



EKONOMIHÖGSKOLAN
Lunds universitet

Kandidatuppsats Januari 2005
Företagsekonomiska Institutionen

Direktavkastningens determinanter

- En studie på den svenska aktiemarknaden.

Handledare:
Maria Gårdängen
Tore Eriksson

Författare:
Hansson, Thomas 820113
Palmqvist, Jakob 810623

Abstract:

- Title:** The determinants of the dividend yield – a study on the Swedish stockmarket.
- Seminar date:** 2005-01-17
- Course:** Bachelor thesis in business administration, 10 Swedish Credits (15 ECTS)
- Authors:** Hansson, Thomas (fek02th1)
Palmqvist, Jakob (fek02jpa)
- Advisors:** Maria Gårdängen
Tore Eriksson
- Key Words:** Dividend yield
Dividend
Cashflow
Market to book ratio
Dividend policy
- Purpose:** The purpose of this thesis is to illuminate to what extent chosen factors influence the dividend yield in Sweden. We also strive to explain whether investors can use these factors to achieve a preferred level of dividend yield.
- Method:** We have used a quantitative based method and the empirical data that have been used has primarily been collected through the database Six Trust. Our approach has been deductive, and our theories have been tested through multiple regressions.
- Conclusions:** The examined variables grade of explanation on the dividend yield does not show any unambiguous significant result. The result contradicts several acknowledged scholars previous research. Mentionable is for example John Lintner (1956), who showed that to great extent, dividends can be explained by a company's profit – we did not find any support for his statement. To foresee the level of dividend yield for a Swedish company, one should not base an investment decision on the examined variables.

Sammanfattning:

Titel:	Direktavkastningens determinanter – en studie på den svenska aktiemarknaden.
Seminariedatum:	2005-01-17
Kurs:	Fek 582 Kandidatuppsats, 10 poäng
Författare:	Hansson, Thomas (fek02th1) Palmqvist, Jakob (fek02jpa)
Handledare:	Maria Gårdängen Tore Eriksson
Nyckelord:	Direktavkastning Utdelning Kassaflöde Market to book ratio Utdelningspolicy
Syfte:	Syftet med uppsatsen är att belysa i vilken utsträckning valda faktorer påverkar direktavkastningen i Sverige samt att klargöra huruvida investerare kan använda faktorerna i syfte att uppnå önskad utdelningsnivå.
Metod:	Metoden som har använts är kvantitativt baserad, den empiriska datan är företrädesvis insamlad från databasen Six Trust, tillhandahållen av LINC vid Lunds Universitet. Angreppssättet har varit deduktivt, där teorier har testats genom multipel regression.
Slutsatser:	Studien visar inte på något entydigt signifikant resultat för de undersökta variabelernas förklaringsgrad på direktavkastningen. Resultatet motsäger därmed ett flertal erkända forskares tidigare resultat, däribland kan nämnas John Lintner(1956) som menade att utdelningen i mycket stor utsträckning kan förklaras av företagens vinster, något vi inte finner stöd för. Vid prognostisering av utdelningsnivån hos svenska börsföretag bör undersökta variabler inte ligga till grund för placering.

Innehållsförteckning

INNEHÅLLSFÖRTECKNING	1
1. INLEDNING	6
1.1 BAKGRUND	6
1.2 PROBLEMDISKUSSION	7
1.3 PROBLEMFÖRMULERING	9
1.4 SYFTE	10
1.5 AVGRÄNSNINGAR	10
1.6 MÅLGRUPP	10
1.7 DISPOSITION	10
2. METOD	12
2.1 ANSATS.....	12
2.2 KVANTITATIV STUDIE	12
2.3 URVAL OCH UNDERSÖKNINGSPERIOD	14
2.4 METOD FÖR PRESENTATION	16
2.5 DEFINITION AV VARIABLERNA	17
2.5.1 Direktavkastning.....	17
2.5.2 Ägarstrukturen.....	18
2.5.3 Avkastning på eget kapital.....	18
2.5.4 Kassaflöde per aktie.....	19
2.5.5 Likvida tillgångar	19
2.5.6 Market to book ratio (MBR)	19
2.5.7 Skuldsättningsgrad.....	20
2.5.8 Tillgångar	20
2.6 KÄLLKRITIK.....	20
2.7 METODKVALITET	21
2.7.1 Reliabilitet.....	21
2.7.2 Validitet.....	22
3. TEORETISK REFERENSRAM	23
3.1 UTDELNING – ETT FENOMEN UTAN SYFTE.....	23
3.2 AGENTTEORIN	24
3.3 KLIENTEFFEKTEN.....	26
3.4 OPTIMALA SKULDSÄTTNINGSGRADSHYPOTISEN	27
3.5 ÖVERKAPITALISERINGSHYPOTISEN	28
4. EMPIRI	30
4.1 HYPOTESFORMULERING.....	30
4.2 PRESENTATION AV URVALET	32
4.3 RESULTAT AV TESTER	32
5. ANALYS	39
5.1 ANALYS AV REGRESSIONERNA.....	39
5.1.1 Agentteorin.....	39
5.1.2 Klienteffekten	40
5.1.3 Optimala skuldsättningsgradshypotesen	41

DIREKTAVKASTNINGENS DETERMINANTER

5.1.4 Överkapitaliseringshypotesen.....	42
5.2 FAKTORER SOM KAN HA HAFT INVERKAN PÅ UNDERSÖKNINGEN	44
5.2.1 Börsklimatet.....	44
5.2.2 Utdelningspolicy.....	46
5.2.3 Återköp.....	48
6. SLUTSATS.....	51
6.1 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING	53
7. KÄLLFÖRTECKNING.....	54
7.1 ARTIKLAR.....	54
7.2 BÖCKER	57
7.3 ELEKTRONISKA KÄLLOR	58
7.4 MUNTliga KÄLLOR	59

Bilagor

Bilaga 1 Test av variabler

Bilaga 2 Korrelationen mellan oberoende variabler

Bilaga 3 Test av residualer

1. Inledning

I kapitel 1 vill vi ge en bild av varför utdelningens storlek är intressant att studera. Vidare utvecklar vi de teser som ligger till grund för uppsatsen. Avslutningsvis gör vi de avgränsningar som krävs för att behålla fokus på intressanta delar.

1.1 Bakgrund

Sverige är det land i världen där störst andel av befolkningen äger aktier, antingen direkt eller indirekt via fonder, enligt Fondhandlarförningens VD Pia Nilsson¹. Totalt handlar det om 94 procent av Sveriges befolkning mellan 18-78 år, PPM inkluderat². Sverige har länge varit ett land som legat i toppen i denna sorts statistik. Den stora variationen som finns på spararna innebär att kunskapsnivån är högst varierande, vilket är en av anledningarna till att fonder är så populära. Fonder förvaltas av personer som antas besitta mer och bättre kunskap om finansiella instrument än gemene man och därmed förhoppningsvis kunna generera högre avkastning åt placeraren.

Under börsnyan i slutet av 90-talet var det många som investerade i bolag inom it-sektorn, eller den nya ekonomin som de också kallades, ingen ville missa tåget. De fundamentala värderingsmodellerna ansågs förlegade, nu lades fokus på tillväxt och humankapital för att värdera bolag rätt³. I början av år 2000 började börsen falla och de kommande tre åren innebar stora kurskorrigeringar och mycket stora börsvärden som gick om intet. Såväl småsparare som stora investerare förlorade mycket stora belopp⁴. Investerare i form av pensionsfonder och försäkringsbolag fick det mycket problematiskt eftersom de måste hålla en viss konsolideringsgrad, mätt som relationen mellan företagets framtida åtaganden och marknadsvärdet på deras tillgångar⁵. Detta för att kunna garantera sina framtida åtaganden⁶. Konsolideringsgraden bör således ligga kring 100 procent. Börsfallet späddes på ytterligare när institutionerna blev tvungna att sälja av sina innehav för att inte riskera att konsolideringsgraden skulle sjunka ytterligare⁷. Under börsnedgången började därför investerarna återigen använda sig av

¹ Fondbolagen. (2004-06-17): *Sverige – världsledande på fondsparande*

² Fondbolagen. (2004-09-02): *Fondsparandet i ett 10-års perspektiv 1994-2004*

³ Dagens Industri (2002-06-24): *Fortsatt iskallt på Stockholmsbörsen.*

⁴ Skandias årsredovisning (2002)

⁵ AMF Pension (2004)

⁶ AMF Pension (2004)

⁷ Dagens Industri (2002-06-24): *Fortsatt iskallt på Stockholmsbörsen.*

fundamentala analyser där företag värderas baserat på kassaflödesmodeller, olika nyckeltal samt på omvärldsanalys.

Under tider då börsen är volatil finns det anledningar att titta på utdelningen då den ofta indikerar framtidstron, finansiell stabilitet samt visar på hur ägarvänligt företaget är⁸. Hög utdelning är även ett sätt att minska sin riskexponering vid eventuella kursfall. Utdelningen kompenserar mot kursfall genom att avkastning erhålls även om kursen faller. Sett till den svenska marknaden återfinns många av bolagen med hög direktavkastning på A-listan. Genomsnittlig andel utdelande bolag på A-listan var 91 procent i början av 2000-talet, jämfört med 41 procent hos övriga bolag på börsen⁹. Man kan också se tydliga skillnader mellan olika branscher, exempelvis tenderar fastighetsbolag, skogsbolag och banker ge hög utdelning¹⁰.

Efter den börsnedgång som började under första kvartalet år 2000 och som varade i nästan tre år blev även företagen mycket försiktiga med att investera, vilket har resulterat i att många bolag sitter på mycket stora likviditetsreserver¹¹. Den senaste tiden har det diskuterats mycket om vad bolag som exempelvis Volvo och Teliasonera ska göra med sina stora kassor¹². Det innebär att det finns stora möjligheter för bolagen att ge extrautdelningar till ägarna, vilket de bör göra om de inte har investeringsobjekt som kan visa på positiva nuvärden.

Ägare vill ha ersättning för kapital som har investerats i ett företag, vilket vanligtvis sker via utdelning, då utdelning under mycket lång tid har setts som det främsta ersättningsalternativet¹³. Utdelningen är onekligen en viktig aspekt ur investerarsynpunkt. Eftersom börsen tenderar att fluktuera över tiden kan hög utdelning ses som ett sätt att minska sin portföljrisk. Om så är fallet, finns det då något sätt att avgöra hur mycket som kommer att delas ut till ägarna?

1.2 Problemdiskussion

All senare forskning som rör utdelning tar sitt ursprung i Modigliani och Millers (hädanefter M&M) teorier om att utdelning inte har någon reell påverkan för företagets aktieägare¹⁴. Resultaten blev mycket uppseendeväckande då den generellt accepterade åsikten, innan M&M publicerade sin artikel, var att en

⁸ Privata Affärer (2002-03-21): *Bästa aktierna som ger hög direktavkastning.*

⁹ Se avsnittet "Urval och undersökningsperiod".

¹⁰ Dagens Industri (2002-06-24): *Fortsatt iskallt på Stockholmsbörsen.*

¹¹ Dagens Industri. (2004-10-29): *Ökat tryck på utdelning av välfyllda bolagskassor.*

¹² Ibid.

¹³ Arnold, G. (2002): *Corporate financial management.*

¹⁴ Miller, M.; Modigliani, F. (1961): Dividend policy, growth, and the valuation of shares.

skickligt skött utdelningspolitik hade en klart positivt inverkan på aktiepriset och därigenom aktieägarvärdet¹⁵. Allt sedan M&Ms teori lades fram har andra forskare efterhand mjukat upp antagandet. I korthet kan den fortsatta forskningen angående utdelning delas in i följande kategorier¹⁶;

1. Klienteffekter, främst med hänsyn till skillnader i skatt
2. Transaktionskostnader för externfinansiering, Residualteorin för utdelning
3. Den signaleffekt som utdelning har
4. Utdelningens roll för att reducera agentproblematiken

Därutöver har även framkommit att tidigare utdelning och storleken på de finansiella reserverna har en klar inverkan på utdelningens storlek.¹⁷

En pionjär när det gäller att använda utdelningen som grund för värdering av företag är Gordon. Enligt Gordon kan hela företaget värderas utifrån det diskonterade värdet på samtliga framtida utdelningar.¹⁸ Modellen har modifierats otaliga gånger, men den grundläggande principen kvarstår¹⁹. Gordons arbete visar, i motsatts till M&M, med önskad tydlighet på hur viktig utdelningen är för värderingen av företag. Det är med utgångspunkt från Gordons arbete vi ämnar fortsätta, det vill säga med utgångspunkt i att utdelning har en stor betydelse för hur företag bör värderas.

Det faktum att utdelning har funnits en längre tid och verkar vara ett bestående fenomen även i framtiden samt att utdelningen fortlöpande används för att värdera företag gör det intressant att analysera vad som styr utdelningens storlek. En av de första som gav sig in på denna bana var Lintner som kom fram till att vinsten var den viktigaste faktorn som påverkar förändringar i utdelningspolicyn²⁰. Lintners resultat har senare stärkts av andra forskares rapporter²¹. Den senaste rapporten som skrivits i ämnet, av Baker, Theodore och Powell 2001, undersökte hur 22 faktorer påverkar utdelningspolicyn på företag noterade på NASDAQ²². Variablerna som identifierats är emellertid väldigt diffusa, exempelvis beaktas hur utdelningen påverkas av styrelsens oro för att påverka kursen. Därför ger

¹⁵ Baker, K.; Veit, T.; Powell, G. (2001): *Factors influencing dividend policy decisions of Nasdaq firms*.

¹⁶ Alli, L.; Khan, Q.; Ramirez, G. (1993): *Determinants of corporate dividend policy: A factorial analysis*.

¹⁷ Ibid.

¹⁸ Gordon, M. (1963): *Dividends earnings and stock prices*.

¹⁹ Solomon, E. (1963): *The Theory of Financial Management*. och

Walter, J. (1963): *Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Enterprise*.

²⁰ Lintner, J. (1956): *Distribution of income of corporations among dividends, retained earnings and taxes*.

²¹ Exempelvis: Baker, K.; Veit, T.; Powell, G. (2001): *Factors influencing dividend policy decisions of Nasdaq firms*.

²² Ibid.

variablerna föga vägledning till den enskilde investeraren i dennes sökande efter hur stor utdelningen bör vara.

Vilka förhållanden som råder på den svenska marknaden är ännu inte tillfredsställande undersökt. Det finns därför en kunskapslucka, som vi ämnar fylla med undersökningen. Undersökningen ser dessutom till den faktiska utdelningen istället för till policyn som andra undersökningar har tenderat att göra²³. Detta görs då vi anser att faktisk utdelning är bättre att undersöka eftersom utdelningen kan avvika kraftigt från den rådande policyn. Vidare går det att argumentera för att policyn baseras på företagets historik och förändras först när ledningen är övertygad om att den nya policyn kan hållas under en överskådlig tid²⁴. Den faktiska utdelningen däremot är mycket mer flexibel då ordinarie utdelning kan kompletteras med extrautdelning under ovanligt bra år. Faktisk utdelning bör därför ge en mer exakt bild av vilka faktorer som de facto styr utdelningen under ett givet år.

Enligt vår mening finns en stor brist i den rådande forskningen när det gäller att prediktera framtida utdelningen. Vår ambition är därför att identifiera lättdefinierade nyckeltal som har inverkan på utdelningens storlek och därigenom kan hjälpa investerare att uppnå önskad direktavkastning.

1.3 Problemformulering

Ett antal relevanta faktorer som går att härleda från tidigare forskning, främst utförda på amerikanska förhållanden, kommer att utgöra hypoteser som syftar till att testa vad som styr storleken på utdelningen. Våra teser är:

- En större andel institutionellt ägande medför högre direktavkastning.
- En högre avkastning på eget kapital ger högre direktavkastning.
- Ett större kassaflöde innebär högre direktavkastning.
- En större mängd likvida tillgångar ger högre direktavkastning.
- Ett högre marknadsvärde i förhållande till eget kapital (MBR) ger lägre direktavkastning.
- En högre skuldsättningsgrad leder till lägre direktavkastning.
- En större tillgångsmassa innebär lägre direktavkastning.

²³Alli, L.; Khan, Q.; Ramirez, G. (1993): *Determinants of corporate dividend policy: A factorial analysis*. Och

Baker, K.; Veit, T.; Powell, G. (2001): *Factors influencing dividend policy decisions of Nasdaq firms*. In: The Financial Review.

1.4 Syfte

Syftet med uppsatsen är att belysa i vilken utsträckning valda faktorer påverkar direktavkastningen i Sverige samt att klargöra huruvida investerare kan använda faktorerna i syfte att uppnå önskad utdelningsnivå.

1.5 Avgränsningar

Vi har valt att enbart fokusera på den svenska marknaden av den enkla anledningen att det känns mer relevant för den målgrupp för vilken uppsatsen är ämnad. Jämförelser kommer emellertid att göras med utländska studier, då det finns mycket lite forskning kring de svenska förhållandena. Uppsatsen begränsas vidare till att undersöka bolagen noterade på A-listan (Mest omsatta och Övriga). Finansiella företag har uteslutits, då deras balansräkningar inte är jämförbara med övriga branschers och därför skulle ge missvisande värden för undersökningen.

Den mätperiod som valts löper från år 1999 till år 2003. I de fall det finns flera aktieslag i samma bolag har vi valt att undersöka den aktie som är mest omsatt. Därigenom behandlas enbart en aktie per företag.

1.6 Målgrupp

Uppsatsen vänder sig främst till lärare och forskare inom området, men även till studenter som har kunskaper motsvarande kandidatnivå i finansiering. Språkbruket och fackterminologin kommer att ligga på denna nivå.

1.7 Disposition

Kapitel 2 syftar till att klargöra hur vi skall gå tillväga med arbetet. Vi inleder med att tydliggöra för våra utgångspunkter och går därefter in på hur data skall samlas in. Vi diskuterar de problem som kan tänkas framkomma i analysen av empirin och avslutningsvis hur slutprodukten kan påverkas.

²⁴ Lintner, J. (1956): *Distribution of income of corporations among dividends, retained earnings and taxes.*

DIREKTAVKASTNINGENS DETERMINANTER

Kapitel 3 återger och diskuterar undersökningens underliggande teoretiska referensram. Vi kommer till en början att se på den övergripande forskningen, som bör kännas till vid behandlingen av det empiriska materialet. De mer generella teorierna om utdelning kommer sedermera att leda fram till de teorier som ligger till grund för uppsatsens hypoteser.

