM AB	Lundin Petroleum	Intrium Justitia	Rottneros	
SAAB	Svedberg	Saab	Svedberg	
Concentric	Nordnet	Bulten	Wallestam	
Fingerprint cards	IFS	Semcom	Com Hem Holding	
NAXS	Scandi Standard	Svedberg	Concentric	
Proact	Platzer Fastigheter	Bergam & Beving	Ratos Pref	
Bergman & Beving B	Sweco	Klövern	Net Insight	
Investor B	Skanska	Bonava	Medivir	
Ahlsells	Comhem holding	Attendo	TeliaSonera	
Atrium Ljungberg	Besqab	Karo Pharma	NAXS	
Telia Company	Telia	Alimak	Tele2	
Attendo	Tethys Oil	Green Landscapning	Kinnevik	
Karo Pharma AB	Medivir	Bilia	Christian Berner	
Lagercrantz	Nordax	Bufab	Eastnine	
ÅF AB	Bonava	Holmen	Serneke	
Latour B	Axfood	Addlife	Besqab	
NetEnt AB	Fagerhult	Atrium Ljungberg	Munters	
Volati AB	AddLife	Eastnine	Nobina	
Net Insight	Bilerud	Net insight	Note AB	
	Swedish Orphan Biovitrum		IAR System	
	Ericsson		Arion Bank	
	Bejier Ref		International Petroleum corp	
	Billerud		Alimak	
	Ambea		AddTech	

	Alimak		Sweco	
	Mekonomen			
	Nordic Waterproofing			
	Troax Group			
	Nobina			
	Bergman & Beving			
	Semcon			
	Coor Service Management			
	Munters			
	Securitas			
	Intrium Justitia			
	Netent			