



Arkivnummer: _____

LUNDS UNIVERSITET

Ekonomihögskolan
Företagsekonomiska Institutionen

FEKP90
Företagsekonomi
Examensarbete på Civilekonomprogrammet

VT 2011

Överflödiga likvida medel och aktieavkastning

En studie av svenska börsbolag 1985-2009

Författare:

Andreas Högstedt

Daniel Löfdahl

Handledare:

Anders Vilhelmsson

Sammanfattning

- Examensarbetets titel:** Överflödiga likvida medel och aktieavkastning – En studie av svenska börsbolag 1985-2009
- Seminariedatum:** 2011-05-20
- Ämne/kurs:** FEKP90, Examensarbete på Civilekonomprogrammet, Företagsekonomi, avancerad nivå, 30 poäng
- Författare:** Andreas Högstedt, Daniel Löfdahl
- Handledare:** Anders Vilhelmsson
- Nyckelord:** Överflödiga likvida medel (ÖFLM), aktieavkastning, tvärsnittsregressioner, börsbolag, finanskris
- Syfte:** Undersöka om det finns något samband mellan överflödiga likvida medel och aktieavkastning på den svenska marknaden.
- Metod:** Vi använder databasen Datastream för att få fram kvantitativ data till 16 variabler fördelat på 2 regressionsmodeller för att bestämma determinanter för kassahållning utifrån ett antal företags specifika faktorer. Vi gör tvärsnittsregressioner för varje år för respektive företag. Utifrån regressionerna har vi fått fram residualer vilka vi har använt som mått på ÖFLM. Vi har sedan studerat företagens karaktär utifrån mängden ÖFLM. Slutligen har varje nivå av ÖFLM jämförts med aktieavkastning för respektive företag under olika tidsperioder.
- Teoretiska perspektiv:** Ämnet är brett och diskuteras i flera erkända teorier. Modigliani och Miller (1958) talar om att det är irrelevant att ha likvida medel med hänsyn till ett antal antaganden i en perfekt värld. Pecking order teorin talar om val vid anskaffandet av likvida medel och informationsasymmetrier (Myers & Majluf, 1984). Jensen (1986) med free cash flow teorin tar bl.a. upp agentproblem. Andra teoretiska perspektiv diskuterar överinvesteringar, signalering och alternativkostnader.
- Empiri:** Vi undersöker insamlad företagsdata genom 3 olika tabeller. Tabell 1 ger oss information om ett antal företags specifika faktorer och hur dessa påverkar kassanivån. Tabell 2 ser på samband mellan olika nivåer av ÖFLM och företags beta, tillväxt i tillgångar, skulder, m.m. Tabell 3 visar samband mellan olika ÖFLM-nivåer och aktieavkastning under olika tidsperioder.
- Slutsatser:** ÖFLM påverkar företags aktieavkastning olika under olika perioder. Vi finner att under tillväxtperioder har företag med högre nivåer av ÖFLM i genomsnitt högre aktieavkastning. Anmärkningsvärt finner vi att företag med lägre nivåer av ÖFLM tenderar att överprestera företag med högre nivåer av ÖFLM under ekonomiska nedgångar.

Abstract

Title: Excess cash and stock returns – A study of Swedish Listed Companies 1985-2009

Seminar date: 2011-05-20

Course: Master thesis in business administration, 30 University Credit Points (30 ECTS).

Authors: Andreas Högstedt, Daniel Löfdahl

Advisor: Anders Vilhelmsson

Key words: Excess cash measure (ECM), stock return, cross-sectional regressions, listed companies, financial crisis

Purpose: Investigate if there is any relationship between excess cash and stock returns on the Swedish market.

Methodology: We use the database Datastream to obtain quantitative data for 16 different variables used in two different regression models to determine the determinants of cash holdings from a number of company specific factors. We create a cross-sectional regression for each company and year. Out of the regressions we have gotten the residuals which we have used as a measure of ECM. We have then studied the companies' characteristics from the ECM point of view. Finally each level of ECM has been compared to the change in stock returns for each company during different periods of time.

Theoretical perspectives: The subject is wide and is discussed in several recognized theories. Modigliani and Miller (1958) are talking about the irrelevance of liquid assets while taking into account certain assumptions in a perfect world. The Pecking Order theory discusses the choices available when procuring liquid assets and information asymmetries (Myers & Majluf, 1984). Jensen (1986) in his free cash flow theory mentions agency problems amongst other things. Other theoretical perspectives are talking about over-investment, signaling and opportunity costs.