I kapitel 4 redogör vi för utfallet av vår undersökning. Inledningsvis presenteras de uppställda hypoteserna och därefter undersökningsmaterialet. Slutligen visar vi resultaten för regressionerna år för år.

Kapitel 5 kommer inledningsvis att sammanföra resultaten för de olika åren. Därefter undersöks vilka slutsatser som kan dras, utifrån de tidigare presenterade teorierna. Avslutningsvis kommer vi att undersöka hur andra fenomen kan ha påverkat undersökningsresultatet.

I kapitel 6 lyfts de viktigaste punkterna från analysen fram och sammanfattar undersökningens resultat.

2. Metod

Metoddelen redogör för hur vi skall gå tillväga med arbetet. Inledningsvis klargör vi för våra utgångspunkter och går därefter in på hur data skall samlas in. Vi diskuterar de problem som vi kan tänkas stöta på i analysen av empirin och avslutningsvis hur dessa kan påverka slutprodukten.

2.1 Ansats

Det finns två olika huvudtyper av förklaringsansatser. Den första är deduktiv, eller från teori till praktik. Deduktiv ansats innebär att forskaren först söker efter redan befintlig teori samt tidigare forskningsrön och utifrån dessa skaffar sig en uppfattning om hur världen ser ut. Den teoretiska referensramen ligger sedermera till grund för införskaffandet av data. Kritiken mot metoden härstammar främst från att forskaren allt för tidigt begränsat sitt sökande efter empiri och därigenom tenderar att kunna bekräfta sina ursprungliga antaganden. Den andra metoden är induktiv, eller från empiri till teori. Tanken är att forskaren här skall nyttja ett mer öppet förhållningssätt till empirin och förutsättningslöst finna den fakta som är mest intressant i det specifika fallet.²⁵

I den föreliggande uppsatsen har en ansats med tydliga dragningar år det deduktiva hållet valts, då vi utgår från hypoteser som till stor del går att härleda från tidigare forskning. Vi är emellertid ytters medvetna om metodens tidigare nämnda svaghet, men anser att tydligt definierade undersökningsvariabler krävs vid datainsamling av kvantitativ karaktär.

2.2 Kvantitativ studie

Metoden för undersökningen går främst att härleda utifrån problemformuleringen och syftet. En kvalitativ metod är bäst lämpad för att bringa klarhet i ett begrepp eller fenomen. Kvalitativa studier är ofta mer explorativa och ämnar ge en förhållandevis nyanserad bild. Kvantitativ metod är mest lämplig när förhandskunskaperna om ämnet är relativt goda, då metoden kräver att datan kategorieras innan den samlas in. Kvantitativ metod kan ofta underbygga material som baseras på siffror eller enkäter med förutbestämda svarsalternativ.

²⁵ Jacobsen, D. I. (2002): *Vad, Hur och varför: om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen.*

Kvantitativa undersökningar inkluderar därför ofta material av statistisk karaktär.
26

Utgångspunkten för denna uppsats är våra sju teser, som bygger på tidigare känd forskning. Eftersom materialet därtill i hög grad är baserat på siffror blir den kvantitativa metoden det självklara valet. En fördel med den kvantitativa metoden är att den gör det lätt att behandla stora mängder data utan att överblicken tappas. Detta är viktigt då vi undersöker flera variabler på ett stort antal företag över flera år.²⁷ Ambitionen är vidare att undersökningen, med hjälp av dess stora urval, ska vara representativ för svenska förhållanden. Något som bör medföra god generaliserbarhet när det gäller att beskriva vad som styr utdelningarnas storlek i Sverige. Den kvantitativa metoden beskrivs också som relativt exakt, i synnerhet i fråga om ett fenomen utsträckning och omfång²⁸. Vi kommer att kunna ange relativt precist hur mycket utdelningen påverkas vid förändring i de oberoende variablerna. Den sista fördelen vi vill framhäva är att en kvantitativ metod möjliggör att distans hålls till det som undersöks. Fördelen ligger i att inga personliga bindningar utvecklas och därför stärks koncentrationen på det mer generella, det som undersökningen verkligen syftar till att utreda²⁹.

Självfallet har den kvantitativa metoden också en del svagheter. Det största problemet med metoden är att den ger en ytlig prägel, då de undersökta enheterna inte kan vara allt för komplexa³⁰. I vår undersökning utgör ytligheten ett problem främst när variabeln ägarstruktur skall undersökas, eftersom vi då tvingats att enbart ta hänsyn till de största ägarna i varje bolag samt genom att nyanseringen av olika ägarintressen inte blir helt tillfredsställande. Ambitionen med undersökningen är dock att utreda huruvida det finns ett samband mellan direktavkastningen och ägarstrukturen. Hur olika ägargrupper mer exakt påverkar ett eventuellt samband överlämnar vi för vidare forskning.

Som tidigare nämnts mäts enbart de variabler som på förhand valts ut, vilket kan få till följd att andra viktiga variabler förbises. För att minimera risken har vi fäst stor vikt vid urvalet av variabler. Urvalet har främst baserats på tidigare forskning, men också på de faktorer som företagen själv tar upp som viktiga i årsredovisningarna.

²⁶ Jacobsen, D. I. (2002): *Vad, Hur och varför: om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen.*

²⁷ Ibid.

²⁸ Ibid.

²⁹ Ibid.

³⁰ Ibid.

2.3 Urval och undersökningsperiod

Den första avgränsningen som gjorts i urvalspopulationen är till svenska företag. Eftersom syftet är att undersöka svenska förhållanden ter sig avgränsningen som logisk.

Vi har ju, som motiverats tidigare valt att undersöka bolagen som har varit noterade på stockholmsbörsens A-lista sedan år 1999. Alla våra undersökta bolag väger alltså tungt i index, vi anser därför att bolagen är de mest adekvata för vår typ av undersökning. En av de viktigaste anledningarna till vårt val av bolag var att bolagen historiskt sett i mycket stor utsträckning har gett utdelning. Det problem vi var rädda för var, att ett större urval med många små bolag varav många inte ger någon utdelning alls, riskerade att ge missvisande svar. Bolagen på de mindre listorna har andra förutsättningar, många är rena utvecklingsbolag som varken genererar vinster och än mindre utdelningar, vilket åskådliggörs i diagram 1 nedan. För att styrka vårt val av population har vi gjort en undersökning och tittat på hur många av övriga bolag på Stockholmsbörsen som gav utdelning mellan åren 1999 - 2003.

Diagram 1

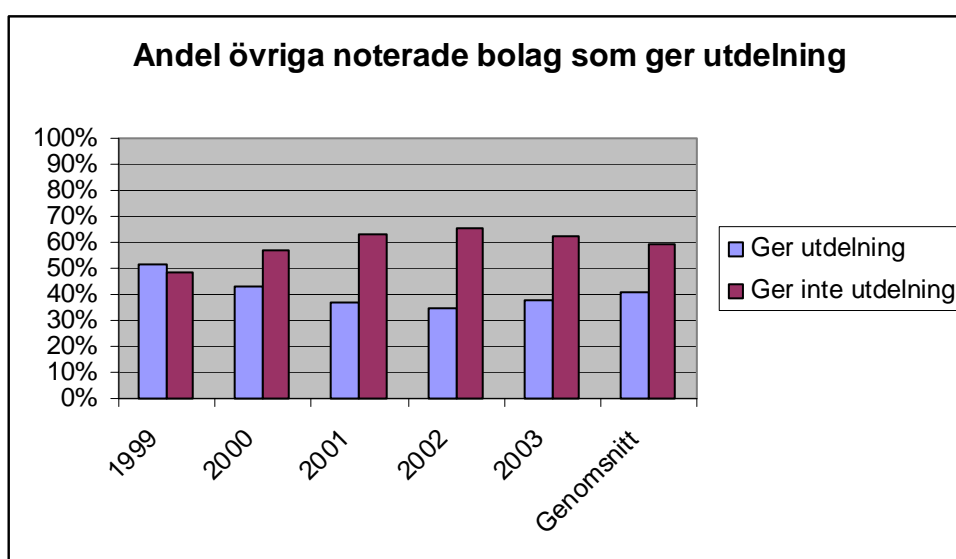


Diagram 1 visar andelen företag, på övriga listor (ej A-listan), som ger utdelning. Ljusa staplar representerar bolag som ger utdelning medan mörka staplar representerar de som inte ger någon utdelning. De sista staplarna visar genomsnittet under perioden.

Av diagram 1 framgår att andelen bolag på övriga listor (ej A-listan) som i genomsnitt ger utdelning är under 50 procent. I genomsnitt är det 59 procent av de 289 undersökta bolagen som inte ger utdelning, vilket innebär att gruppen hade fått ett stort genomsnitt om den inkluderats. Eftersom vi vill undersöka vad som styr utdelningsnivån hade ett stort antal bolag som inte ger utdelning varit

förödande för resultatet. Då en för stor grupp inte utdelande bolag skulle riskera att skapa en skevhet i urvalet. Jämför man med vårt urval, se diagram 2 nedan, så framträder en mycket tydligt skillnaden i utdelningsfrekvensen.

Diagram 2

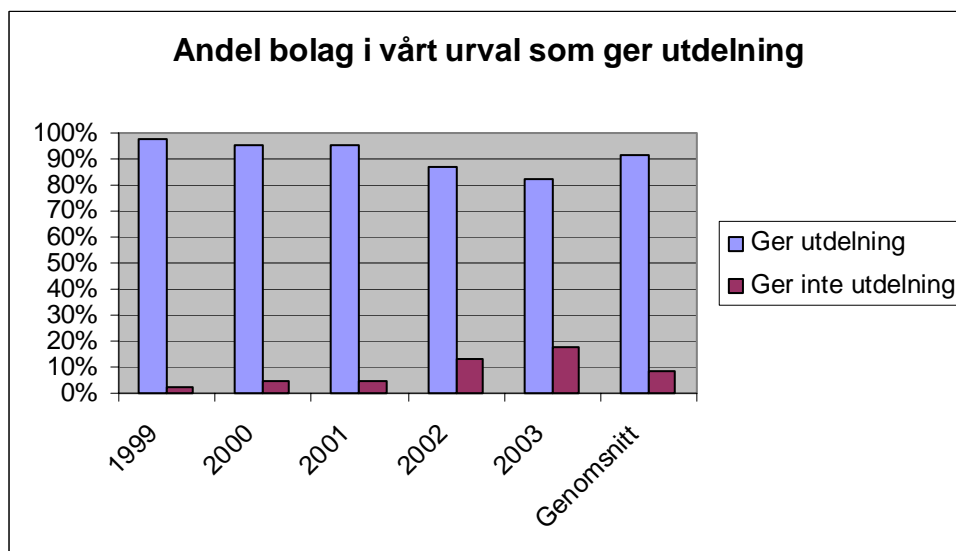


Diagram 2 visar andelen som ger utdelning på A-listan. Ljusa staplar representerar bolag som ger utdelning medan mörka staplar representerar de som inte ger någon utdelning. De sista staplarna visar genomsnittet under perioden.

Vår population uppvisar en mycket högre utdelningsfrekvens än övriga bolag på börsen. I genomsnitt är andelen företag som ger utdelning 91 procent jämfört med 41 procent för övriga företag. Att mäta olika variablers inverkan på utdelningens storlek skulle vara mycket svårt om vi hade valt en population där en mycket stor andel faktiskt inte ger någon utdelning alls.

Avslutningsvis har finansiella företag uteslutits från undersökningen. Anledningen är att flera variabler utgår från balansräkningen, vilken ser helt annorlunda ut för de finansiella företagen. Även andra studier har uppmärksammat problematiken och valt, likt oss, att bortse från finansiella företag³¹ eller behandla dem vid sidan av de övriga urvalet³². Vi anser inte att det finns tillräckligt många finansiella företag i urvalet för att kunna behandla dem som en enskild grupp.

Undersökningsperioden som valts sträcker sig från år 1999 fram till år 2003. Motivet till den valda perioden är att erforderlig data kunnat erhållas under uppsatsens tidsperiod.

³¹ Alli, L.; Khan, Q.; Ramirez, G. (1993): *Determinants of corporate dividend policy: A factorial analysis.*

³² Baker, K.; Veit, T.; Powell, G. (2001): *Factors influencing dividend policy decisions of Nasdaq firms.*

Vårt urval medför även vissa komplikationer. Bland annat finns risk för en storbolags-bias, då mindre bolag generellt inte är representerade på A-listan. Om allt för många bolag, som inte ger utdelning, varit representerade skulle detta vara ett betydligt större problem. Implikationen blir att den enskilde läsaren endast med försiktighet bör generalisera resultaten till bolag på de mindre listorna. Det finns vidare en liten risk för en överlevnads-bias, då bolag som avnoterats, köpts upp eller gått i konkurs under mätperioden inte beaktas. Risken är trots allt liten, eftersom mätperioden bara sträcker sig över fem år och bolagen på A-listan är relativt stabila över en så kort tidsperiod.

2.4 Metod för presentation

Vid presentation av data använder vi oss av multipel regressionsanalys. Regressionsanalys ger en bra approximation av hur förändringar i de olika oberoende variablerna påverkar den beroende variabeln. Det får inte glömmas bort att det enbart är ett urval av populationen som mäts. Ju mindre urvalet är desto större är sannolikheten att resultatet blir missvisande och inte går att generalisera på hela populationen. Statistiskt brukar minst 30 frihetsgrader krävas för att materialet ska anses tillförlitligt.³³ I vårt fall har vi minst 32 frihetsgrader, vilket bör ge tyngd åt undersökningens resultat. En annan risk som bör uppmärksammas är att det kan finnas andra variabler som kan påverka den beroende variabeln, det vill säga direktavkastningen i vårt fall. Denna risk är svår att eliminera, men ett väl genomtänkt val av oberoende variabler bör minimera risken.

Test av regressioner genomförs genom att två hypoteser ställs upp. Hypotes 1 anger det samband forskaren förväntar sig finna medan nollhypotesen anger motsatsen. Det optimala är att nollhypotesen kan förkastas. För att testa om så är fallet används T-test. T-testet utgår från standardfelen och kontrollerar huruvida sambanden mellan den beroende variabeln och den oberoende variabeln är statistiskt säkerställt eller om det kan beror på tillfälligheter. Vid T-test är det vanligt att använda 95 procentigt konfidensintervall för att statistiskt säkerställa att variablerna är korrelerade, vilket innebär att P-värdet i regressionerna ska vara under 0,05 för statistisk signifikans.³⁴

Vid multipel regression görs dels T-test för varje variabel och dels ett F-test för hela modellen. F-testet undersöker om modellen som helhet har något förklaringsvärde.³⁵ Även här används 95 procentigt konfidensintervall.

³³ Körner, S.; Wahlgren, L. (2002): *Statistisk dataanalys*.

³⁴ Ibid.

³⁵ Ibid.

För att kontrollera hur mycket av direktavkastningen som härrör från de oberoende variablerna används R^2 -Adjusted. R^2 -Adjusted visar i procent hur stor del av den beroende variabelns variation som förklaras av de oberoende variablerna. Det finns två typer av R^2 -värden. Vid användning av det vanliga R^2 summeras de enskilda variabelernas förklaringsgrad med varandra, vilket medför att R^2 hela tiden stiger när en ny variabel läggs till. R^2 -Adjusted kan däremot minska om fler variabler läggs till. Detta gör R^2 -Adjusted mer lämpligt att använda, då det inte inbjuder till att för många variabler läggs till.³⁶

Ett stort problem vid multipel regressionsanalys är att flera variabler förklarar samma sak, så kallad multikollinearitet. För att testa hur utsatt undersökningen är görs en korrelationsmatris där alla oberoende variabler testas mot varandra. Korrelationen bör inte vara mer eller mindre än +/- 0,8, som anses vara ett gränsvärde för vad som utgör problem³⁷.

Ett annat problem som kan dyka upp i regressioner är heteroskedasticitet. När residualvarianserna inte är konstanta föreligger heteroskedasticitet i materialet. I multipel linjär regression skall residualvariansen vara konstant. För att undvika problem med heteroskedasticitet i undersökningsresultatet används Whites heteroskedasticitetskorrigerade standardfel. Eventuell heteroskedasticitet har alltså korrigerats bort i resultatet.³⁸

2.5 Definition av variablerna

Det finns ofta flera olika definitioner av ekonomiska begrepp. Med anledning härom har vi valt att ingående definiera de variabler som mäts i undersökningen. I de fall företagen redovisar i utländsk valuta har omräkning skett enligt kursen per den 31/12 för det aktuella året.

2.5.1 Direktavkastning

Undersökningens beroende variabel är utdelningens storlek. Vi har valt att titta på direktavkastningen istället för utdelningen i kronor för att få jämförbara resultat. Om vi hade valt att se till den absoluta utdelningen hade variabeln i praktiken blivit en funktion av företagets storlek, alternativt en funktion av börskursen, beroende på om den totala utdelningen beaktats eller utdelning per aktie. För att undvika detta har vi istället ställt utdelningen i relation till aktiepriset per den sista varje år. Direktavkastningen är definierad som utdelningen dividerat med antalet stamaktier dividerat med aktiekursen. Även föreslagna extrautdelningar har

³⁶ Andersson, G.; Jorner, U.; Ågren, A. (1994): *Regressions- och tidserieanalys*.

³⁷ Damodar, G. (2002): *Basic Econometrics*.

³⁸ Reiman, M. (2001): *Using EViews for Undergraduate econometrics*.

beaktats i uträkningarna. Vi har valt att använda oss av kursen per den sista december, eftersom de flesta bolags räkenskapsperioder slutar då samt att metoden använts av andra forskare exempelvis Dittmar³⁹ och Baker, Veit och Powell⁴⁰.

Direktavkastningen är alltså den beroende variabeln i vår undersökning och det är nivån på densamma som vi vill kunna prediktiera genom att studera de oberoende variablerna.

2.5.2 Ägarstrukturen

Ägarstrukturen är definierad som andelen ägare som är intresserade av hög utdelning. I enlighet med klientelteorin, närmare beskriven senare, är det investmentbolag, stiftelser och fonder som är intresserade av hög utdelning⁴¹. I syfte att enbart beakta de ägare som kan ha ett reellt inflytande över företagets utdelningspolitik har vi satt en nedre gräns på fem procent av rösterna. Den uppmärksamma läsaren kan ha invändningar mot att inte tio procent av rösterna används som gräns, då tio procent av rösterna innebär en så kallad corner och vanligtvis medför en styrelseplats. Vi anser emellertid inte att det krävs styrelserepresentation, eller hot om krav på styrelserepresentation, för att kunna inverka på utdelningens storlek. Därtill skulle en gräns på tio procent göra att variabeln beaktade väldigt få företag, vilket skulle medföra en större osäkerhet i undersökningen.