Empirical foundations: We investigate our collected company data in three different tables. Table 1 gives us information on a number of company specific factors and their impact on the cash levels. Table 2 looks at relationships between different levels of ECM and the company's beta, growth in assets, liabilities, etc. Table 3 shows the relationship the levels of ECM and the stock returns during various periods of time.

Conclusions: ECM affects corporate stock returns differently during different periods. We find that during expansions companies with higher levels of ECM in average have higher stock returns. Remarkably we find that companies with lower levels of ECM tend to over perform companies with higher levels of ECM during market downturns.

Förord

Vi vill börja med att tacka alla på ekonomihögskolan i Lund som har hjälpt till att sammanställa denna uppsats. Ett stort tack till vår handledare Anders Vilhelmsson som varit tillgänglig under hela arbetets gång och fört arbetet vidare med goda råd och insiktsfulla synpunkter. Vi vill även tacka LINC för tillgången till databasen Datastream som har förenklat vår insamling av data.

Lund 2011-05-13

Andreas Högstedt och Daniel Löfdahl

Innehållsförteckning

| | | |
|-------|--|----|
| 1 | Introduktion | 7 |
| 1.1 | Bakgrund | 7 |
| 1.2 | Problemdiskussion..... | 8 |
| 1.3 | Syfte..... | 9 |
| 1.4 | Avgränsning..... | 9 |
| 1.5 | Disposition..... | 10 |
| | Kapitel 2 – Teoretisk bakgrund | 10 |
| 2 | Teoretisk bakgrund..... | 11 |
| 2.1 | Modigliani och Miller..... | 11 |
| 2.2 | Trade-off teorin..... | 11 |
| 2.2.1 | Transaktionskostnadsteorin..... | 12 |
| 2.2.2 | Över- och underinvestering - Agentproblem | 13 |
| 2.2.3 | Försiktighetsmotivet – buffert..... | 14 |
| 2.2.4 | Spekulationsmotivet..... | 14 |
| 2.3 | Pecking order teorin..... | 14 |
| 2.4 | Fördelar/ nackdelar med att hålla en hög kassanivå | 15 |
| 2.4.1 | Ta en ledande position | 15 |
| 2.4.2 | Signalering | 15 |
| 2.4.3 | Alternativkostnaden av att hålla en hög kassanivå | 16 |
| 2.4.4 | Utdelning/ återköp av aktier..... | 16 |
| 2.5 | Ekonomiska nedgångar..... | 17 |
| 2.5.1 | Krisen 1990 | 17 |
| 2.5.2 | Krisen 2000 | 17 |
| 2.5.3 | Krisen 2008..... | 18 |
| 2.6 | Tidigare studier..... | 18 |
| 3 | Metod | 21 |
| 3.1 | Datainsamling | 21 |
| 3.2 | Kvalitetskontroll av data..... | 22 |
| 3.3 | Företagen | 22 |
| 3.4 | Regressionsanalyser..... | 22 |
| 3.5 | Ursprungliga variabler | 23 |
| 3.6 | Determinanter för kassahållning..... | 24 |
| 3.7 | Modifierad regressionsmodell | 25 |
| 3.8 | Indelning i portföljer..... | 26 |
| 3.9 | Företagens karaktär..... | 27 |
| 3.10 | Överflödiga likvida medel och aktieavkastning | 27 |
| 4 | Empiri, resultat och analys | 28 |
| 4.1 | Determinanter för kassahållning, tabell 1a | 28 |
| 4.1.1 | Påvisade samband | 30 |
| 4.1.2 | Ej signifikanta resultat | 31 |
| 4.2 | Modifierad regressionsmodell, tabell 1b. | 33 |
| 4.3 | Företagens karaktär, tabell 2..... | 34 |

| | |
|--|----|
| 4.3.1 Resultat av företagens karaktär, tabell 2 | 36 |
| 4.4 Överflödiga likvida medel och aktieavkastning..... | 38 |
| 4.5 ÖFLM och aktieavkastning genom uppdelning i tredjedelar, tabell 3a. | 39 |
| 4.5.1 Företag i konkurs | 41 |
| 4.5.2 Tidsperioder | 41 |
| 4.5.3 Analys av våra resultat..... | 42 |
| 4.5.4 Olika perioder | 43 |
| 4.5.5 Hela perioden | 45 |
| 4.5.6 Scania vs Volvo | 46 |
| 4.6 ÖFLM och aktieavkastning genom uppdelning i femtedelar, tabell 3b. | 47 |
| 4.7 Teorimatrix | 49 |
| 5 Slutsatser | 51 |
| 6 Förslag till framtida studier: | 53 |
| Referenser..... | 54 |
| Artiklar..... | 54 |
| Böcker..... | 56 |
| Internet..... | 56 |
| Tidigare examensarbeten | 58 |
| Appendix | 59 |
| Appendix 1. Determinanter för kassahållning, Simutin (2010)..... | 59 |
| Appendix 2. Konsumentprisindex | 60 |
| Appendix 3. Determinanter för kassahållning för svenska börsbolag inklusive ”dummyvariabler” | 61 |
| Appendix 4. Determinanter för kassahållning enligt den modifierade regressionsmodellen, Simutin (2010)..... | 62 |
| Appendix 5. Företagens karaktäristika, Simutin (2010)..... | 63 |
| Appendix 6. Överflödiga likvida medel och aktieavkastning, Simutin (2010) | 64 |
| Artikel Investeringsstrategi utifrån företags kassanivåer..... | 65 |

1 Introduktion

I följande kapitel presenteras bakgrund och problemdiskussion för att ge läsaren en inblick i ämnet. Detta följs upp av bidrag och syfte samt de avgränsningar vi valt att göra under arbetets gång. Kapitlet avslutas med en genomgång av arbetets disposition.

1.1 Bakgrund

Hållning av likvida medel skiljer sig mycket mellan olika företag, även för företag inom samma bransch. Om vi skulle jämföra två företag som i flera hänseenden är väldigt lika varandra och konkurrerar på samma marknad skulle dessa företag antagligen hålla helt olika mängder likvida medel. Om vi exempelvis jämför Scania AB och Volvo AB de senaste 15 åren så har Scania AB i genomsnitt en kassa genom totala tillgångar på 5,5% medan Volvo AB i genomsnitt har en kassa genom totala tillgångar 12,5% vilket är mer än det dubbla.

Under de senaste årens finanskris har företag börjat se över sina kassanivåer och många frågar sig vilken mängd likvida medel som är bäst för att kunna växa i tider av tillväxt men även under ekonomiska nedgångar. Hur olika syn på likvida medel bland olika företag har påverkat den långsiktiga aktieavkastningen och om det vid olika tidpunkter i den ekonomiska cykeln är bra att ha hög respektive låg kassanivå är något som vi ska försöka svara på i denna uppsats.

Forskning om likvida medel och dess påverkan på företags prestation har länge varit ett bortglömt ämne. Forskning har istället fokuserat på likvida medel och bolagsstyrning och optimala nivåer av likvida medel för att minska agentproblem och kostnader för att anskaffa likvida medel externt. På senare år har dock flera forskningsstudier gjorts om likvida medel och dess direkta påverkan på företags prestation och därigenom aktieavkastning. I takt med senare års finanskris har ämnet blivit än mer omdiskuterat. De flesta gjorda studier fokuserar på tillverkande företag i USA, Japan, Storbritannien eller EMU-området varför vi har valt att studera den svenska marknaden.

Bland studier som leder in på vår uppsats är en av de tidigaste studierna gjord av Opler et al. (1999) som undersökt vilka faktorer som påverkar mängden likvida medel bland amerikanska företag. Opler et al. (1999) är en av de större undersökningarna som gjorts och har därmed

lagt grunden för definitionen av överflödiga likvida medel¹. Simutin (2010) har fortsatt med resultaten i Opler et al. (1999) och har studerat sambandet mellan amerikanska företags överflödiga likvida medel och aktieavkastning och hittat ett positivt samband mellan mängden likvida medel och aktieavkastning. Det är denna artikel skriven av Simutin (2010) som vi kommer att utgå ifrån och se huruvida resultaten skiljer sig bland svenska företag.

1.2 Problemdiskussion

Likviditet är lika med betalningsförmåga (Nationalencyklopedin, 2011). Denna betalningsförmåga är grundläggande för att kunna driva den operativa verksamheten och för att undvika ekonomiska svårigheter. Likvida medel används även till investeringar, som framtida säkerhet och som signalering. Alla likvida medel som ej behövs till den operativa verksamheten är enligt allmän definition överflödiga likvida medel, (ÖFLM) då de för tillfället inte behövs för företagets överlevnad. (Vår egen definition av ÖFLM bygger på samma antagande men med fler determinanter och kommer att presenteras närmare i kapitel 3). Vid extraordinära händelser kan egna internt finansierade räddningspaket vara det enda tillgängliga medlet. Detta har blivit allt mer uppmärksammat under finanskrisen då det till ännu större del handlar om företagets överlevnad då pressen på finansieringsmarknaden ökar och lån- och eget kapital inte finns tillgängligt i samma utsträckning som tidigare. Företag med stora mängder likvida medel borde därför kunna ta större marknadsandelar och konkurrera bättre än företag med lite likvida medel under tider med svårigheter.