2.5.3 Avkastning på eget kapital

Variabeln är hämtad från Six Trust och definieras som vinst dividerat med justerat eget kapital. Där vinst är:

Resultat efter finansnetto:
+ Fastighetsavskrivningar
+ Realisationsvinster/förluster på skepp
- skattefri utdelning (organisationsaktier mm)
- Minoritetsandel
- 30 % skatt
+ skattefri utdelning (se ovan)
- utdelning på preferensaktier
= vinst

³⁹ Dittmar, A. (2000): *Why do firms repurchase stock?*

⁴⁰ Baker, K.; Veit, T.; Powell, G. (2001): *Factors influencing dividend policy decisions of Nasdaq firms.*

Där justerat eget kapital är:

- Redovisat eget kapital
- Föreslagen utdelning
- + 70% av obeskattade reserver
- = Kapitalmätt

2.5.4 Kassaflöde per aktie

Kassaflödet är i Six trust definierat enligt följande:

Kassaflöde:

- Resultat före bokslutsdispositioner
- + Redovisade avskrivningar
- + Nedskrivningar
- Reavinster
- + Reaförluster
- Betald skatt
- Förändring av spärrkonto
- Betalda utdelning
- Resultatandelar
- = kassaflöde

Kassaflödet divideras sedan med antalet utestående stamaktier. Kassaflödet används som ett mått på företagets kapitaltillskott från den löpande verksamheten. I SIX Trust dras utdelningen bort, vilket blir väldigt märkligt då vi undersöker hur just utdelningen påverkas av kassaflödet. Med anledning av problematiken har utdelningen adderats till kassaflödet. Det slutgiltiga kassaflödet skall därför tolkas som det kapital som är möjligt att dela ut till ägarna utan att tidigare års vinster tas i anspråk. Resultatmättet blir jämförbart med EBITDA, bortsett från att betald skatt subtraheras i vår modell. Eftersom utdelningen inte är avdragsgill måste företagen betala skatt på pengarna som sedan skall delas ut. För att göra variabeln jämförbar mellan företagen har den avslutningsvis dividerats med aktiekursen.

2.5.5 Likvida tillgångar

Som likvida tillgångar har vi använt omsättningstillgångar subtraherat med varulager, då vi anser att ett varulagers värde är svårt att uppskatta vid snabb avyttring. Värdet har logaritmerats för att bättre fördelning ska erhållas.

2.5.6 Market to book ratio (MBR)

MBR är fastställd som börsvärdet (antalet utestående stamaktier multiplicerat med kursen) dividerat med eget kapital.

⁴¹ Arnold, G. (2002): *Corporate financial management*.

2.5.7 Skuldsättningsgrad

Skuldsättningsgraden definieras som summan av långfristiga skulder och kortfristiga räntebärande skulder på balansdagen dividerat med eget kapital.

2.5.8 Tillgångar

Bolagens tillgångar är hämtade direkt från balansräkningarna utan att några justeringar gjorts. Värdet har sedermera logaritmerats för att en bättre fördelning ska erhållas.

2.6 Källkritik

Den största delen av sekundärdatan kommer från Six Trusts databas. Datainsamlingen ägde rum under tidsperioden 2004-11-08 till 2004-11-24. På ekonomihögskolan tillhandahålls Six Trust av den ideella organisationen LINC. I de fall komplett information inte återfanns i Six databas har den sökts i det aktuella företags årsredovisning alternativt i Reuters 3000Xtra. Six Trust används relativt frekvent både av forskare och analytiker i näringslivet⁴² och bedöms därför som mycket tillförlitlig. I flera fall är det i praktiken sammanställningar från företagens årsredovisningar som används, vilket gör att materialet är lätt att verifiera. Årsredovisningarna i sig har under senare år varit föremål för kritik, då redovisningstekniker kan dölja och förbättra företags finansiella ställning. Med hänvisning till de lagar och regler som finns i Sverige, främst kravet på en rättvisande bild av företaget, får det trots kritiken antas att årsredovisningarnas innehåll är trovärdiga.

Vid hantering av stora mängder data, finns det i både bearbetningen och skrivandet, risk för att såväl systematiska som slumpmässiga fel kan uppenbara sig. För att minska risken att fel förekommer har vi genomfört stickprov i undersökningsmaterialet och jämfört siffrorna med årsredovisningarna utan att skillnader förekommit i något fall. Därtill har alla resultat genomgående kontrollerats och granskats för att finna avvikelser.

De vetenskapliga artiklarna som hänvisas till i uppsatsen har valts ut med omsorg. Enbart artiklar publicerade eller omnämnda i erkända och seriösa "Journals" har tagits med. Därtill bör nämnas att ett flertal av de artiklar som refereras till i den här utredningen även ligger till grund för andra välrenommerade artiklar såsom, "The dividends Puzzle: a progress report" av Mann⁴³. I de fall artiklarnas forskningsresultat ansetts kontroversiella anges det i texten.

⁴² Eklund, C.; chefsekonom SEB

För variabeln ägarstruktur har boken "Ägarna och makten" använts. Boken är en årligen utkommande utgåva som kartlägger de 25 största ägarna i de största svenska företagen. Det finns enligt vår mening ingen anledning att misstro informationen i boken, då den frekvent rekommenderas och används av uppsatsstudenter⁴⁴. Därtill har vi kontrollerat senaste årets uppgifter mot Reuters databas. Då informationen i Reuters presenterades i en annan form var direkta jämförelser ej möjliga, men övergripande överensstämde informationen väl.

De artiklar som härstammar från Dagens Industri och liknande källor har endast använts i syfte att visa den aktuella uppfattningen på den svenska marknaden och inte som teoretiska faktakällor. Vi anser att det är viktigt att koppla materialet till praktiska förhållanden, då en del av syftet är att erbjuda stöd till enskilda investerare.

2.7 Metodkvalitet

Kvalitén på en uppsats som till stor del baseras på numeriskt material så som denna, säkras som helhet genom att hela tiden beakta validiteten och reliabiliteten i materialet som bearbetas⁴⁵. Båda begreppen går vi igenom under respektive rubrik.

2.7.1 Reliabilitet

Reliabilitet kan definieras som graden av tillförlitlighet i undersökningen⁴⁶. För att kunna dra adekvata slutsatser av det material som undersökts krävs hög reliabilitet⁴⁷. I vårt val av datainsamlande så har vi valt att använda oss av Six Trust som den primära datakällan, Six Trust är ett av de mest använda systemen för insamlande av bolagsdata i Sverige. Systemet har fått erkännande på den svenska finansiella marknaden och det finns en stor bredd i användandet. Reliabiliteten i det material som vi har samlat in via Six Trust, får anses komma från en mycket tillförlitlig källa och därför håller hög kvalitet och är korrekt. Med tanke på den mängd av data som samlats in till undersökningen ställs kanske än högre krav på reliabilitet än om undersökningen hade varit mer kvalitativt inriktad. Reliabiliteten i det material som vi undersöker går aldrig göra en direktkontroll av, givet att vi inte vet svaret på den företeelse som vi undersöker. Den enda kontroll man kan genomföra är att företa fler likvärdiga

⁴³ Mann, S. (1989): *The dividend puzzle: A progress report.*

⁴⁴ Kjellberg, C.; Schönström, A.(2004): *Vad påverkar storleken på budpremien i praktiken? - en studie av några faktorer.*

⁴⁵ Eriksson och Wiedersheim, P. (2001)

⁴⁶ Jacobsen, D. I. (2002): *Vad, Hur och varför: om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen.*

⁴⁷ Ibid.

undersökningar⁴⁸. Reliabiliteten kan anses uppfylld när andra forskare oberoende av oss eller andra kommer fram till likvärdiga resultat givet att samma tillvägagångssätt används⁴⁹.

I samband med regressionsanalysen och mera precist i Jarque-Beras normalitetstest framkom att några av de undersökta variablerna inte var normalfördelade, vilket är ett av de grundläggande antagandena för att säkerställa tillförlitligheten i en regression. Problemet kan förekomma vid undersökningar av ekonomiska variabler och därför krävs det att man i resultaten tar hänsyn till detta faktum. Praktiskt innebär det att modellernas t-värden inte håller samma grad av tillförlitlighet som de hade gjort om de varit normalfördelade. Läsaren bör ha problematiken i åtanke när t-värdena ligger nära den kritiska signifikansnivån.

2.7.2 Validitet

Validitet kan definieras som material med hög giltighet och som är relevant för undersökningens syfte⁵⁰. Vårt syfte är att undersöka olika variablers inverkan på utdelningsnivån. Variablerna som använts anser vi, i likhet med tidigare forskning, vara relevanta för vårt syfte⁵¹. I kombination med en tillförlitlig datakälla, i form av Six Trust, borgar för god validitet.

Validitet och reliabilitet är två mycket relaterade variabler i en undersökning, det finns ett tydligt beroende dem emellan. Fullständig reliabilitet krävs för att kunna få fullständig validitet, men hög reliabilitet ingen garanti för hög validitet, då undersökningen måste kunna svara på sitt syfte⁵². Eftersom ingen tidigare har genomfört en liknande undersökning, kan vårt val av variabler påverka i vilken utsträckning som vi kan förklara utdelningsnivån. Variablerna är alla motiverade och baserade på tidigare forskares relevanta och adekvata variabler för att uppnå högsta möjliga validitet i undersökningen.

⁴⁸ Arbnar, I.; Bjerke, B. (1999): *Företagsekonomisk metodlära*.

⁴⁹ Eriksson, L.; Wiedersheim, P. (2001): *Att utreda, forska och rapportera*.

⁵⁰ Jacobsen, D. I. (2002): *Vad, Hur och varför: om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*.

⁵¹ Exempelvis Dittmar, A. (2000): *Why do firms repurchase stock?*

⁵² Davidsson, B.; Patel, R. (1994): *Forskningsmetodikens grunder*.

3. Teoretisk referensram

Kapitel 3 syftar till att återge och diskutera undersökningens underliggande teoretiska referensram. Vi kommer till en början att se på den övergripande forskningen, som bör kännas till vid behandlingen av det empiriska materialet. De mer generella teorierna om utdelning kommer sedermera att leda fram till de teorier som ligger till grund för uppsatsens hypoteser.

3.1 Utdelning – ett fenomen utan mening

All forskning inom området utdelning har alltsedan 1962 tagit sin utgångspunkt i en och samma artikel, nämligen ”Dividend policy, growth and the valuation of shares” av Miller och Modigliani⁵³. Med hjälp av tre enkla antagande argumenterar författarna kraftfullt för att utdelning inte har någon egentlig påverkan på företagets värde. Det första antagandet är att kapitalmarknaden är perfekt. Antagandet innebär att ingen enskild aktör kan påverka priset, inga transaktionskostnader förekommer och att alla har tillgång till all information. Det andra antagandet är att investerare är rationella, det vill säga föredrar mer välstånd framför mindre och är indifferent till huruvida avkastningen är pengar eller värdeökning. Det sista antagandet är att det råder perfekt säkerhet, vilket innebär avsaknad av konkursrisk.⁵⁴

Senare forskning har i väsentlig grad mjukt upp M&Ms antaganden och har visat att det finns positiva effekter med utdelning. Ett exempel är Ross som var först att visa på att signaleffekterna från utdelning minskar informationsasymmetrin och därigenom gynnar värdet på företaget⁵⁵. Den som gått längst när det gäller att mjuka upp M&Ms ursprungliga antagande är Black i en artikel från 1996⁵⁶. I artikeln väljer Black att tänja på det absolut heligaste antagandet, att marknaden är rationell och effektiv, för att förklara förekomsten av utdelning. Det bör dock nämnas att artikeln ska skiljas från Blacks tidigare forskning då den är skriven under hans tid som anställd på Goldman & Sachs och inte under hans akademiska karriär. Visst medhåll erhöll dock Black i sin argumentation för att Herbert Simons begränsade rationalitet skulle användas i stället för den helt rationella

⁵³ Miller, M.; Modigliani, F. (1961): Dividend policy, growth, and the valuation of shares.

⁵⁴ Ibid.

⁵⁵ Ross, S. (1977): *The determination of financial structure: The incentive-signalling approach.*

⁵⁶ Black, F. (1996): *The dividend puzzle.*

modellen. Bland andra menar Frankfurter att synsättet är det första riktiga steget på länge mot att lösa utdelningsgåtan⁵⁷.

Den viktigaste slutsatsen för denna uppsats, som M&M drar, är att utdelning ska ses som ett perfekt substitut till återköp eller återinvestering i verksamheten. Teorin bekräftas genom studier av Barclay som visar att investerare, i en värld utan skatt, är helt indifferent mellan utdelning och återinvestering⁵⁸. För vår del har sambandet inneburit att informationsinhämtande utökats till att även omfatta forskningsmaterial rörande återköp. Då det finns betydligt fler teorier gällande återköp än vad det finns rörande utdelning har sambandet kommit att utgöra en avgörande förutsättning för den teoretiska referensramen.

3.2 Agentteorin

Agentteorin kommer här att användas i sitt ursprungliga användningsområde, nämligen för att analysera förhållandet mellan aktieägare och företagsledning. Agentteorin utgår från två parter principalen (aktieägarna) och agenten (företagsledningen). Teorin går ut på att principalen anställer agenten för att denna ska maximera principalens värde. Problemet ligger i hur principalen ska kunna försäkra sig om att agenten handlar principalens intresse och inte utnyttjar situationen för egen vinning. Agentteorin bygger på sex antagande;⁵⁹

- Det finns en målkonflikt mellan principalen och agenten
- Båda är nyttomaximerande
- Det finns en informationsasymmetri till agentens fördel
- Agenten är opportunistisk
- Agenten är riskavert
- Agenten handlar begränsat rationellt

Eftersom båda parter är nyttomaximerande och situationen är paretoeffektiv, det vill säga den ena kan bara tjäna extra om den andra förlorar, råder det en målkonflikt.⁶⁰

Det finns åtskilliga artiklar som berör huruvida agentkostnaden har någon inverkan på utdelningens storlek. I exempelvis en uppmärksam artikel ur *American Economic Review* från 1984 hävdar Easterbrook att företagsledningens

⁵⁷ Frankfurter, G. (1999): *What is the puzzle in "the dividend puzzle?"*

⁵⁸ Barclay, M. (1987): *Dividends, Taxes and common stock prices: The ex-dividend day behavior of common Stock prices before the income tax.*

⁵⁹ Bengtsson, L., och Nygaard, C. (2002): *Strategizing: en kontextuell organisationsteori.*

⁶⁰ Ibid.

riskaversion leder till att ägarna av företagsobligationer erhåller överavkastning på aktieägarnas bekostnad⁶¹. Forskarens lösning är en generös utdelningspolitik. Den något kontroversiella slutsatsen i artikeln är att aktieägarna, trots de höga kostnaderna förknippade med nyemissioner, tjänar på att få utdelat betydande värden från företagen, vilket leder till att företagen fortlöpande måste be marknaden om nya pengar. Easterbrooks resultat har emellertid inte helt accepterats. Exempelvis kom Mayers och Majluf fram till att internt genererade medel var billigare än extern finansiering⁶². Hur applicerbara Easterbrooks resultaten är på svenska förhållande återstår ännu att testa, men artikeln visar med önskvärd tydlighet på agentkostnadernas påverkan i samband med utdelning.

Det är rimligt att anta att små bolag är mer utsatta för informationsasymmetri än stora på grund av att stora företag har fler analytiker som följer dem, får större uppmärksamhet i massmedia och därigenom blir bättre genomlysta. I uppsatsen kommer därför argumentet för informationsasymmetri testas genom att direktavkastningen jämförs med den naturliga logaritmen av värdet på företagets samlade tillgångar. Om direktavkastningen är större för företag med lägre tillgångsmassa kan det tolkas som om de försöker kompensera sig för den sämre genomlysningen. En intressant iakttagelse är vidare att Dittmar år 2000 lyckades visa på ett signifikant samband mellan tillgångsmassan och återköp av egna aktier⁶³.

Genom undervärderingshypotesen kan vi angripa agentkostnadernas påverkan på direktavkastningen. Undervärderingshypotesen säger att informationsasymmetrin kan göra så att företaget felvärderas⁶⁴. Om agenten tror att företaget är felvärderat kommer den att erbjuda extrautdelning och återköp för att signalera sin tilltro till företaget. Enligt hypotesen kommer marknaden att tolka handlingen som om aktien är undervärderad⁶⁵. Eftersom utdelning sänker det egna kapitalet i förhållande till marknadsvärdet bör det finnas ett negativt samband mellan utdelning och marknadsvärdet i förhållande till det egna kapitalet. Ikenberry, Lakonishok och Vermaelen har visat att sambandet är tydligast för företag med lågt marknadsvärde i förhållande till det bokförda värdet⁶⁶. I deras undersökning

⁶¹ Easterbrook, F. (1984): *Two agency-cost explanation of dividends*.

⁶² Myers, S.; Majluf, N. (1984): *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*.

⁶³ Dittmar, A. (2000): *Why do firms repurchase stock?*

⁶⁴ Ibid.

⁶⁵ Asquith, P.; Mullins, D. (1986): *Signaling with dividends, stock repurchase and equity issues*.
och

Dann, L.; Masulis, R.; Mayers, D. (1991): *Repurchases tender offers and earning information*.

⁶⁶ Ikenberry, D.; Lakonishok, J.; Vermaelen, T. (1995): *Market underreaction to open market share repurchase*.

återfinns stöd för att företag erhåller överavkastning i upp till fyra år efter tillkännagivandet av återköp⁶⁷.

3.3 Klienteffekten

Olika ägargrupper har olika preferenser när det gäller utdelning. En allt viktigare grupp investerare, inte minst i Sverige på grund av omfattande politiska reformer, är pensionsfonder. En pensionsfond är beroende av ett ständigt inflöde av pengar för att klara de löpande utbetalningarna. Det ligger därför nära till hands att förutsätta att denna grupp investerare är mer intresserade av utdelningar än exempelvis venture capital-företag, som är ute efter värdestegringar i innehavet.⁶⁸

”Our statistical analysis provides evidence of the clientele effect in the UK stock market – shareholders in the high income, low capital gains tax bracket hold shares in high-growth companies and shareholders with low income and in the high capital gains tax bracket hold shares in low growth companies”⁶⁹

Crossland, Dempsey och Moizer lyckades i den här artikeln visa på ytterligare en orsak till klienteffekten. Det progressiva skattesystemet som nyttjas i flera länder gör att vissa investerare har komparativa fördelar när det gäller utdelning gentemot kapitalvinster.

Det är rimligt att anta att en del aktieägare väljer aktier för att utdelningsstorleken passar dem. Detta kan skapa en press på ledningen att ge en konstant utdelning då förändringar i utdelningen inte är positivt för någon ägargrupp. Variationer skulle leda till bristande förtroende för ledningen med en pressad aktiekurs som följd. Konsekvensen blir att ledningen, enligt teorin, försöker inrikta sig på en speciell ägargrupp och väljer utdelning utifrån gruppens preferenser.⁷⁰

Individuella utdelningspreferenser är svåra att mäta, men det finns, enligt klientelteorin, ett antal grupper som föredrar stora utdelningar. De viktigaste grupperna är fonder och investmentbolag⁷¹. I uppsatsen kommer andelen ägare intresserade av stor utdelning att ställas i relation till direktavkastningen. Vi har, som tidigare nämnts, valt att enbart beakta de ägare med mer än fem procent av

⁶⁷ Ikenberry, D.; Lakonishok, J.; Vermaelen, T. (1995): *Market underreaction to open market share repurchase.*

⁶⁸ Arnold, G. (2002): *Corporate financial management.*

⁶⁹ Crossland, M.; Dempsey, M.; Moizer, P. (1991): *The effect on cum- to ex-dividend changes on UK shares.*

⁷⁰ Arnold, G. (2002): *Corporate financial management.*

⁷¹ Ibid.

rösterna i företaget, då vi anser att det krävs visst inflytande för att kunna påverka direktavkastningens storlek.

3.4 Optimala skuldsättningsgradshypotesen

Utdelning är ett sätt för företaget att dela ut sitt kapitalöverskott till aktieägarna. När företag delar ut pengar minskar de sitt eget kapital och därigenom ökar de sin skuldsättningsgrad. Under förutsättning att det finns en optimal skuldsättningsgrad kommer företag med låg skuldsättningsgrad att ha en högre direktavkastning än företag med hög skuldsättningsgrad, då företagen önskar öka sin skuldsättningsgrad för att nå den optimala nivån⁷².

Hypotesen om optimal skuldsättningsgrad utgår från Donaldsons teori om ”pecking order”, det vill säga, i vilken ordning företag föredrar att finansiera nya investeringar⁷³. Donaldson upptäckte att företagsledningen föredrog att finansiera nya investeringar med internt genererade medel framför lånat kapital och att lånat kapital föredrogs framför nyemissioner⁷⁴. Följden blir att företag blir mindre skuldsatta när de är vinstgivande och drar på sig mer skulder när de gör förluster. Donaldsons ”Pecking order” har fått stöd i ett flertal undersökningar. Däribland en av Hovakimian, Opler och Titman, som utöver pecking order också fastslår att fastställda mål för skuldsättningsgrad har en stor påverkan på företagsledningen när beslut om kapitaldistribution ska fattas⁷⁵. Framförallt vid beslut som innebär en höjning av skuldsättningsgraden, det vill säga vid distribution av ackumulerade medel, ser forskarna ett tydligt samband med de uttalade målen. I enighet med artikeln av Hovakimian, Opler och Titman bör således företag med låg belåningsgrad vara mer intresserade av att dela ut mycket pengar i syfte att nå sin optimala belåningsgrad. Med utgångspunkt i optimala belåningsgradshypotesen har Dittmar lyckats visa på ett signifikant samband mellan belåningsgrad och återköp av egna aktier⁷⁶.

Skuldsättningsgraden kommer i den här uppsatsen att användas som en oberoende variabel för att testa hypotesen att optimal skuldsättningsgrad har påverkan på direktavkastningens storlek.

⁷² Hovakimian, A.; Opler, T.; Titman, S. (2001): *The debt equity choice*.

⁷³ Ibid.

⁷⁴ Donaldson G. (1961): *Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and determination of corporate debt capacity*.

⁷⁵ Hovakimian, A.; Opler, T.; Titman, S. (2001): *The debt equity choice*.

⁷⁶ Dittmar, A. (2000): *Why do firms repurchase stock?*

3.5 Överkapitaliseringshypotesen

För ett företag finns det inget syfte att hålla ett stort kapitalöverskott. Åtskilliga studier har dessutom lyckats visa på hur företag som systematiskt ackumulerar onödigt mycket kapital straffas med rabatt på börsen⁷⁷. Anledningen till att överkapitaliserade företag med rätta straffas på börsen är att det finns ekonomiska incitament för att utnyttja de fördelar lånat kapital ger. Den främsta fördelen är att ränta är avdragsgill. En annan stor fördel med lånat kapital är att det behandlas mer försiktigt av ledningen och därigenom minskas risken att investeringar görs i projekt med negativa nuvärden⁷⁸. För att distribuera överskottskapital tillbaka till aktieägarna är utdelning ett alternativ.

Vi kommer att undersöka överkapitaliseringshypotesen på tre olika sätt. Det mest uppenbara sättet att undersöka hypotesen på är genom att utreda om det finns någon korrelation mellan mängden likvida tillgångar som finns i bolaget och deras utdelningsnivå. Om det finns ett positivt samband kan resultatet tolkas som om företag, i likhet med vad hypotesen säger, aktivt försöker betala tillbaka de kapitalöverskott som byggts upp i företaget.

Det andra testet som tas upp i undersökningen är kassaflödets påverkan på direktavkastningen. Vi har valt att testa kassaflödet i stället för vinsten då kassaflödet är ett renare mått, det vill säga kassaflödet är inte lika påverkbart av bokföringstekniker som årets resultat är. Metoden har på senare år blivit allt mer populär, exempelvis Baker, Veit och Powel använder kassaflödet som substitut för vinst i sin undersökning⁷⁹. Kassaflödet är också det resultatmått som främst används av de stora investmentbankerna vid värderingsanalyser⁸⁰. Därtill förefaller det rimligare att använda kassaflödet, då det speglar mängden pengar företaget verkligen har möjlighet att dela ut. Högt kassaflöde borde enligt överkapitaliseringshypotesen leda till hög direktavkastning.

Avslutningsvis kompletteras ovanstående variabler med en variabel som redogör för hur mycket avkastningen på eget kapital påverkar direktavkastningen. Variabeln är intressant då hög räntabilitet indikerar att företaget investerar sina pengar i projekt som medför ökat aktieägarvärde och inte samlar pengar på hög. I enighet med teorin bör företag betala ut det kapital som skulle ge högre avkastning hos ägarna⁸¹. En hög räntabilitet borde därför vara positivt korrelerad

⁷⁷ Jensen, M. (1986): *Agency costs of free cashflow*.

⁷⁸ Ibid.

⁷⁹ Baker, K.; Veit, T.; Powell, G. (2001): *Factors influencing dividend policy decisions of Nasdaq firms*.

⁸⁰ Lustig, J.; Associate M&A JP Morgan.

⁸¹ Jensen, M. (1986): *Agency costs of free cashflow*.

DIREKTAVKASTNINGENS DETERMINANTER

med direktavkastningen, då pengar som inte används till värdeskapande projekt bör betalas ut.

4. Empiri

I kapitel 4 redogör vi för utfallet av vår undersökning. Inledningsvis presenterar de uppställda hypoteserna och därefter undersökningsmaterialet. Slutligen visar vi resultaten för regressionerna vart år för sig.

4.1 Hypotesformulering

Statistiska test utgår från en hypotes med mothypotes. I den ideala situationen kan nollhypotesen förkastas, det vill säga testet konstaterar att nollhypotesen inte är giltig.⁸² Nedan följer de hypoteser som vi kommer att testa.

(1) Första hypotesen testar om ägandestrukturen har ett positivt samband med direktavkastningen.

H_0 : Det finns inget positivt samband mellan ägarstrukturen och direktavkastningen.

H_1 : Det finns ett positivt samband mellan ägarstrukturen och direktavkastningen.

(2) Andra hypotesen testar om avkastning på eget kapital har ett positivt samband med direktavkastningen.

H_0 : Det finns inget positivt samband mellan avkastningen på eget kapital och direktavkastningen.

H_1 : Det finns ett positivt samband mellan avkastningen på eget kapital och direktavkastningen.

(3) Tredje hypotesen testar om kassaflödet har ett positivt samband med direktavkastningen.

H_0 : Det finns inget positivt samband mellan kassaflödet och direktavkastningen.

H_1 : Det finns ett positivt samband mellan kassaflödet och direktavkastningen.

(4) Fjärde hypotesen testar om det finns ett positivt samband mellan likvida tillgångar och direktavkastningen.

H_0 : Det finns inget positivt samband mellan likvida tillgångar och direktavkastningen.

H_1 : Det finns ett positivt samband mellan likvida tillgångar och direktavkastningen.

(5) Femte hypotesen testar om det finns ett negativt samband mellan MBR och direktavkastningen.

H₀: Det finns inget negativt samband mellan MBR och direktavkastningen.

H₁: Det finns ett negativt samband mellan MBR och direktavkastningen.

(6) Sjätte hypotesen testar om det finns ett negativt samband mellan skuldsättningsgraden och direktavkastningen.

H₀: Det finns inget negativt samband mellan skuldsättningsgraden och direktavkastningen.

H₁: Det finns ett negativt samband mellan skuldsättningsgraden och direktavkastning.

(7) Sjunde hypotesen testar om det finns ett positivt samband mellan tillgångsmassan och direktavkastningen.

H₀: Det finns inget positivt samband mellan skuldsättningsgraden och direktavkastningen.

H₁: Det finns ett positivt samband mellan tillgångsmassan och direktavkastningen.

Den fullständiga modellen som testas i uppsatsen blir därför:

Modell 1

Direktavkastningen = $\beta_0 + \beta_1$ Ägande + β_2 Avkastning eget kapital + β_3 Kassaflöde + β_4 Likvida tillgångar + β_5 MBR + β_6 Skuldsättningsgrad + β_7 Tillgångar

⁸² Körner, S.; Wahlgren, L. (2002): *Statistisk dataanalys*.

4.2 Presentation av urvalet

Diagram 3

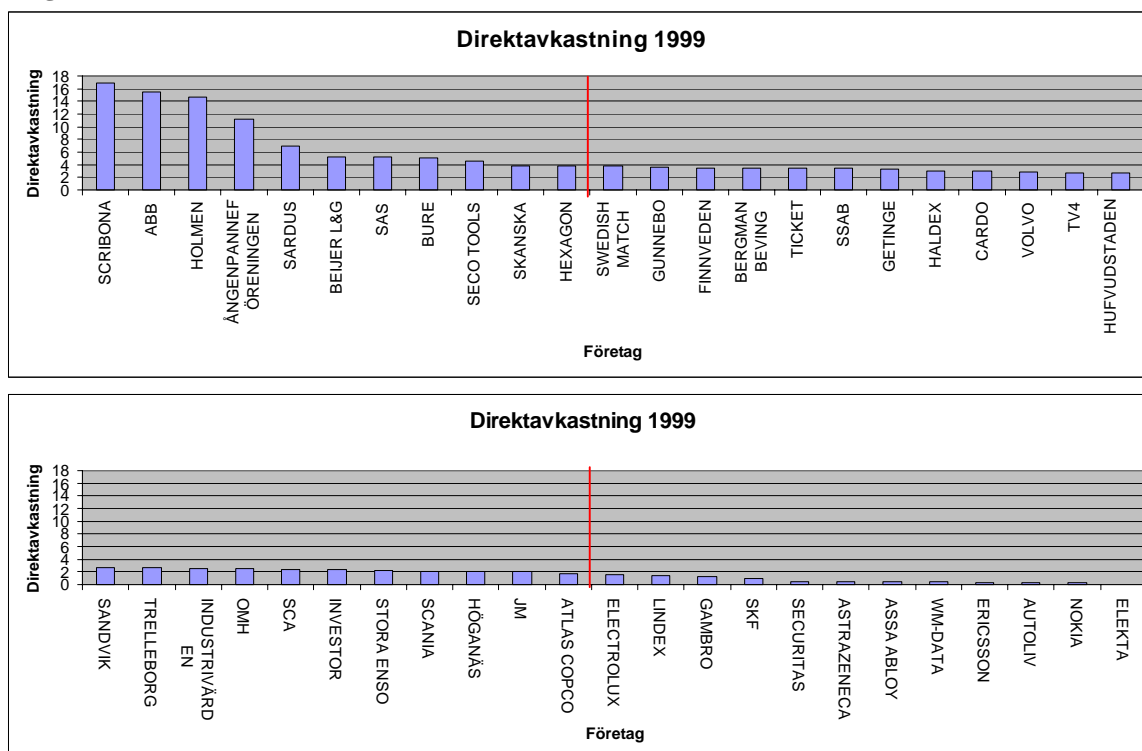


Diagram 3 visar direktavkastningen år 1999 i urvalet. Den över och undre kvartilen för urvalet är utmärkta med vertikala streck i diagrammen.

I diagrammet ovan visas hur direktavkastningen såg ut för den valda populationen år 1999. Diagrammen antyder att urvalet omfattar olika typer av företag, då det återfinns stor spridning i materialet. Fyra bolag delar ut mer än tio procent av börsvärdet och ett bolag i urvalet ger ingen utdelning. Konstaterandet om spridning i materialet är av yttersta vikt, eftersom det är den inbördes skillnaden mellan bolagens direktavkastning som undersöks.

Utifrån den grafiska presentationen kan vissa slutsatser dras. Exempelvis syns det tydligt hur historiskt stabila verkstadsbolag tenderar att ligga på den övre halvan. I den undre kvartilen, markerat med ett streck i det nedre diagrammet, återfinns den typ av bolag som gjort sig kända för att satsa på tillväxt däribland Ericsson och Nokia. Trenden är genomgående för hela mätperioden.

4.3 Resultat av tester

I tabellen nedan har variablerna testats för att utreda huruvida de är normalfördelade. I första kolumnen framgår vilken variabel som testas. I den andra kolumnen visas medelvärdet och därefter följer standardavvikelsen i den

DIREKTAVKASTNINGENS DETERMINANTER

tredje kolumnen. De sista fyra kolumnerna tillhör Jarque-Bera testet som visar huruvida variabeln är normalfördelad. En negativ skevhet implicerar att fördelningen har en svans till vänster på sin normalfördelningskurva. En positiv skevhet implicerar att fördelningen har en svans till höger. Kurtosis visar hur toppig fördelningen är. Över tre tyder på en hög toppighet medan under tre tyder på en platt normalfördelningskurva. Den sjätte kolumnen visar Jarque-Bera-värdet. Värdet tolkas som en sannolikhet i P-kolumnen. Ett P-värde högre än 0,05 indikerar att variabeln är normalfördelad.⁸³

Tabell 1 Tester av variablerna för år 1999

Variabel	Medel	Stand. dev.	Skevhet	Kurtosis	Jarque-Bera	P
Ägande (%)	31,5	23,1	0,489	2,74	1,66	0,435
Avk. Ek (%)	20,3	16,9	3,161	17,16	391	0
Direktavk. (%)	3,54	3,5	2,49	9,17	102	0
Kassaflöde (kr/aktie)	0,013	0,086	-2,17	7,83	68,7	0
Likvida tillgångar (ln)	21,78	1,67	0,092	2,57	0,36	0,84
MBR	3,24	3,34	2,69	9,84	122,9	0
Skuldsättningsgrad	0,665	0,557	2,13	8,87	85,6	0
Tillgångar (ln)	23	1,59	0,003	2,29	0,81	0,67

Tabell 1 visar vilka variabler som använts och huruvida dessa är normalfördelade baserat på Jarque-Beras testet. P-värdet visar hur troligt det är att variabeln är normalfördelad. Mer än 0,05 tyder på normalfördelning.

Inför en regression bör samtliga variabler kontrolleras för att finna eventuella skevheter i materialet samt för att ta reda på huruvida de är normalfördelade. Enligt tabellen ovan framgår att tre av variablerna är normalfördelade enligt Jarque-Beras test⁸⁴. Det är emellertid väldigt vanligt att ekonomiska variabler inte är normalfördelade i samma utsträckning som exempelvis naturvetenskapliga variabler. Resultaten för 1999 är representativa för hela perioden. För att närmare studera variablernas normalfördelning under övriga år hänvisas till bilaga 1. Jarque-Bera test har även utförts på residualerna. För att närmare studera värdena hänvisas till bilaga 2.

⁸³ Reiman, M. (2001): *Using EViews for Undergraduate econometrics*.

⁸⁴ För mer information om Jarque-Bera hänvisas till E-wievs användarhandbok.

DIREKTAVKASTNINGENS DETERMINANTER

Tabell 2 Korrelationsmatris

Korrelation	Ägande	Avk. Ek	Kassalf.	Likv. tillg.	MBR	Skulds.	Tillg.
Ägande	1,000	-0,147	-0,104	0,277	0,010	-0,224	0,412
Avk. Ek		1,000	-0,740	0,132	0,085	0,068	0,098
Kassalf.			1,000	-0,280	0,097	0,036	-0,314
Likvida tillg.				1,000	0,174	-0,092	0,913
MBR					1,000	-0,165	0,061
Skuldsätt.						1,000	-0,055
Tillgångar							1,000

Tabell 2 visar hur de olika oberoende variablerna är korrelerade med varandra år 1999. En korrelation över +/- 0,8 anses utgöra ett problem⁸⁵.

Tabell 2 åskådliggör hur de oberoende variablerna är korrelerade med varandra. År 1999 har valts för att illustrera korrelationen, motsvarande korrelationsmatriser för övriga år finns i bilaga 3. Som framgår i matrisen är korrelationen väldigt låg för samtliga variabler, bortsett från variablerna tillgångar och likvida tillgångar. Det är föga förvånande att variablerna har en hög korrelation, då likvida tillgångar är en ansevärd del av ett företags totala tillgångar. Vi anser emellertid att båda variablerna är väsentliga för undersökningen och därmed bör vara kvar. Korrelationen mellan övriga variabler är klart under 0,8, som är gränsen för att det inte ska utgöra ett problem⁸⁶. Detta gör att multikollinariiteten, att två eller flera oberoende variabler är korrelerade med varandra, inte bör utgöra några betydande problem för undersökningen.

Tabell 3 nedan visar hur den multipla regressionen ser ut år 1999. I första kolumnen visas vilken variabel raden avser. Den andra kolumnen visar på lutningen av koefficienten, det vill säga hur mycket direktavkastningen påverkas om den oberoende variabeln ökar med en procent. Tredje kolumnen visar på standardfelet, som är Whites heteroskedasticitetskorregerade standardfel, medan den fjärde behandlar T-värdet. T-värdet visar hur troligt det är att en viss oberoende variabel verkligen påverkar den beroende variabeln. T-värdet visas som en sannolikhet i den femte kolumnen, där under 0,05 tyder på ett statistiskt signifikant samband⁸⁷.