Detta leder fram till vår frågeställning. Hur påverkar mängden likvida medel företags långsiktiga lönsamhet och aktieavkastning? Vi kommer även att undersöka hur detta har ändrats efter dels bankkrisen på 1990-talet samt under den så kallade IT-boomen med efterföljande krasch i början på 2000-talet. Vår tidsperiod sträcker sig även en bit in under finanskrisen 2008.

Hypotes 1: Det finns ett positivt samband mellan företags långsiktiga aktieavkastning och mängden likvida medel.

Hypotes 2: Företag med mest likvida medel hade bättre aktieavkastning både under och efter kriserna.

¹ Överflödiga likvida medel = excess cash = likvida medel som inte direkt behövs till den operativa verksamheten

Till hjälp att besvara vår frågeställning kommer vi som nämnt tidigare att följa en amerikansk studie gjord av Simutin (2010), vilket gör att vi även kommer att kunna se likheter och skillnader mellan svenska och amerikanska företags aktieavkastning beroende på mängden likvida medel.

1.3 Syfte

Vårt syfte är att undersöka om det finns något samband mellan överflödiga likvida medel och aktieavkastning på den svenska marknaden.

1.4 Avgränsning

På grund av vår begränsade tid har vi blivit tvungna att göra en del avgränsningar inom områden som annars vore intressanta att undersöka. Vi använder oss av svenska publika aktiebolag från år 1985 till år 2009. Tidsperioden har valts då den innefattar flera olika konjunkturcykler. Bolagen vi undersöker är både aktiva samt inte längre aktiva företag för att undvika det så kallade "survivorship bias" vilket är ett logiskt fel man får genom att enbart fokusera på företag som överlevt och glömmer bort de som har dött och på så sätt drar felaktiga slutsatser. Detta då företag som inte längre är aktiva kan skilja sig från de aktiva och genom att ta med dessa minskar risken för statistisk snedvridning. Flertalet företag bland all data vi har samlat in är därför endast med under vissa perioder av vår 25 års period. Vi hade gärna använt oss av data för år 2010 för att se hur de senaste årens finanskris påverkat företags syn på likvida medel, men då data för år 2010 ännu inte finns tillgänglig i kvantitativ form i databasen Datastream har vi varit tvungna att utelämna detta år.

Vi har valt att bara fokusera på företag listade på Stockholmsbörsen och kommer därför inte att undersöka skillnader mellan länder mer än med resultaten Simutin (2010) fått från sin studie i USA, vilket annars kunde ha varit intressant att undersöka. Simutin (2010) har i sin artikel använt ett antal variabler vilka vi kommer att använda. Vi kommer dock att utelämna en av dessa variabler, forskning och utveckling (F&U), då det idag inte finns någon enhetlig praxis om hur detta ska redovisas i Sverige vilket skulle minska jämförbarheten för undersökta företag (Bokföringsnämnden, 2011). Detta kommer dock inte att påverka vårt resultat avsevärt då forskning och utveckling (F&U), efter utdelning, är den minst förklarande variabeln enligt t-statistiken från Simutin (2010), (se appendix 1). För att kompensera för detta har vi även valt att använda oss av en förenklad definition av likvida medel.

Vi kommer inte heller att ta med banker i vårt arbete. Bankers kapitalstruktur skiljer sig markant från övriga företag och skulle ge oss en missvisande bild. Baselregelverken ställer också specifika krav på bankernas riskhantering och kapitaltäckningsgrad vilket gör att det inte vore intressant för oss att undersöka mängden likvida medel och dess påverkan inom bankväsendet (Bis, 2010).

En annan ofrivillig avgränsning har uppkommit på grund av ofullständig data från databasen Datastream. Av 1200 aktiva och inte längre aktiva företag under vår undersökta 25 års period har vi fått fram fullständig data för 573 företag. Detta stora bortfall har minskat vårt urval vilket kan leda till en snedvridning av vårt resultat då vi inte har kunnat undersöka alla företag på Stockholmsbörsen under vår 25 års period. Det bör dock inte ge några större fel då det verkar vara slumpmässigt vilka företag som saknar fullständig data.

Vi har i vår jämförelse med Simutin (2010) inte tagit hänsyn till skatter då beskattningen ser olika ut mellan svenska och amerikanska företag. Till skillnad från amerikanska bolag beskattas exempelvis inte svenska bolag för transfereringar mellan dotterbolag verksamma i andra länder vilket gör att skattemotivet försvinner för företag verksamma i Sverige till skillnad från företag verksamma i USA.