De tre värdena som återfinns underst i tabellen avser hela modellen. R^2 -adjusted visar hur mycket av direktavkastningen som förklaras av de ovanstående variablerna. F-värdet belyser huruvida modellen som helhet har något

⁸⁵ Damodar, G. (2002): *Basic Econometrics*.

⁸⁶ Damodar, G. (2002): *Basic Econometrics*.

⁸⁷ Reiman, M. (2001): *Using EViews for Undergraduate econometrics*.

DIREKTAVKASTNINGENS DETERMINANTER

förklaringsvärde. Om sannolikheten för F-värdet är under 0,05 antyder det modellen har en statistisk säkerställd påverkan på den beroende variabeln.⁸⁸

Tabell 3 Multipel regression för år 1999

Variabel	Koefficient	Std. fel ^a	T-värde	P
Ägande	0.081932	0.031531	2.598460	0.0142
Avk. Ek	0.058915	0.043539	1.353148	0.1858
Kassaflöde	0.129946	0.104207	1.247002	0.2217
Likvida tillg.	0.015915	0.008293	1.919063	0.0642
MBR	-0.004302	0.001504	-2.860052	0.0075
Skuldsättning.	0.001375	0.006046	0.227467	0.8216
Tillgångar	-0.023905	0.009961	-2.399864	0.0226
C	0.215396	0.069231	3.111262	0.0040
R ² – Adjusted	0.256111			
F-statistic	2.868985			
P (F)	0.019782			

Tabell 3 visar hur direktavkastningen år 1999 påverkas av de oberoende variablerna. Urvalet består av 40 företag från Stockholmsbörsens A-lista. För statistisk signifikans används 95 procentigt konfidensintervall. ^a Standardfelen är Whites heteroskedasticitetskorregerade standardfel.

För år 1999 visar det sig att tre av de testade variablerna är statistiskt signifikanta. Ägande är den variabel som är starkast positivt korrelerad till direktavkastningen under år 1999. Detta innebär att om ägare intresserade av hög direktavkastning ökar sitt ägande med en procent kommer direktavkastningen i genomsnitt öka med 0,08 procent. Både tillgångar och MBR är negativt signifikant korrelerade till direktavkastningen. Följden blir att direktavkastningen i genomsnitt är lägre för högre variabelvärden. För övriga variabler går det inte att förkasta nollhypotesen att variabeln saknar påverkan på direktavkastningen. Totalt förklarar modellen 25,6 procent av direktavkastningens storlek. F-värdet är signifikant, vilket tolkas som att de valda variablerna har en säkerställt statistiskt påverkan på direktavkastningen.

⁸⁸ Reiman, M. (2001): *Using EViews for Undergraduate econometrics*.

DIREKTAVKASTNINGENS DETERMINANTER

Tabell 4 Multipel regression för år 2000

Variabel	Koefficient	Std. Fel ^a	t-värde	P
Ägande	-0.003233	0.019452	-0.166195	0.8690
Avk. Ek	0.048236	0.019247	2.506221	0.0175
Kassaflöde	0.010957	0.033366	0.328402	0.7447
Likvida tillg.	-0.002074	0.005638	-0.367946	0.7153
MBR	-0.004955	0.001337	-3.704793	0.0008
Skuldsättning.	0.002580	0.003676	0.701964	0.4878
Tillgångar	0.000445	0.006656	0.066826	0.9471
C	0.072309	0.048833	1.480753	0.1485
R ² – Adjusted	0.310118			
F-statistic	3.504492			
Prob (F)	0.006668			

Tabell 4 visar hur direktavkastningen år 2000 påverkas av de oberoende variablerna. Urvalet består av 42 företag från Stockholmsbörsens A-lista. För statistisk signifikans används 95 procentigt konfidensintervall. ^a Standardfelen är Whites heteroskedasticitetskorrigerade standardfel.

För år 2000 är två variabler signifikanta. Den variabel som har störst inverkan på direktavkastningen är MBR, som även år 2000 är signifikant negativt korrelerad. Under år 2000 visar även avkastning på eget kapital ett positivt statistiskt säkerställt samband. För övriga variabler går nollhypotesen inte att förkasta. Modellen förklarar år 2000 31 procent av direktavkastningens storlek och är signifikant. Anmärkningsvärt är dock att interceptet inte är signifikant, vilket ska tolkas som om det inte går att säga huruvida företagen ger utdelning över huvud taget.

Tabell 5 Multipel regression för år 2001

Variabel	Koefficient	Std. Fel ^a	t-värde	P
Ägande	0.049392	0.040047	1.233332	0.2254
Avk. Ek	0.111441	0.050524	2.205720	0.0339
Kassaflöde	0.185872	0.063001	2.950304	0.0056
Likvida tillg.	-0.004559	0.005748	-0.793144	0.4329
MBR	-0.003246	0.001661	-1.954699	0.0584
Skuldsättning.	-0.002645	0.011454	-0.230887	0.8187
Tillgångar	0.001352	0.005146	0.262676	0.7943
C	0.088086	0.055525	1.586419	0.1214
R ² – Adjusted	0.106679			
F-statistic	1.733573			
Prob (F)	0.132118			

Tabell 5 visar hur direktavkastningen år 2001 påverkas av de oberoende variablerna. Urvalet består av 45 företag från Stockholmsbörsens A-lista. För statistisk signifikans används 95 procentigt konfidensintervall. ^a Standardfelen är Whites heteroskedasticitetskorrigerade standardfel.

DIREKTAVKASTNINGENS DETERMINANTER

För år 2001 är sambanden betydligt svagare. Avkastning på eget kapital och kassaflöde är båda starkt statistiskt signifikanta. MBR verkar också korrelerad, men utan att uppvisa statistisk signifikans. Inte heller år 2001 är interceptet signifikant. Förklaringsgraden för modellen sjunker också kraftigt till 10,7 procent. För modellen som helhet är det inte längre möjligt att visa på någon signifikant påverkan på direktavkastningen.

Tabell 6 Multipel regression för år 2002

Variabel	Koefficient	Std. Fel ^a	t-värde	P
Ägande	0.014040	0.017053	0.823309	0.4158
Avk. Ek	-0.070244	0.064436	-1.090140	0.2829
Kassaflöde	0.010977	0.078521	0.139794	0.8896
Likvida tillg.	-0.009903	0.007209	-1.373766	0.1780
MBR	0.002255	0.005049	0.446576	0.6579
Skuldsättning.	0.004072	0.005770	0.705784	0.4849
Tillgångar	0.006454	0.006840	0.943574	0.3517
C	0.097953	0.076687	1.277297	0.2097
R ² – Adjusted	0.071501			
F-statistic	1.473044			
Prob. (F)	0.207972			

Tabell 6 visar hur direktavkastningen år 2002 påverkas av de oberoende variablerna. Urvalet består av 46 företag från Stockholmsbörsens A-lista. För statistisk signifikans används 95 procentigt konfidensintervall. ^a Standardfelen är Whites heteroskedasticitetskorregerade standardfel.

Värdena för 2002 års regression visar på ännu svagare samband. Ingen av variablerna är signifikanta och modellen som helhet förklarar väldigt lite. Det är dessutom anmärkningsvärt att koefficienten för tidigare stabila variabler såsom MBR och avkastning på eget kapital nu byter tecken.

DIREKTAVKASTNINGENS DETERMINANTER

Tabell 7 Multipel regression för 2003

Variabel	Koefficient	Std. Fel ^a	T-värde	P
Ägande	0.017817	0.020720	0.859923	0.3955
Avk. Ek	0.082119	0.029833	2.752642	0.0092
Kassaflöde	-0.037931	0.022029	-1.721875	0.0937
Likvida tillg.	-0.004312	0.005078	-0.849246	0.4014
MBR	-0.008384	0.003205	-2.615782	0.0129
Skuldsättning.	-0.002942	0.006838	-0.430174	0.6696
Tillgångar	0.001968	0.006235	0.315601	0.7541
C	0.089740	0.061992	1.447613	0.1564
R2 – Adjusted	0.001424			
F-statistic	1.008758			
Prob (F)	0.441463			

Tabell 7 visar hur direktavkastningen år 2003 påverkas av de oberoende variablerna. Urvalet består av 46 företag från Stockholmsbörsens A-lista. För statistisk signifikans används 95 procentigt konfidensintervall. ^a Standardfelen är Whites heteroskedasticitetskorregerade standardfel.

År 2003 återfinns det ett mycket starkt positivt statistiskt samband mellan avkastningen på eget kapital och direktavkastningen. Även MBR återgår till att vara signifikant negativt korrelerad med direktavkastningen. Modellen som helhet visar dock på mycket låg förklaringsgrad och ett ej statistiskt säkerställt samband med direktavkastningen.

5. Analys

I kapitel 5 kommer vi inledningsvis att sammanföra resultaten för de olika åren och se vilka slutsatser som kan dras utifrån de tidigare presenterade teorierna. Därefter undersöks hur andra fenomen kan ha påverkat slutresultatet.

5.1 Analys av regressionerna

Tabellen nedan är en sammanställning av de olika åren under mätperioden. I tabellen visas dels koefficienten och dels sannolikheten för att den är signifikant. Statistiskt signifikanta variabler visas med fet stil för de berörda åren.

Tabell 8 Sammanställning av mätperiodens regressioner

		Ägande	Avk ek	Kassaf.	Likvida	MBR	Skulds.	Tillgångar	C
1999	Koefficient	0,082	0,059	0,130	0,016	-0,004	0,001	-0,024	0,215
	P-värde	0,014	0,186	0,222	0,064	0,008	0,822	0,023	0,004
2000	Koefficient	-0,003	0,048	0,011	-0,002	-0,005	0,003	0,000	0,072
	P-värde	0,869	0,018	0,745	0,712	0,001	0,488	0,947	0,149
2001	Koefficient	0,049	0,111	0,186	-0,005	-0,003	-0,003	0,001	0,088
	P-värde	0,225	0,034	0,006	0,433	0,058	0,819	0,794	0,121
2002	Koefficient	0,014	-0,070	0,011	-0,010	0,002	0,004	0,007	0,098
	P-värde	0,416	0,283	0,890	0,178	0,658	0,485	0,352	0,210
2003	Koefficient	0,018	0,082	-0,038	-0,004	-0,008	-0,003	0,002	0,090
	P-värde	0,396	0,009	0,094	0,401	0,013	0,670	0,754	0,156

Tabellen ovan visar en sammanställning av variabelernas värde under mätperioden. Fet stil betyder att variabeln är signifikant det året.

5.1.1 Agentteorin

Den variabel som visar sig stabilast över perioden är MBR. Tre av periodens fem år är MBR signifikant negativt korrelerad med direktavkastningen. Det bör därtill noteras att år 2001 antyder samma samband, även om signifikansnivån inte uppnås. Den positiva korrelationen för år 2002 är dock ett stort svaghetstecken. Emellertid är det mycket som talar för att det finns ett negativt samband över tiden för MBR-variabeln.

Tillgångsmassan användes också som ett test på agentteorin. Variabeln uppvisar dock ingen kontinuitet och är enbart signifikant negativt korrelerad under år 1999. För övriga år går inget samband att utläsa och variabeln byter tecken mellan åren.

MBR används för att testa agentteorin eller mer specifikt undervärderingshypotesen. Hypotesen säger att företag som anser sig lågt värderade av börsen kommer att försöka signalera positiv framtidstro genom bland annat högre utdelning⁸⁹. Resultatet att undervärderade företag tenderar att använda utdelning som ett sätt att signalera framtidstro stämmer väl överens med tidigare forskning på området. Bland andra Baker, Farrelly och Edelman visar att signalering är en viktig faktor när utdelningen fastställs⁹⁰. Att använda ett lågt MBR som mått på undervärdering görs även av Dittmar, som även hon finner att företag som ser sig undervärderade distribuerar mer kapital till sina ägare. Dittmar undersöker dock återköp som distributionskanal och inte utdelning som denna undersökning gör⁹¹.

För investerare är det följaktligen förnuftigt att beakta MBR när en förutbestämd utdelningsnivå eftersträvas. Ju högre den eftertraktade direktavkastningen är desto lägre bör MBR vara för företagen som ska ingå i portföljen.

Anmärkningsvärt, i samband med agentteorin, är att det inte finns något samband mellan storleken på bolagen och deras utdelningsmönster. Enligt agentteorin borde mindre bolag vara sämre genomlysta och därför vilja dela ut en större andel kapital för att minska informationsasymmetrin⁹². För agentteorin återfinns det inget stöd i undersökningen, vilket innebär att både stora och små företag kan känna sig undervärderade. Till följd därav är tillgångsmassan inte av någon väsentlig betydelse för en investerare vid sökandet efter eftertraktad utdelningsnivå.

5.1.2 Klienteffekten

Det finns inte några klara bevis för klienteffekter i undersökningen. Enbart för år 1999 är kraven på högre utdelning från fonder, investmentbolag och stiftelser, som äger mer än fem procent, statistiskt positivt signifikanta. För övriga år är sambanden väldigt svaga och för år 2000 byter variabeln till och med tecken. Resultatet strider mot mycket av den rådande uppfattningen, att det finns samband mellan vilka som är tongivande ägare och hur utdelningens storlek ser ut. Bland andra har Allen, Bernardo och Welch funnit att institutionella investerare i större utsträckning än andra, söker sig till företag med hög utdelning⁹³.

En tänkbar förklaring till resultatet är definitionen av variabeln. En möjlighet, som tidigare behandlats i uppsatsen, hade varit att enbart se till ägare med tio procent

⁸⁹ Dittmar, A. (2000): *Why do firms repurchase stock?*

⁹⁰ Baker, K.; Farrelly, G.; Edelman, R. (1985): *A Survey of Management Views on Dividend Policy.*

⁹¹ Dittmar, A. (2000): *Why do firms repurchase stock?*

⁹² Ibid.

⁹³ Allen, F.; Bernardo, A.; och Welch, I. (2000): *A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles.*

eller mer av ägandet, då dessa har större möjligheter att få en plats i styrelsen. Det skulle medföra att allt för få företag berörts och att det därigenom skulle det vara omöjligt att dra en trovärdig slutsats. En mer rimlig förklaring, till bristen på samband, är förmodligen att en så komplex företeelse som klienteffekten inte låter sig fullt ut belysas med hjälp av en variabel. Det krävs förmodligen en mer kvalitativ undersökning för att behandla fenomenet.

En annan viktig förklaring till att resultatet skiljer sig från den rådande uppfattningen är att förutsättningarna är olika i Sverige och USA. I Sverige är ägandet genom investmentbolag betydligt mer omfattande. Både Investor och Industrivärden ska främst ses som maktinstrument som inte nödvändigtvis är intresserade av utdelning i samma utsträckning som sina amerikanska motsvarigheter. Exempelvis har Warren Buffets Berkshire Hathaway Inc. som uttalad ambition att varje dollar som inte ger överavkastning ska delas ut till ägarna⁹⁴. Samtidigt har vi även i Sverige personer och bolag som gjort sig kända för att förorda stora utdelningar. Däribland Fredrik Lundberg, som genomfört mycket stora utdelningar i Holmen där han är storägare⁹⁵, och Öresund, där Hagströmer och Qviberg alltid satt ägarna främst⁹⁶.

Slutsatsen blir att investerare snarare bör se till vilka specifikt som är de dominerade ägarna och inte urskillningslöst förutsätta att klientelteorin håller.

5.1.3 Optimala skuldsättningsgradshypotesen

En av de mest instabila variablerna i undersökningen har varit skuldsättningsgraden. Inte för något år går det att visa på samband och därtill byter koefficienten tecken mellan nästan varje år. Det återfinns således inget stöd för att förkasta nollhypotesen.

Resultatet är intressant såtillvida att variabeln är lätt att precisera och utfallet är väldigt tydligt. Detta föranleder att hypotesen om att optimal skuldsättningsgrad har påverkan på direktavkastningen under svenska förhållanden kan förkastas. Därmed strider resultatet mot bland andra Hovakimian, Opler och Titman som hävdar att optimal skuldsättningsgrad har stor betydelse vid distribution av ackumulerade medel⁹⁷. Om investerare har viss utdelningsnivå som det primära målet fyller det ingen funktion att se till skuldsättningsgraden då den saknar betydelse.

⁹⁴ Arnold, G. (2002): *Corporate financial management*

⁹⁵ Holmens årsredovisning (2003)

⁹⁶ Affärsvärlden. (2004-05-04): *Har vi inte blivit Fat Cats?*

⁹⁷ Hovakimian, A.; Opler, T.; Titman, S. (2001): *The debt equity choice*.

En tänkbar förklaring till varför skuldsättningsgraden inte förmår inverka på direktavkastningen kan vara att skattemässiga skäl gör återköp av egna aktier till ett bättre alternativ än extrautdelning. Amerikanska undersökningar har tidigare visat att så är fallet⁹⁸. En mer utförlig diskussion om hur möjligheten till återköp kan ha påverkat undersökningen återfinns i stycket 5.2.3 Återköp.

5.1.4 Överkapitaliseringshypotesen

Tre variabler används för att testa överkapitaliseringshypotesen på olika sätt. Det första testet görs genom att mängden likvida tillgångar jämförs med direktavkastningen. Ju mer likvida tillgångar ett företag har desto mer bör de vara villiga att dela ut till sina ägare, för att inte bli överkapitaliserade. På de svenska förhållandena, har vi emellertid inte kunnat finna stöd för teorin. Tvärt om har koefficienten negativt tecken fyra av åren. En möjlig förklaring till det lite märkliga sambandet kan vara telekomföretaget Ericsson. Ericsson har haft problem med enorma kundfordringar som i själva verket inte kunde konverteras till likvida medel⁹⁹.

Det finns inget stöd i undersökningen för att likvida tillgångar kan användas vid prognostisering av framtida direktavkastningar.

Allt sedan Lintner visade på ett samband mellan vinsten och utdelningens storlek¹⁰⁰ har det ansetts vara en sanning. Flera forskningsrapporter har därefter kunnat bekräfta det positiva sambandet mellan vinst och utdelning däribland kan Baker Veit och Powell¹⁰¹ samt Pruitt och Lawrence¹⁰² nämnas. I undersökningen kan däremot inte Lintners samband bekräftas. Koefficienten har visserligen positivt tecken för samtliga år, men är långt ifrån statistisk signifikant.

Jensen visar år 1986 att det internt genererade kassaflödet bör användas till utdelning för att minska agentkostnaderna mellan ägarna och ledningen¹⁰³. Även detta borde tyda på en stark positiv korrelation mellan kassaflödet och direktavkastningen. Jensen menar också att om inte ledningen betalar tillbaka till ägarna, genom utdelning eller återköp, finns stor risk att ledningen blir allt för slösaktig med pengarna¹⁰⁴. Eftersom det inte återfinns någon koppling mellan kassaflödet och utdelningen antyder det att företagen samlar pengar på hög, något

⁹⁸ Brennan, M.; Thakor, A. (1990): Shareholder Preferences and Dividend

⁹⁹ Ericssons årsredovisning (2002)

¹⁰⁰ Lintner, J. (1956): Distribution of income of corporations among dividends, retained earnings and taxes.

¹⁰¹ Baker, K.; Veit, T.; Powell, G. (2001): Factors influencing dividend policy decisions of Nasdaq firms.

¹⁰² Pruitt, S.; Gitman, L. (1991): The Interactions Between the Investment, Financing, and Dividend Decisions of Major U.S. Firms.

¹⁰³ Jensen, M. (1986): Agency costs of free cashflow.

¹⁰⁴ Ibid.

flera företag också fått kritik för på senare tid¹⁰⁵. Det finns emellertid några empiriska studier som, i likhet med denna, inte kan visa på något tydligt samband mellan utdelning och kassaflöde¹⁰⁶.

Den näst viktigaste variabeln som Baker, Veit och Powell kom fram till, var samma som Lintner identifierat¹⁰⁷, kontinuiteten i vinsterna. I vår undersökning valde vi att inte titta på vinsterna utan istället se om kassaflödet hade någon inverkan på utdelningsnivån, med stöd av Amy Dittmar, som även hon substituerade vinsten mot kassaflödet¹⁰⁸.

En anledning till att vi inte har funnit något samband mellan kassaflödet, som flera forskare har ansett vara den primära faktorn vid determination av utdelningsförändringar, skulle kunna vara att vår undersökning bygger på kvantitativ empirisk data. De undersökningar vi har nämnt ovan är baserade på intervjuer där chefer har uttalat sig om vilka faktorer de anser har störst inverkan på utdelningens storlek. I Exempelvis Baker, Veit och Powell var bortfallet mycket stort, svarade knappt trettio procent av de 630 tillfrågade cheferna på en enkätundersökning¹⁰⁹, och i Pruitt och Lawrence fall fick de bara svar på 114 av 1100 utskickade enkäter¹¹⁰. Svarsfrekvensen anser vi minskar reliabiliteten i undersökningarna ganska markant. Trots det kan vi inte komma ifrån det faktum att det finns många forskare som oberoende av varandra har kommit fram till samma resultat. Det är anmärkningsvärt att, en så väletablerad uppfattning som att utdelningen är beroende av vinsten, inte alls framträder när företagens verkliga agerande undersöks. Åtminstone under svenska förhållanden bör därför tidigare nämnda forskares slutsats beaktas med stor försiktighet.

En annan möjlig förklaring till skillnaderna är att Lintner använder den redovisade vinsten medan det är det internt tillförda kassaflödet som används i undersökningen. Divergenserna mellan de olika angreppssätten bör likväl inte vara så betydelsefull i sammanhanget och bör därför inte kunna inte förklara resultat skillnaden mellan undersökningarna.

105 Dagens Industri. (2004-10-29): *Ökat tryck på utdelning av välfyllda bolagskassor.*

106 Denis, D.; Denis, D.; Sarin, A. (1994): *The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clienteles*. och

Yoon, P. Y.; Starks, L. (1995): *Signaling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements*. och

Lie, E. (2000): *Excess Funds and Agency Problems: An Empirical Study of Incremental Cash Disbursements*.

107 Lintner, J. (1956): *Distribution of income of corporations among dividends, retained earnings and taxes*.

108 Dittmar, A. (2000): *Why do firms repurchase stock?*

109 Baker, K.; Veit, T.; Powell, G. (2001): *Factors influencing dividend policy decisions of Nasdaq firms*.

110 Pruitt, S.; Gitman, L. (1991): *The Interactions Between the Investment, Financing, and Dividend Decisions of Major U.S. Firms*.

Det sista testet av överkapitaliseringshypotesen är avkastning på eget kapital. Enligt teorin bör företag med hög avkastning betala ut större andel i utdelning för att inte bli sittande med lågavkastande reserver¹¹¹. I undersökningen uppträder variabeln väldigt märkligt. Under år 1999 och år 2003 är den mycket starkt positivt korrelerad med direktavkastningen medan den övriga år inte alls uppvisar samma styrka. Under år 2002 byter koefficienten till och med tecken, vilket gör resultatet svårtolkat. Tendensen är emellertid att avkastningen på eget kapital är positivt korrelerad med direktavkastningen. Sambandet föranleder att investerare bör beakta avkastningen på eget kapital vid investeringsbeslut.

5.2 Faktorer som kan ha haft inverkan på undersökningen

Under utredningens gång har tre övergripande faktorer, som troligen har implikationer på slutprodukten, identifierats. Dessa är börsklimatet, utdelningspolicyn samt möjligheten till återköp av egna aktier. Då våra regressioner inte kan visa på några entydiga samband har vi valt att titta på de alternativa förklaringarna till utdelningens storlek. Tyngdpunkten kommer att ligga på publicerade forskningsrapporter som berör respektive område. De alternativa förklaringarna kommer vi koppla samman med vårt material för att belysa och analysera huruvida de kan ha påverkat undersökning.

5.2.1 Börsklimatet

Börsklimatet, definierat som utvecklingen på börsen, som vi initialt uteslutit från undersökning. Vi vet att under den period som undersökts har börsen kantats av stora fluktuationer, varför man spontant skulle kunna tro att det kan finnas något samband mellan börshumöret och direktavkastningen.

För att kunna säga något om ett eventuellt samband finns har vi gjort en mindre undersökning på vår population i förhållande till index årliga utveckling. Perioden vi då tittat på sträcker sig mellan år 1984 och år 2003 för att tydligare kunna se eventuella samband. Vi får då med ett par stora upp och nedgångar, vilket gör att det blir lättare att dra rimliga slutsatser än om vi bara hade sett över den period som undersökts i uppsatsen. Alla bolag som är med i vår undersökning har tagits med och vi har räknat ut ett genomsnitt per år på direktavkastningen, vilket visas i den övre linjen, i diagram 4 nedan. För att göra diagrammet mer lättförståligt har vi sedan ritat in affärsvärldens generalindex där utvecklingen per år visas i en skala mellan -1 till +1, där exempelvis 0,1 innebär att börsen har stigit med tio procent under året. Anledningen till att vi har valt affärsvärldens generalindex är

¹¹¹ Jensen, M. (1986): *Agency costs of free cashflow*.

att OMX inte sträcker sig så långt tillbaka i tiden¹¹². Affärsvärldens generalindex mäter den genomsnittliga utvecklingen för alla bolag som är registrerade eller noterade på Stockholmsbörsen¹¹³.

Diagram 4

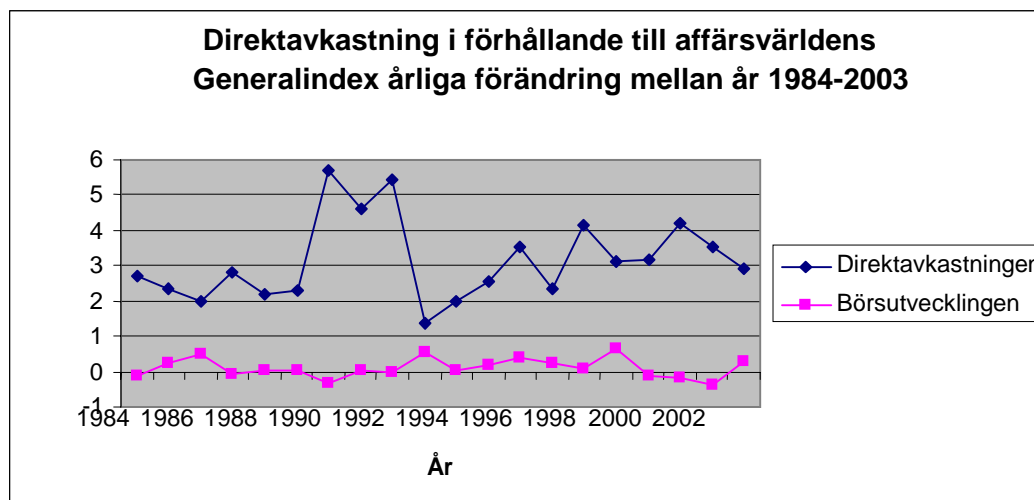


Diagram 4 visar direktavkastningen i förhållande till affärsvärldens generalindex årliga förändring under perioden 1984 till 2003. Den övre linjen visar direktavkastningen i procent. Den undre linjen visar börsens årliga utveckling.

I undersökningen framgår det tydligt att det finns ett samband mellan börsens utveckling och direktavkastningen. Direktavkastningen är tydligt negativt korrelerad med börsens utveckling. Exempelvis år 1990 är direktavkastningen hela 5,7 procent i genomsnitt samtidigt som börsen faller 31 procent. När börsen tre år senare går upp hela 53,7 procent så faller direktavkastningen dramatiskt ner till 1,36 procent i genomsnitt. Det finns en ganska logisk förklaring till fenomenet. När börsen stiger innebär det att aktiekurserna stiger, vilket i sin tur gör att direktavkastningen blir lägre givet konstant utdelning. Eftersom företagen eftersträvar en jämn utdelning och inte konstant direktavkastning kan variationer i direktavkastningen lika väl bero på kursen som på de identifierade variablerna. Som tidigare nämnts hade det emellertid även blivit missvisande att se till den faktiska utdelningen, då utdelningen i så fall blir en funktion av aktiepriset.

Den högre förklaringsgrad som vi ser under de första åren i vår mätperiod (mellan 20-30 procent) kan kanske förklaras av det faktum att börsen stiger, vilket medför att direktavkastningen blir lägre. Även variabeln MBR påverkas direkt av börsens rörelser. Att börsens fluktuationer skulle ha något annat samband med utdelningens nivå förutom det faktum att aktiekurserna över lag är lägre under en börsnedgång än under en uppgång och därmed har direkt inverkan på aktiekursen kräver en mycket djupare undersökning än den vi har gjort.

¹¹² Stockholmsbörsen (2004)

Det faktum att börsens utveckling hänger samman med företagens resultatutveckling och framtida förväntningar har däremot mycket tydlig inverkan på flera av variablerna. När resultaten faller innebär det att avkastningen på det egna kapitalet sjunker, vanligtvis påverkas också kassaflödet negativt vid fallande resultat. Sammantaget är det rimligt att anta att konjunkturen, definierat både som utveckling på börsen och företagsklimat, kan ha inverkan på utdelningens storlek.

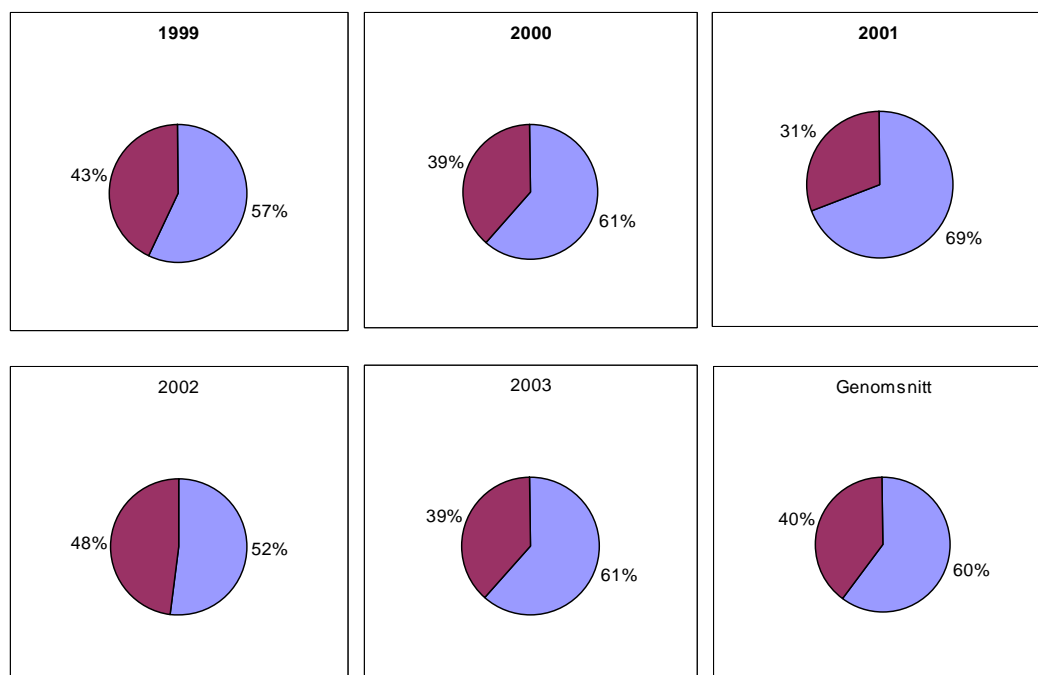
5.2.2 Utdelningspolicy

I vår undersökning har vi valt att bortse från utdelningspolicyn, med motivering i problemformuleringen, för att undersöka om det finns andra variabler som kan förklara utdelningens storlek. I analysen har det konstaterats att det inte på ett tillfredställande sätt går att förutse utdelningens storlek genom att titta på de variabler vi har undersökt. Därför har vi valt att tillföra en diskussion kring hur utdelningspolicyn kan ha inverkat på undersökningen.

Redan år 1956 presenterade Lintner sitt resultat där han undersökte olika variablers inverkan på utdelningens storlek och kom då fram till att den viktigaste var utdelningsmönstret¹¹⁴. Övriga tester är dock utslutande gjorda på utländska förhållande, varför vi valt att göra ett litet test på utdelningens kontinuitet hos vår population. Testet har vi gjort genom att jämföra bolagens utdelning från år till år med hjälp av en dummy variabel.

¹¹³ Fondmarknaden (2004)

Diagram 5 Utdelningens kontinuitet



Diagrammen visar hur stor andel av bolagen i populationen som har förändrat sin utdelning med mer än +/- 10 procent sen föregående år. Om utdelningen inte förändrats mer än 10 procent antas att utdelningen beror på föregående år. Ljust fält representerar andelen företag som baserat utdelningen på föregående års utdelning. Mörkt fält representerar andelen företag som inte baserat utdelningen på föregående år.

Förändringen som vi har räknat fram i diagram 5 är skillnaden mellan årets utdelning och föregående års utdelning dividerat med föregående års utdelning, mätt i kronor. Om skillnaden är större än 10 procent tolkas det som om utdelningen inte beror på tidigare år. Metoden är ekvivalent med vad Alli, Khan och Ramirez gjort i sin undersökning från 1993¹¹⁵. Det år som visade på minst samband var år 2002 där 52 procent av företagens utdelningar kunde förklaras med tidigare års utdelning. Högst förklaringsgrad fann vi år 2001, då var det hela 69 procent av utdelningarna som berodde på tidigare års utdelning. I genomsnitt var resultatet 60 procent. Vårt relativt enkla test visar tydligt att det finns ett samband mellan bolagens utdelningar från år till år, policyn är alltså mycket viktigt i förklarandet av utdelningens storlek. I materialet ser vi vissa undantag och de kommer i ett läge då både börsen och konjunkturen har vänt och bolagens resultat har börjat falla. Ett tydligt exempel på detta är Ericsson som under förluståren från år 2001-2003 upphör med att ge utdelning¹¹⁶. Det finns även

¹¹⁴ Lintner, J. (1956): Distribution of income of corporations among dividends, retained earnings and taxes.

¹¹⁵ Alli, L.; Khan, Q.; Ramirez, G. (1993): *Determinants of corporate dividend policy: A factorial analysis*.

¹¹⁶ Ericssons årsredovisning. (2003)

undersökningar som stärker sambandet. DeAngelo, DeAngelo och Skinner genomförde till exempel en undersökning mellan åren 1980-1985 som visade att drygt 50 procent av deras urval, som gjorde förlust sänkte utdelningen, gentemot 1 procent av de 440 bolag som visade vinst¹¹⁷. Sammantaget finns det mycket som tyder på att tidigare forskning, om utdelningspolicyn inverkan på utdelningsnivån, stämmer även på den svenska marknaden. I USA har bolagen enligt Aivazian, Booth och Cleary en jämnare utdelning jämfört med bolag i utvecklingsländer beroende på osäkerhet i de institutioner som finns¹¹⁸. Detta underbygger vår lilla undersökning, eftersom svenska förhållanden mer påminner om de amerikanska än om de i utvecklingsländer.

År 1999 undersökte Baker, Veit och Powell cirka 200 bolag på NASDAQ och kom fram till samma resultat som Lintner hade gjort 43 år tidigare¹¹⁹, att bolag inte vill höja utdelningen mer än att de kan vara säkra på att bibehålla samma nivå som tidigare¹²⁰. Det får alltså inte finnas någon risk att bolaget något år senare måste minska utdelningarna till nivåer som gällde före höjningen. Detta innebär att, under perioder då företag inte har några bra investeringsmöjligheter, men höga vinster, kommer deras kassor att fyllas, till följd av att man inte vill dela ut mer än tidigare år. Många av de undersökta företagen sitter i dagsläget (2004-12-17) med mycket stora kassor¹²¹. Detta skulle kunna indikera att Baker, Veit och Powells slutsats i viss mån skulle kunna förklara varför vi inte finner några samband i vår undersökning. De stora kassorna skulle i så fall stärka deras teori om utdelningspolicyn inverkan på utdelningen.

Den gedigna forskning som finns inom området, pekar i samma riktning. Enligt dem är det uppenbart att utdelningen i mycket hög utsträckning baseras på tidigare års utdelning. Tillsammans med uppsatsens bristande förklaringsgrad är det rimligt att anta att policyn har inverkan även på den svenska marknaden.

5.2.3 Återköp

På den svenska marknaden är återköp en relativt ny företeelse, det var först i mars år 2000 som det blev tillåtet för företag att göra återköp¹²². I viss mån har företag även tidigare kunnat göra återköp, men då via en mellanhand som köpte på sig aktier och sen behöll dem mot viss ersättning eller via korsägande. Eftersom det är en så pass ny företeelse i Sverige har vi tittat på studier som genomförts utomlands, företrädesvis på den amerikanska marknaden där det sedan länge varit

¹¹⁷ DeAngelo, H.; DeAngelo, L.; Skinner, D. (1992): *Dividends and losses*.