1.5 Disposition

Kapitel 2 – Teoretisk bakgrund

Kapitlet behandlar den teoretiska bakgrunden till ämnet med fokus på motiven till att hålla likvida medel. Vi tar upp fördelar och nackdelar med att hålla likvida medel. Vi gör även en beskrivning av kriserna som Sverige har gått igenom under vår tidsperiod. I slutet av kapitlet presenteras tidigare studier inom ämnet.

Kapitel 3 – Metod

I detta avsnitt går vi igenom hur vi har gått tillväga under arbetets gång. Vi kommer även att djupare presentera tre olika avsnitt vars resultat vi presenterar och analyserar i kapitel 4, Empiri, resultat och analys. De tre olika avsnitten är determinanter för kassahållning, företagens karaktäristika och ÖFLM och aktieavkastning.

Kapitel 4 – Empiri, resultat och analys

Vi presenterar här de tre olika avsnitten och analyserar dessa: determinanter för kassahållning, företagens karaktäristika och ÖFLM och aktieavkastning.

Kapitel 5 – Slutsatser

Här för vi en djupare diskussion av våra resultat och tar upp hur man skulle kunna använda resultaten som aktiestrategi.

2 Teoretisk bakgrund

Vår uppsats handlar om likvida medel. Men likvida medel är nära besläktat med kapitalstruktur och finansieringsteorier. Ämnet är brett och det finns flera erkända teorier som behandlar området, vi kommer att gå igenom de viktigaste. Vi kommer senare i kapitlet beskriva de ekonomiska nedgångar som Sverige har gått igenom under vår tidsperiod. Kapitlet avslutas med en genomgång av tidigare studier inom området.

2.1 Modigliani och Miller

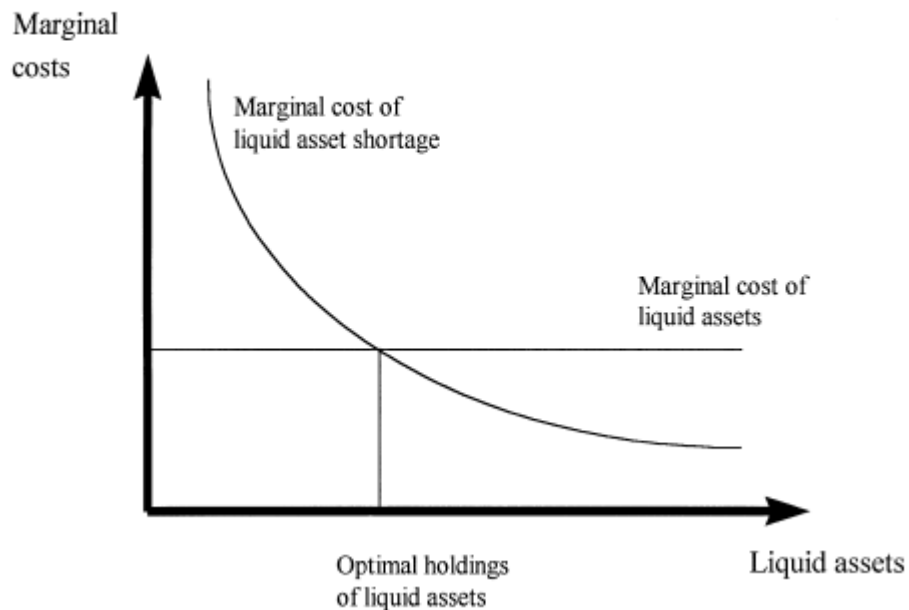
I en perfekt värld som baseras på Modigliani och Millers (1958) antaganden är det irrelevant att ha överflödiga likvida medel i företaget. Valet av kapitalstruktur påverkar inte värdet på företaget. I en friktionsfri värld kan ett företag få fram de likvida medel de behöver när de behöver det utan kostnad. I den verkliga världen behövs däremot likvida medel främst till att kunna betala de dagliga kassaflödena till den operativa verksamheten för att inte hamna i finansiellt trångmål. Dessa starka antaganden håller inte i den verkliga världen och företag lägger ned mycket tid på att finna en optimal kapitalstruktur. Detta leder i sin tur till slutsatsen att om en eller flera antaganden bryts, kommer detta att ha en påverkan på bolagets värde.