¹¹⁸ Aivazian, V.; Booth, L.; Cleary, S. (2003): *Dividend policy and the organization of capital markets*.

¹¹⁹ Baker, K.; Veit, T.; Powell, G. (2001): *Factors influencing dividend policy decisions of Nasdaq firms*.

¹²⁰ Ibid.

¹²¹ Dagens Industri. (2004-10-29): *Ökat tryck på utdelning av välfyllda bolagskassor*.

tillåtet att göra återköp. Exempelvis så genomfördes i början av 1990 en undersökning där forskarna kunde påvisa att aktieägare föredrar att bolagen gör återköp framför extrautdelningar¹²³, på grund av skattemässiga skäl. Den för bolaget normala utdelningen vill ägarna fortsätta erhålla oberoende av vinstfluktuationer, men om ett bolag uppvisar extraordinära vinster bör dessa komma ägarna till godo via återköp istället för extrautdelningar¹²⁴. Att återköp är vanligare än extrautdelningar under perioder då företagens vinster är högre än vad som tidigare varit fallet konfirmeras även av senare forskare, såsom Lucas och McDonald¹²⁵.

För att studera om återköp föredras framför extrautdelningar även i Sverige har vi valt att se i vilken utsträckning återköp har förekommit, vilket framgår av diagram 6 nedan.

Diagram 6

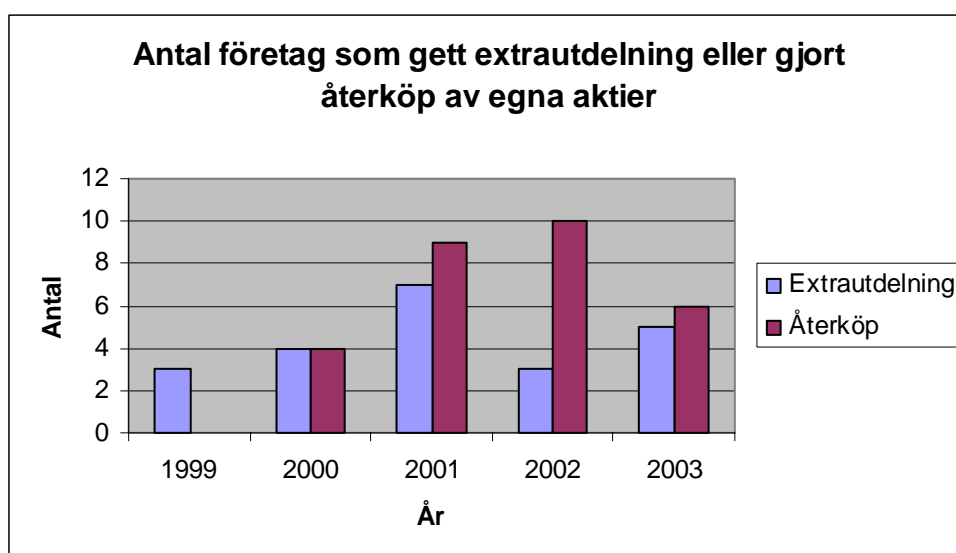


Diagram 6 visar antalet bolag i urvalet som gett extrautdelningar eller gjort återköp under mätperioden åren 1999 till 2003. De ljusa staplarna visar antalet bolag som gett extrautdelning medan mörka visar antalet bolag som gjort återköp.

Den första ljusa stapeln i diagram 6 visar att tre bolag gav extrautdelning år 1999, då fanns ännu inte alternativet att göra återköp, det blev som nämnts ovan inte tillåtet förrän i mars år 2000. Återköpen har genomförts i ökande utsträckning även om trenden som syns under de första tre åren bröts år 2003. Det andra man kan utläsa är att företagen som gjort återköp har varit fler under de tre senaste åren än de bolag som gett extrautdelningar. Det kan tyda på att det finns incitament för

¹²² Regeringens proposition (1999/2000:34)

¹²³ Brennan, M.; Thakor, A. (1990): *Shareholder Preferences and Dividend Policy*.

¹²⁴ Ibid.

¹²⁵ Lucas, D.; McDonald R. (1998): *Shareholder heterogeneity, adverse selection, and payout policy*.

bolagen att göra återköp framför att ge extrautdelning. Exempelvis har Teliasonera lovat att göra återköp värt 10 mdr under det kommande året¹²⁶.

Det finns även studier som visar att företag som gör återköp minskar sin kapitalkostnad jämfört med företag som inte gör återköp¹²⁷. Undersökningen är gjord på amerikanska bolag, men det är sannolikt representativt även för Sverige. Det som tydligast talar för en lägre kapitalkostnad är dagens låga ränteläge vilket innebär att det är bättre att låna pengar, då kostnaden är lägre än det avkastningskrav som ägarna ställer.

En mycket viktig aspekt att beakta vid jämförelser mellan återköp och utdelning är skattekonsekvenserna. I Sverige betalar företagen skatt på vinsten, det är sedan vinstmedel som delas ut från det fria egna kapitalet. När sen ägarna erhåller utdelningen krävs även de på skatt, den så kallade dubbelbeskattningen. Dubbelbeskattningen kan företagen undvika genom att göra återköp istället för att dela ut pengarna, eftersom ägarna inte behöver betala någon skatt om bolaget gör återköp¹²⁸. Det är först när ägarna säljer av sina innehav, förutsatt att det innebär vinster, som de måste betala skatt. Ur skattesynpunkt gynnas alltså både ägarna och bolaget om företaget genomför återköp istället för utdelning.

Tidigare i analysen konstaterades att år 2002 gav väldigt märkliga värden för flera av variablerna, däribland MBR. MBR användes för att testa undervärderingshypotesen, det vill säga att företag som känner sig undervärderade distribuerar mer kapital till sina ägare för att erhålla en högre värdering. I diagrammet ovan visas hur år 2002 var ett år då företagen i stor utsträckning prioriterade återköp framför extrautdelning. Att återköp används när företag känner sig undervärderade har konstaterats av Dittmar¹²⁹. Återköp har förmodligen påverkat flera variabler, men främst MBR då variabeln avser mäta just undervärdering. Det faktum att förklaringsgraden är bäst för år 1999 och år 2000 och att detta är de enda två år då extrautdelning används av fler, eller lika många, ger ytterligare tyngd till att återköp påverkat resultatet.

Avslutningsvis är vi övertygade om att återköpen kommer att få en allt viktigare betydelse framöver, även om det inte går att säga något säkert med det lilla test som gjorts här. Dittmar visade med sin undersökning i USA olika anledningar till att företag gör återköp, främst skuldsättningsgraden, kassaflöde, MBR och tillgångsmassan väger tungt vid återköp¹³⁰.

¹²⁶ Dagens Industri. (2004-10-29): *Ökat tryck på utdelning av välfyllda bolagskassor.*

¹²⁷ Gustavo, R. (2004): *Dividends earnings and stock prices.*

¹²⁸ Dagens Industri (2004-10-27): *Därför stiger telia på börsen.*

¹²⁹ Dittmar, A. (2000): *Why do firms repurchase stock?*

¹³⁰ Ibid.

6. Slutsats

I kapitel 6 lyfts de viktigaste punkterna från analysen fram och sammanfattar undersökningens resultat.

Syftet med uppsatsen är att undersöka huruvida sju olika faktorer kan förklara direktavkastningens storlek och om variablerna därför kan användas av investerare för att prediktera framtida direktavkastningar. Till skillnad från övrig forskning på området fokuserar rapporten på svenska förhållanden. Därtill undersöks faktisk utdelning i stället för utdelningspolicyn, vilket våra föregångare har gjort. Angreppssättet har valts då det är mer förenligt med syftet att identifiera vad som styr utdelningen ett givet år samt att det ger undersökningen en unik vinkling.

Den stabilaste variabeln i undersökningen har varit MBR, som var signifikant för tre av undersökningens fem år. Därtill är sambandet starkt även år 2001, utan att uppnå statistisk signifikans. För år 2002 har, den till synes mystiska positiva korrelationen, fått sin förklaring genom den stora mängd återköp som företogs under år 2002. Resultatet föranleder att undersökningen förkastar nollhypotesen och bekräftar, i likhet med Asquit och Mullins samt Dann, Masulis, och Mayers, samt Lee, Mikkelson och Partch¹³¹, att företag aktivt signalerar framtidstro genom bland annat utdelning. Företag med lågt marknadsvärde i förhållande till sitt bokförda värde (lågt MBR) har relativt sett högre direktavkastning.

Även företag med hög avkastning på eget kapital tenderar att ge högre direktavkastning i större utsträckning än andra. Mycket talar för att avkastningen på eget kapital är stabilt korrelerat med direktavkastningen, men vi vågar inte helt förkasta nollhypotesen i detta fall, då inte tillfredställande förklaringar framkommit för övriga år. Det indikerade resultatet stämmer emellertid väl överens med de teser som låg till grund för undersökningen. Anledningen till att företag med hög avkastning på eget kapital ger större utdelning är att de inte vill bli överkapitaliserade, det vill säga de vill inte lägga pengar på hög, då dessa tenderar att ge låg avkastning.

I undersökningen återfinns också några resultat som inte stämmer lika väl överens med rådande forskning. Allt sedan Lintners undersökning år 1956 har utdelningens storlek kopplats ihop med vinsten. Bland andra Ali, Khan och

¹³¹ Asquith, P.; Mullins, D. (1986): *Signaling with dividends, stock repurchase and equity issues*. och Dann, L.; Masulis, R.; Mayers, D. (1991): *Repurchases tender offers and earnings information*. och Lee, S.; Mikkelson, W.; Partch, M. (1992): *Managers' Trading Around Stock Repurchases*.

Ramirez¹³² anger vinsten som en av de få variabler som verkligen påverkar utdelningens storlek. På svenska förhållande föreligger det emellertid inget som tyder på att vinsten har någon reell påverkan på utdelningen. Skillnader i undersökningsmetoder kan vara en del av förklaringen till varför resultaten skiljer sig åt, men mer forskning krävs för att fastslå huruvida det finns ett samband. I utredningen går det inte att förkasta möjligheten att kassaflödet inte har något samband med direktavkastningen.

En annan variabel i undersökningen som går stick i stäv med rådande teorier är skuldsättningsgraden. Enligt Hovakimian, Opler och Titman är optimal skuldsättningsgrad en viktig del av beslut rörande kapitaldistribution¹³³. Antagandet kan dock helt förkastas i denna undersökning.

För variablerna ägande, likvida tillgångar och tillgångsmassan pekar resultaten inte tydligt i någon riktning. Därför kan det inte uteslutas att variablerna inte har någon påverkan på direktavkastningens storlek och således kan nollhypotesen inte förkastas.

Modellen som undersökts erbjuder mycket liten förklaring till direktavkastningens storlek. Detta har föranlett en diskussion kring tre andra faktorer som troligen har inverkan på utdelningsnivån. För det första är direktavkastningen beroende av börskursen, vilket gör den mer volatil än faktisk utdelning. Följden blir att direktavkastningen är högre när börsen sjunker och lägre när den stiger. För det andra tenderar tidigare års utdelning ha en stor inverkan på framtida utdelningar genom företagens utdelningspolicy. För det tredje har det sedan mars 2000 varit möjligt att distribuera överskott av kapital genom återköp av egna aktier. Återköp har således blivit ett alternativ till utdelning, vilket kan ha påverkat resultatet.

Den sista delen av vårt tvådelade syfte är att ge stöd till den enskilde investeraren, om denne önskar viss direktavkastningen. Den låga förklaringsgraden i den testade modellen föranleder emellertid att det inte ges några möjligheter till denna typ av entydiga råd. Det är följaktligen inte möjligt att prediktera framtida direktavkastningar genom att beakta de sju variablerna. Som tidigare nämnts bör investeraren i viss mån beakta avkastning på eget kapital och MBR.

¹³² Alli, L.; Khan, Q.; Ramirez, G. (1993): *Determinants of corporate dividend policy: A factorial analysis.*

¹³³ Hovakimian, A.; Opler, T.; Titman, S. (2001): *The debt equity choice.*

"The harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just don't fit together" Fischer Black¹³⁴

Det finns forskningsrapporter som har förmågan att fylla en identifierad kunskapslucka. Detta är inte en sådan. Uppsatsen ska snarare ses som ytterligare ett bidrag till debatten om "The dividend puzzle" som startades av Black år 1976. Black identifierade då hur lite vi egentligen vet om fenomenet utdelning. Efterhand har olika "progress reports"¹³⁵ gjorts, utan att mycket väsentligt tillkommit. Den här rapporten visar på ytterligare en återvändsgränd. Det verkar inte finnas några tydliga och över tiden stabila samband, mellan direktavkastningen och undersökta nyckeltal.

6.1 Förslag till vidare forskning

För att komma vidare i forskningen om utdelningens förekomst och determinationsfaktorer krävs att nya angreppssätt, som vågar utmana både Lintners samt Modigliani och Millers antagande, ständigt framkommer. Utifrån den erfarenhet vi erhållit vill vi visa på några lämpliga områden för vidare forskning.

Det skulle vara av intresse att titta på utdelning över en längre tid, exempelvis 10 till 20 år för att sedan jämföra med utvecklingen under de senaste fem åren. Detta skulle möjliggöra både en jämförelse huruvida företag ändrat sitt utdelningsmönster efter det att möjligheten till återköp dök upp och om konjunktursvängningar påverkar.

En annan möjlighet att neutralisera effekten av återköp är att se till företagens totala distribution av kapital, det vill säga summan utdelning och återköp. Eventuellt skulle mer fullständiga angreppssätt bättre kunna förklara företagens beteende. En forskningsrapport med detta angreppssätt skulle eventuellt erhålla bättre resultat.

Avslutningsvis efterlyses en fullgod genomgång av hur utdelningspolicyn inverkan på svenska förhållanden när beslut om utdelningens storlek fattas.

¹³⁴ Black, F. (1976): *The Dividend Puzzle*.

¹³⁵ Baker, K.; Farrelly, G.; Edelman, R. (1985): A Survey of Management Views on Dividend Policy.

7. Källförteckning

7.1 Artiklar

Aivazian, V.; Booth, L.; Cleary, S. (2003): *Dividend policy and the organization of capital markets*. In: The Journal of Financial Research. Vol 13 (2), s 101 – 121

Allen, F.; Bernardo, A.; Welch, I. (2000): A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. In: Journal of Finance. Vol 55 (6). s 2499 – 2536

Alli, L.; Khan, Q.; Ramirez, G. (1993): *Determinants of corporate dividend policy: A factorial analysis*. In: The Financial Review. Vol 28 (4), s 523 – 547.

Asquith, P.; Mullins, D. (1986): *Signaling with dividends, stock repurchase and equity issues*. In: Financial Management. Vol 15 (3). s 27 – 44.

Baker, K.; Farrelly, G.; Edelman, R. (1985): A Survey of Management Views on Dividend Policy. In: Financial Management. Vol 14 (3). s 78 – 85.

Baker, K.; Veit, T.; Powell, G. (2001): *Factors influencing dividend policy decisions of Nasdaq firms*. In: The Financial Review. Vol 36 (3). s 19-38.

Baker, K.; Veit, T.; Powell, G. (2002): *Revisiting the dividend puzzle - Do all of the pieces now fit?* Review of Financial Economics. Vol 11 (4). s 241-261

Black, F. (1976): The Dividend Puzzle. Journal of Portfolio Management. Vol 2 (2). s 5 – 8.

Black, F. (1996): *The dividend puzzle*. Journal of Portfolio Management. s 8 – 12

Barclay, M. (1987): *Dividends, Taxes and common stock prices: The ex-dividend day behavior of common Stock prices before the income tax*. In: Journal of Financial Economics. Vol 19 (1). s 31 – 45.

Brennan, M.; Thakor, A. (1990): *Shareholder Preferences and Dividend Policy*. In: Journal of Finance. Vol 45 (4). s 993 - 1018

Crossland, M.; Dempsey, M.; Moizer, P. (1991): *The effect on cum- to ex-dividend changes on UK shares*. In: Account and Business Research. Vol 22 (85). s 47-50.

Dann, L.; Masulis, R.; Mayers, D. (1991): *Repurchases tender offers and earnings information*. In: Journal of Accounting and Economics. Vol 14 (3). s 217 – 51.

Donaldson G. (1961): *Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and determination of corporate debt capacity*. Harvard business school.

Dittmar, A. (2000): *Why do firms repurchase stock?* In: Journal of Business. Vol 73 (3) s 331 – 355

Easterbrook, F.(1984): *Two agency-cost explanation of dividends*. In: American Economic Review. Vol 74 (4). s 650 – 659.

DeAngelo, H.; DeAngelo, L.; Skinner, D. (1992): *Dividends and losses*. In: Journal of Finance. Vol 47 (5). s 1837 - 1864

Denis, D.; Denis, D.; Sarin, A. (1994): *The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clienteles*. In: Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol 29 (4). s 567 – 587.

Frankfurter, G. (1999): *What is the puzzle in "the dividend puzzle?* In: Journal of Investing. Vol 8 (2). s 76 – 85.

Gordon, M. (1963): *Dividends earnings and stock prices*. In: Review of Economics and Statistics. Vol 41 (2). s 99 – 105.

Gustavo, R. (2004): *The information Content of Share Repurchase Programs*. In: Journal of Finance. Vol 59 (2). s 651 - 680

Hovakimian, A.; Opler, T.; Titman, S. (2001): *The debt equity choice*. In: Journal of Finance. Vol 36 (1). s 1 – 24.

Ikenberry, D.; Lakonishok, J.; Vermaelen, T. (1995): *Market underreaction to open market share repurchase*. In: Journal of Economics. Vol 39 (2-3). s 181 – 209.

Jensen, M. (1986): *Agency costs of free cashflow*. In: American Economic Review. Vol 76 (2). s 323 – 329.

Kjellberg, C.; Schönström, A.(2004): *Vad påverkar storleken på budpremien i praktiken? - en studie av några faktorer*. Löpnr: 11748. Kandidatuppsats, Lund

Lee, S.; Mikkelson, W.; Partch, M.(1992): Managers' Trading Around Stock Repurchases. In: *Journal of finance*. Vol 47 (5). s 1947 – 1961.

Lintner, J. (1956): Distribution of income of corporations among dividends, retained earnings and taxes. In: *The American Economic Review*. Vol 46 (2). s 97 – 113.

Lie, E. (2000): *Excess Funds and Agency Problems: An Empirical Study of Incremental Cash Disbursements*. In: *Review of Financial Studies*. Vol 13 (1). s 219 – 247.

Lucas, D.; McDonald R. (1998): *Shareholder heterogeneity, adverse selection, and payout policy*. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol 33 (2). s 233- 253

Mann, S. (1989): *The dividend puzzle: A progress report*. In: *Quarterly Journal of Business and Economics*. Vol 28 (3). s 3 – 36.

Miller, M.; Modigliani, F. (1961): Dividend policy, growth, and the valuation of shares. In: *The Journal of Business*. Vol 34 (4). s 411-433.

Myers, S.; Majluf, N. (1984): *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*. In: *Journal of Financial Economics*. Vol 13 (2). s 187 – 222.

Pruitt, S.; Gitman, L. (1991): *The Interactions Between the Investment, Financing, and Dividend Decisions of Major U.S. Firms*. In: *The Financial Review*. Vol 26 (3). s 409 – 431.

Ross, S. (1977): *The determination of financial structure: The incentive-signalling approach*. In: *Bell Journal of economics*. Vol 8 (1). s 23 – 40.

Solomon, E. (1963): *The Theory of Financial Management*. New York, Columbia University Press.

Walter, J. (1963): *Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Enterprise*. In: *Journal of Finance*. Vol 18 (2). s 20-291.

Yoon, P. Y.; Starks, L. (1995): *Signaling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements*. In: Review of Financial Studies. Vol 8 (4). s 995 – 1018.

7.2 Böcker

Andersson, G.; Jorner, U.; Ågren, A. (1994): Regressions- och tidserieanalys. Lund, Studentlitteratur.

Arbnar, I.; Bjerke, B. (1999). *Företagsekonomisk metodlära*. Andra upplagan. Studentlitteratur, Lund.

Arnold, G. (2002): *Corporate financial management*. Andra upplagan. Pearson Education Limited. Prentice hall.

Bengtsson, L., och Nygaard, C. (2002): *Strategizing: en kontextuell organisationsteori*. Lund, Studentlitteratur.

Damodar, G. (2002): *Basic Econometrics*. Fourth Edition. Boston, McGrawHill.

Davidsson, B.; Patel, R. (1994): *Forskningsmetodikens grunder*. Andra upplagan. Studentlitteratur, Lund.

Eriksson, L.; Wiedersheim, P. (2001): Att utreda, forska och rapportera. Sjunde upplagan. Liber ekonomi.

Jacobsen, D. I. (2002): *Vad, Hur och varför: om metodval i företagsekonomi och andra samhällsventenskapliga ämnen*. Studentlitteratur, Lund.

Körner, S.; Wahlgren, L. (2002): *Statistisk dataanalys*. Lund, Studentlitteratur.

Reiman, M. (2001): *Using EViews for Undergraduate econometrics*. Second edition. New York. Wiley.

Sundin, A. (2000): *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag*. Stockholm, Dagens nyheter.

Sundin, A. (2001): *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag*. Stockholm, Dagens nyheter.

Sundin, A. (2002): *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag*. Stockholm, Dagens

nyheter.

Sundin, A. (2003): *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag*. Stockholm, Dagens nyheter.

Sundin, A. (2004): *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag*. Stockholm, Dagens nyheter.

7.3 Elektroniska källor

Affärsvärlden. (2004-05-04): *Har vi inte blivit Fat Cats?*. Blecher, S.; Cervenka, B.: Internet: <http://www.afv.se> (hämtad 2005-01-05)

AMF Pension (2004): <http://www.amf.se/templates/Page.aspx?id=3021> (hämtad 2004-12-29)

Dagens Industri (2004-10-27): *Därför stiger telia på börsen*. Huldshiner, H.: Internet: www.di.se (hämtad 2004-11-24)

Dagens Industri (2002-06-24): *Fortsatt iskallt på Stockholmsbörsen*. Hansen, A.: Internet: <http://www.di.se> (hämtad 2005-01-04)

Dagens Industri. (2004-10-29): *Ökat tryck på utdelning av välfyllda bolagskassor*. Törnwall M.: Internet: <http://www.di.se> (hämtad 2004-11-24)

Ericssons årsredovisning. (2003): Internet: http://www.ericsson.com/investors/financial_reports/index.shtml (hämtad 2004-12-02)

Fondbolagen. (2004-09-02): *Fondsparandet i ett 10-års perspektiv 1994-2004*.: Internet <http://www.fondbolagen.se> (hämtad 2004-11-29)

Fondbolagen. (2004-06-17): *Sverige – världsledande på fondsparande*. : Internet <http://www.fondbolagen.se> (hämtad 2004-11-29)

Fondmarkanden (2004). Internet: <http://www.fondmarknaden.se/radgivning/ordlista/> (hämtad 2004-11-15)

DIREKTAVKASTNINGENS DETERMINANTER

Holmens årsredovisning (2003). Internet:
<http://www.holmen.com/Main.aspx?ID=6c5733cd-1c3d-447b-9e45-d02c6f09ad18> (hämtad 2004-12-20)

Privata Affärer (2002-03-21): *Bästa aktierna som ger hög direktavkastning.*
Alfredsson, M.: Internet: <http://www.privataaffarer.se> (hämtad 2005-01-04)

Regeringens proposition (1999/2000:34): Internet <http://www.riksdagen.se>
(hämtad 2004-12-27)

Reuters 3000Xtra

SixTrust

Skandias årsredovisning (2002): Internet: <http://www.skandia.com> (hämtad 2004-12-13)

Stockholmsbörsen (2004) Internet: <http://www.stockholmsborsen.se> (hämtad 2004-12-02)

7.4 Muntliga källor

Eklund, C.; chefsekonom SEB, Personlig intervju, 2004-02-26

Lustig, J.; Associate M&A JP Morgan. Personlig intervju, 2004-11-19

DIREKTAVKASTNINGENS DETERMINANTER

Tester av variablerna för 1999

Bilaga 1

Variabel	Medel	Stand. dev.	Skevhets	Kurtosis	Jarque-Bera	P
Ägande (%)	31.5	23.1	0.489	2.74	1.66	0.435
Avk. Ek (%)	20.3	16.9	3.161	17.16	391	0
Direktavk. (%)	3.54	3.5	2.49	9.17	102	0
Kassaflöde (kr /aktie/kurs)	-0.013	0.086	-2.17	7.83	68.7	0
Likvida tillgångar (ln)	21.78	1.67	0.092	2.57	0.36	0.84
MBR	3.24	3.34	2.69	9.84	122.9	0
Skuldsättningsgrad	0.665	0.557	2.13	8.87	85.6	0
Tillgångar (ln)	23	1.59	0.003	2.29	0.81	0.067

Tester av variablerna för 2000

Variabel	Medel	Stand. dev.	Skevhets	Kurtosis	Jarque-Bera	P
Ägande (%)	30	23	0.788	2.94	4.14	0.126
Avk. Ek (%)	18	18	-2.26	13.41	214	0
Direktavk. (%)	3.44	2	0.071	4.08	5.29	0.07
Kassaflöde (kr /aktie/kurs)	0.005	0.1	-2.67	15.3	300	0
Likvida tillgångar (ln)	21.98	1.64	0.09	2.7	0.2	0.9
MBR	2.48	2.07	1.73	5.1	27	0.000001
Skuldsättningsgrad	0.074	0.63	1.85	7.21	52.38	0
Tillgångar (ln)	23.18	1.61	-0.03	2.26	0.92	0.63

Tester av variablerna för 2001

Variabel	Medel	Stand. dev.	Skevhets	Kurtosis	Jarque-Bera	P
Ägande (%)	31.5	27.9	0.985	3.24	7.23	0.027
Avk. Ek (%)	8.17	14.96	-1.43	7.12	46.26	0
Direktavk. (%)	4.59	4.75	3.42	17.84	478	0
Kassaflöde (kr /aktie/kurs)	0.062	0.095	2.41	9.45	119	0
Likvida tillgångar (ln)	22.04	1.66	0.036	2.75	0.126	0.93
MBR	2.395	1.97	2.37	9.68	123	0
Skuldsättningsgrad	0.814	0.641	1.49	6.18	34.8	0
Tillgångar (ln)	23.4	1.71	-0.14	2.25	1.17	0.557

Tester av variablerna för 2002

Variabel	Medel	Stand. dev.	Skevhets	Kurtosis	Jarque-Bera	P
Ägande (%)	31.6	27.8	0.99	3.24	7.23	0.027
Avk. Ek (%)	6.4	1.89	-1.79	7.95	68.35	0
Direktavk. (%)	3.9	3.51	1.75	6.61	46.28	0
Kassaflöde (kr /aktie/kurs)	0.095	0.166	3.66	18.7	552	0
Likvida tillgångar (ln)	22	1.62	0.07	2.48	0.53	0.77
MBR	1.78	1.12	2.01	7.72	70.48	0
Skuldsättningsgrad	0.78	0.66	1.39	5.25	23.43	0.000008
Tillgångar (ln)	23.34	1.71	-0.047	2.09	1.52	0.47

Tester av variablerna för 2003

Variabel	Medel	Stand. dev.	Skevhets	Kurtosis	Jarque-Bera	P
Ägande (%)	25.7	23.6	0.80	2.95	4.7	0.095
Avk. Ek (%)	10.4	11.7	0.10	3.49	0.51	0.776
Direktavk. (%)	3.07	3.25	3.39	18.32	514	0
Kassaflöde (kr /aktie/kurs)	0.064	0.157	5.40	33.5	1919	0
Likvida tillgångar (ln)	22	1.64	0.09	2.44	0.63	0.73
MBR	2.21	1.2	1.15	4.72	15.1	0.0005
Skuldsättningsgrad	0.71	0.7	1.60	5.5	30	0
Tillgångar (ln)	23.3	1.7	-0.087	2.16	1.34	0.51

DIREKTAVKASTNINGENS DETERMINANTER

Korrelation mellan oberoende variabler

Bilaga 2

Korrelation 1999							
	Ägande	Avk. Ek	Kassalf.	Likv. tillg.	MBR	Skulds.	Tillg.
Ägande	1.000000	-0.146916	-0.103826	0.277090	0.010494	-0.223596	0.411849
Avk. Ek	-0.146916	1.000000	-0.745165	0.132160	0.084591	0.067746	0.098038
Kassalf.	-0.103826	-0.745165	1.000000	-0.280285	0.097304	0.036438	-0.314180
Likvida tillg.	0.277090	0.132160	-0.280285	1.000000	0.173929	-0.092358	0.913477
MBR	0.010494	0.084591	0.097304	0.173929	1.000000	-0.164549	0.060515
Skuldsätt.	-0.223596	0.067746	0.036438	-0.092358	-0.164549	1.000000	-0.054948
Tillgångar	0.411849	0.098038	-0.314180	0.913477	0.060515	-0.054948	1.000000

Korrelation 2000							
	Ägande	Avk. Ek	Kassalf.	Likv. tillg.	MBR	Skulds.	Tillg.
Ägande	1.000000	0.151443	-0.149189	0.311470	0.026930	-0.254939	0.441543
Avk. Ek	0.151443	1.000000	-0.535325	0.166936	0.084476	0.055554	0.116389
Kassalf.	-0.149189	-0.535325	1.000000	-0.129358	-0.057148	0.087949	-0.152817
Likvida tillg.	0.311470	0.166936	-0.129358	1.000000	0.210584	-0.183276	0.913713
MBR	0.026930	0.084476	-0.057148	0.210584	1.000000	-0.123503	0.099430
Skuldsätt.	-0.254939	0.055554	0.087949	-0.183276	-0.123503	1.000000	-0.160642
Tillgångar	0.441543	0.116389	-0.152817	0.913713	0.099430	-0.160642	1.000000

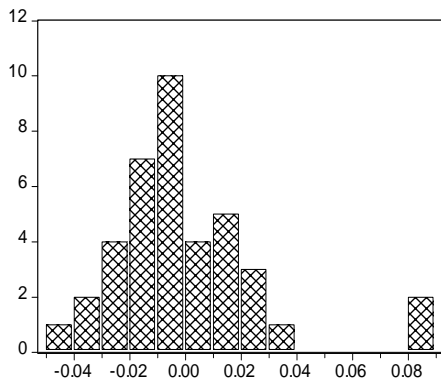
Korrelation 2001							
	Ägande	Avk. Ek	Kassalf.	Likv. tillg.	MBR	Skulds.	Tillg.
Ägande	1.000000	-0.119398	0.020790	0.045047	-0.209531	-0.058816	0.118488
Avk. Ek	-0.119398	1.000000	-0.647181	-0.026506	0.078428	0.014528	0.039756
Kassalf.	0.020790	-0.647181	1.000000	-0.111454	-0.333002	0.134684	-0.136917
Likvida tillg.	0.045047	-0.026506	-0.111454	1.000000	0.195953	-0.079519	0.861904
MBR	-0.209531	0.078428	-0.333002	0.195953	1.000000	-0.091190	0.188157
Skuldsätt.	-0.058816	0.014528	0.134684	-0.079519	-0.091190	1.000000	-0.089513
Tillgångar	0.118488	0.039756	-0.136917	0.861904	0.188157	-0.089513	1.000000

Korrelation 2002							
	Ägande	Avk. Ek	Kassalf.	Likv. tillg.	MBR	Skulds.	Tillg.
Ägande	1.000000	-0.137205	-0.040487	0.022705	-0.322138	-0.035414	0.040578
Avk. Ek	-0.137205	1.000000	-0.780808	-0.077676	0.459788	-0.230151	-0.011072
Kassalf.	-0.040487	-0.780808	1.000000	-0.039658	-0.297212	0.392205	-0.021499
Likvida tillg.	0.022705	-0.077676	-0.039658	1.000000	0.001840	-0.094379	0.898368
MBR	-0.322138	0.459788	-0.297212	0.001840	1.000000	-0.018385	0.008389
Skuldsätt.	-0.035414	-0.230151	0.392205	-0.094379	-0.018385	1.000000	-0.105031
Tillgångar	0.040578	-0.011072	-0.021499	0.898368	0.008389	-0.105031	1.000000

Korrelation 2003							
	Ägande	Avk. Ek	Kassalf.	Likv. tillg.	MBR	Skulds.	Tillg.
Ägande	1.000000	-0.336419	-0.055256	0.086073	-0.323740	-0.145159	0.169867
Avk. Ek	-0.336419	1.000000	-0.405878	-0.023076	0.580872	-0.013071	-0.030688
Kassalf.	-0.055256	-0.405878	1.000000	-0.073621	-0.360842	0.425168	-0.107796
Likvida tillg.	0.086073	-0.023076	-0.073621	1.000000	-0.016896	-0.133304	0.888326
MBR	-0.323740	0.580872	-0.360842	-0.016896	1.000000	-0.129814	-0.106584
Skuldsätt.	-0.145159	-0.013071	0.425168	-0.133304	-0.129814	1.000000	-0.118763
Tillgångar	0.169867	-0.030688	-0.107796	0.888326	-0.106584	-0.118763	1.000000

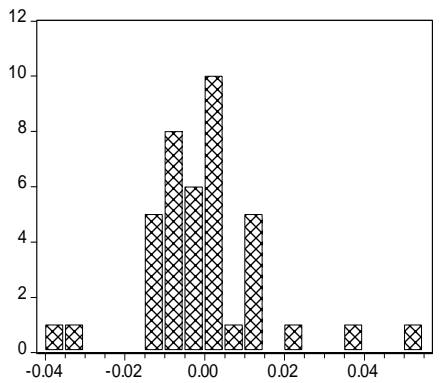
Test av residualer

Bilaga 3



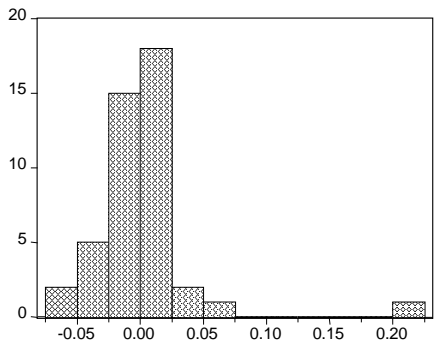
Series: Residuals	
Sample 2 40	
Observations 39	
Mean	-1.21E-16
Median	-0.006189
Maximum	0.089572
Minimum	-0.044245
Std. Dev.	0.027312
Skewness	1.675325
Kurtosis	6.707535
Jarque-Bera	40.58060
Probability	0.000000

1999



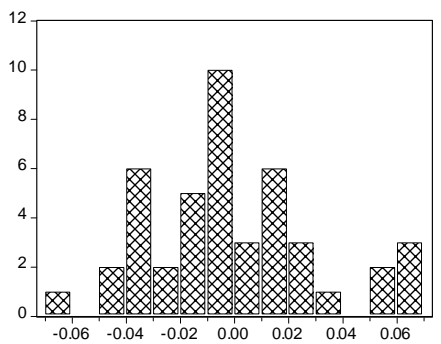
Series: Residuals	
Sample 2 41	
Observations 40	
Mean	-9.02E-18
Median	-1.71E-05
Maximum	0.053044
Minimum	-0.038334
Std. Dev.	0.015420
Skewness	0.821182
Kurtosis	6.105431
Jarque-Bera	20.56844
Probability	0.000034

2000



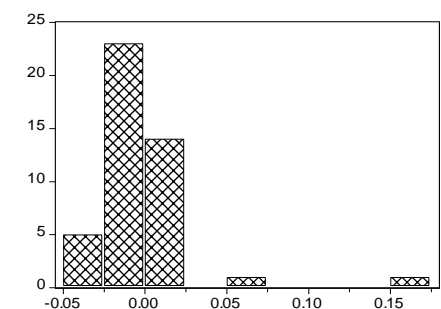
Series: Residuals	
Sample 2 45	
Observations 44	
Mean	7.10E-18
Median	0.000265
Maximum	0.211757
Minimum	-0.061875
Std. Dev.	0.040604
Skewness	3.176588
Kurtosis	18.03711
Jarque-Bera	488.5422
Probability	0.000000

2001



Series: Residuals	
Sample 2 45	
Observations 44	
Mean	3.19E-17
Median	-0.004719
Maximum	0.068928
Minimum	-0.062032
Std. Dev.	0.030997
Skewness	0.484423
Kurtosis	2.767427
Jarque-Bera	1.820045
Probability	0.402515

2002



Series: Residuals	
Sample 2 45	
Observations 44	
Mean	-1.85E-17
Median	-0.004854
Maximum	0.161668
Minimum	-0.035828
Std. Dev.	0.029781
Skewness	3.731702
Kurtosis	21.03895
Jarque-Bera	698.6944
Probability	0.000000

2003