2.2 Trade-off teorin

Trade-off teorin föreskriver en optimal nivå av likvida medel genom att företag väger marginalnyttan av att hålla likvida medel mot marginalkostnaden (Opler et al. 1999). I figur 1 nedan finner man en optimal nivå av likvida medel genom att väga marginalkostnaden av att inneha för lite likvida medel mot marginalkostnaden av att inneha likvida medel.

Figur 1. (Opler et al. 1999, sid 8)

T. Opler et al. / Journal of Financial Economics 52 (1999) 3–46



Genom att väga fördelarna med skulder, skattelättnader på räntor, kostnader för konkurs och agentproblem kan företag sedan hitta en optimal balans mellan skulder och eget kapital (Fama och French, 2002). Trade-off teorin mynnar ut i flera teorier:

2.2.1 Transaktionskostnadsteorin

Då antaganden av Modigliani och Miller (1958) inte är helt applicerbara i verkligheten är det inte heller möjligt att skaffa fram likvida medel utan kostnad vid just det tillfälle man behöver det. Det är kostsamt både i tid och i pengar att skaffa utomstående kapital till företaget. En teori som behandlar ämnet är transaktionskostnadsteorin (Williamson, 1979). Transaktionskostnader uppstår när företaget behöver göra transaktioner med intressenter utanför det egna företaget, exempelvis vid införskaffandet av likvida medel till investeringar. Företag kan exempelvis vända sig till finansmarknaden, sälja sina tillgångar, minska eller slopa eventuella utdelningar, omförhandla eventuella existerande finansiella kontrakt eller en kombination av dessa (Opler et al. 1999). Alla alternativ inkluderar transaktionskostnader vilket ger företag incitament att främst använda interna medel vilket indikerar en hög kassanivå som fungerar som en buffert. Vid vissa tillfällen blir transaktionskostnaden högre än tidigare, exempelvis vid osäkerhet i företagsmiljö och vid högre risktagande. Företag kommer därför i större utsträckning att försöka använda sig av interna medel vid och runt ekonomiska nedgångar då det också är dyrare att införskaffa kapital externt.

2.2.2 Över- och underinvestering - Agentproblem

Problem med över- och underinvesteringar förekommer i flera teorier och uppkommer ofta på grund av agentproblem. Agentproblem är en av orsakerna till varför företag väljer att inte hålla en optimal mängd likvida medel för att maximera aktieavkastning (Opler et al. 1999). Det finns i huvudsak två kategorier av agentproblem, principal- agentproblem mellan ägare och företagsledningen som ofta leder till överinvesteringar samt agentproblem mellan företagsledningen som representant för aktieägarna och långgivare där underinvesteringar ofta är ett problem. Överinvesteringar uppkommer då ett företag investerar i projekt med negativt nettonuvärde och underinvesteringar uppkommer då ett företag inte åtar sig ett projekt med positivt nettonuvärde (Morgado & Pindado, 2003).

Företagsledningen väljer ofta att hålla en högre kassanivå än optimalt i förebyggande syfte då det minskar risken för företaget som helhet samt gynnar företagsledningen att uppnå egna mål då en hög kassanivå tillåter företagsledningen att göra mer riskabla investeringar vilket kapitalmarknaden inte skulle tillåta om externt kapital skulle användas vilket kan ha en negativ effekt på företagets avkastning (Opler et al. 1999). Företagsledningens inflytande ökar i takt med att företagets storlek ökar då de har fler resurser att kontrollera. Företagsledningens incitament att expandera förstärks ytterligare då deras bonus i form av ytterligare kompensation ofta är knuten till ökning i försäljning (Culp, 2006). Överinvesteringar har ofta även en mer personlig anknytning till företagsledningen där övermod och allt för gott självförtroende spelar en stor roll (Culp, 2006).

Jensens free cash flow teori (1986) beskriver ett samband mellan ett högt kassaflöde och överinvesteringar. Ledningen i företaget kommer med denna teori att göra fler investeringar än vad som är optimalt för företaget där många av investeringarna har negativa nettonuvärden vilket är överinvesteringar då ledningen väljer att investera i mer riskabla projekt då de bättre projekten inte är tillgängliga vilket förstör värde för aktieägarna. Detta kan motverkas genom skulder eller att betala utdelning enligt trade-off modellen (Culp, 2006). För mycket skulder blir dock en alltför stor börda vilket istället kan leda till underinvestering, då företaget tagit på sig för mycket skulder vilka måste betalas tillbaka istället för att kunna investera i nya projekt med positiva nuvärden vilket antyder en negativ effekt med för mycket skulder då företaget istället håller en högre kassanivå för att undvika ekonomiska problem (Myers, 1977). Företagsledningen väljer hellre att avstå investeringar med positiva nuvärden vilket missgynnar långgivarna då dessa investeringar ökar säkerheten hos långgivarna och gynnar

aktieägarna dessa är de som får ta smällen först då långivare har en senior fordran vid finansiellt trångmål. Denna typ av beslut kan trots allt leda till förlorade tillväxtmöjligheter och eventuellt lägre värde på företagets aktier (Myers, 1977). Företag med volatila kassaflöden förväntas hålla en högre kassanivå för att öka likviditeten samt att undvika att gå miste om tillväxtmöjligheter (Opler et al. 1999). Om Jensens teori håller bör detta leda till att mycket likvida medel leder till låg aktieavkastning.

2.2.3 Försiktighetsmotivet – buffert

Likvida medel fungerar som en buffert vid oförväntade händelser. Denna trygghet måste dock jämföras med vad man istället kunde göra med kassan för att öka intäkterna så som investeringar i nya projekt. Väldigt fluktuerande kassaflöden ger motiv till att inneha mer likvida medel då de oförutsägbara kassaflödena leder till fler oförutsägbara händelser och behovet av likvida medel ökar (Arnold, 2005). Detta i jämförelse med ett jämnt kassaflöde där man enkelt kan förutse framtiden och därmed kan hålla en lägre mängd likvida medel. Volatila kassaflöden är vanligare bland företag i etablerings- och uppstartsfasen vilket ger ett incitament bland mindre, nyetablerade företag att hålla högre kassanivåer (EU-lagstiftningen, 2007).

2.2.4 Spekulationsmotivet

Likvida medel ger friheten att spekulera i framtida investeringsmöjligheter och snabbt kunna investera i lönsamma projekt eller företagsförvärv (Arnold, 2005). Det viktiga inom det här motivet är att företaget kan ta snabba beslut för att få ett övertag i jämförelse med sina konkurrenter genom att ha tillgång till likvida medel när man väl behöver det (Opler et al. 1999). Att kunna spekulera på marknaden, dels efter nya projekt att ta sig an men även förvärv av andra företag ger ett övertag mot konkurrenter då det signalerar att man är redo att investera. Mer om detta under rubriken signalering nedan.

2.3 Pecking order teorin

Pecking order teorin förespråkar att företag föredrar intern finansiering framför extern finansiering för att finansiera nya projekt. Detta bygger på informationsasymmetriproblemet, att investerare inte har full insikt i företaget och att ledningen kan göra lite vad som faller dem in med pengarna (Myers & Majluf, 1984). Företaget får därför betala ett premium till investerarna för att kompensera för denna risk. För att man istället ska kunna finansiera med

interna medel krävs det såklart att man har en buffert av likvida medel att använda. Genom att föredra intern framför extern finansiering behåller företagen det kassaflöde som blivit över när alla värdeskapande investeringar genomförts och därmed finner man ingen optimal nivå av likvida medel inom pecking order teorin (Opler et al. 1999). Enligt pecking order teorin väljer företag att främst finansiera investeringar med balanserade vinstmedel, sedan med lån och sist med nyemission (Myers & Majluf, 1984). Denna hierarki är uppbyggd för att minska informationsasymmetriproblem. Om denna teori håller borde vi därför finna att företag innan de gör investeringar bygger upp en kassa av balanserade vinstmedel.

2.4 Fördelar/ nackdelar med att hålla en hög kassanivå

Vi har nedan listat fördelar och nackdelar med att spara ihop en stor kassa inför en eventuell kris:

2.4.1 Ta en ledande position

Laurent Fresard (2010) refererad till i Simutin (2010) skriver om hur företag som sparat mycket kapital innan krisen 2008 mycket väl kunnat dra nytta av den finansiella turbulensen genom att ta en ledande position inom respektive produktmarknad och eventuellt bli ledande inom respektive industri när konjunkturedgången är över. Denna ledande position tar man på bekostnad av sina konkurrenter. Detta uppnås exempelvis genom övertaget att kunna utöva en aggressiv prissättning, Bolton och Scharfstein (1990) refererade till i Simutin (2010) eller placeringar av butiker, skapandet av effektiva distributionsnätverk, marknadsföring riktade mot konkurrenter eller anställning av kompetent personal, Campello (2006) refererad till i Simutin (2010). Campello, Graham och Harvey (2009) och Duchin, Ozbas och Sensoy (2008) refererade till i Simutin (2010) dokumenterar att företag med liten kassa är tvungna att dra ned på forskning och utveckling, anställningar och utgifter för att klara av åtdragande kreditvillkor och undvika finansiellt trångmål.

2.4.2 Signalering

Dessutom kan ett företag med stor kassa signalera ett aggressivt beteende vilket kan motverka en konkurrents ingång på marknaden eller beslut att expandera vilket innebär att en hög kassa har en s.k. skrämseffekt, Benoit (1984) refererad till i Simutin (2010), vilket indikerar att en stor kassa både har direkt och indirekt påverkan på ett företags konkurrensfördelar. Detta stöds av Baskin (1987) refererad till i Simutin (2010) som argumenterar för att företag håller

en hög kassanivå för konkurrensytten, för att förhindra fientliga uppköp och för att kunna utnyttja framtida investeringsmöjligheter. Simutin (2010) menar att företag som håller en stor kassa kan ge olika signaler beroende på dess anledning att hålla en stor kassa:

- En ovanligt hög kassa indikerar att ledningen är oroliga över framtida kassaflöden och investeringsalternativ vilket ger ett negativt samband mellan kassahållning, avkastning, investeringar och lönsamhet. Att ha en stor kassa ökar alltså risken att bli fientligt uppköpt då det dels ger signalen att företaget är oroligt över framtiden samt att det inte har några tillväxtpöjligheter med positivt nuvärde att investera i.
- Alternativt bygger företag med kostsamma externa finansieringsalternativ upp en stor kassa till att finansiera framtida investeringsalternativ vilket indikerar ett positivt samband mellan risk, framtida investeringar och förväntad avkastning. Företag med hög kassa har högre marknadsbeta och investerar generellt mer än företag med lägre kassor.

2.4.3 Alternativkostnaden av att hålla en hög kassanivå

Företagen med allt för stora kassor kan få problem med att tillfredsställa aktieägarna då en allt för stor kassa inte uppfyller de avkastningskrav aktieägarna ställer då en dålig avkastning på kassan drar ned totalavkastningen. Avkastningen på likvida medel är normalt lägre än avkastningen man kan få på marknaden vilket medför ökade kostnader av att hålla en hög kassanivå. Samtidigt har inflationen påverkan på likvida medel vilket medför att mängden likvida medel sjunker i värde i takt med inflationstakten (Arnold, 2005).

2.4.4 Utdelning/ återköp av aktier

Enligt Miller och Modigliani (1958) dividend irrelevancy theorem i en värld utan skatter, transaktionskostnader och en konstant investerings-, finansierings- och operativ policy skulle valet mellan att betala utdelning eller köpa tillbaks aktier inte spela någon roll. Valet mellan att köpa tillbaks aktier eller betala utdelning gentemot att investera i företaget skulle bero på om investeringen har ett positivt nuvärde eller ej. En investering med ett positivt nuvärde gynnar företaget överlag medan om investeringen skulle ha ett negativt nuvärde vore det bättre att betala utdelning. I flera länder har återköp av aktier en fördel över utdelning beroende på beskattning (Hillier et al. 2008). Företag som regelbundet betalar utdelning förväntas hålla en lägre kassanivå då de alltid kan välja att slopa utdelning och därigenom få

ut mer likvida medel. (Dittmar, Mahrt-Smith & Servaes, 2003). Utdelning fungerar därmed som en buffert. Precis som Simutin (2010) menar skall ett företags val av kassanivå och hur denna kassa skall användas bero på företagets tillväxtpotentialer.

2.5 Ekonomiska nedgångar

Vi har data från 1985-2009 vilket gör att vi har data för företag under flera konjunkturcykler. Första krisen var under första halvan av 1990-talet och den andra var när den så kallade it-bubblan sprack i början på 2000-talet. Vi har även valt att ta med finanskrisen 2008 då vår tidsperiod innefattar åren innan finanskrisen då krisen byggdes upp. Vi har specifikt undersökt hur aktieavkastningen för företag med olika mycket ÖFLM sett ut före, under och efter dessa kriser.

Dessa kriser var av helt olika karaktär och vi gör här en kort beskrivning av dessa för att kunna förklara eventuella skillnader i våra slutgiltiga resultat.

2.5.1 Krisen 1990

Krisen i början på 1990-talet föranleddes av flera olika händelser. Krisen var främst en bankkris som berodde på en fastighetsbubbla men även händelser som att kronan gick från fast till rörlig växelkurs spelade en stor roll. Under åren innan krisen hade det kommit nya friare regler för finansmarknaden som gjorde att dessa kunde låna ut större summor pengar. I början på 1990-talet kom nya regler som minskade möjligheten för skatteavdrag vilket gjorde existerande lån mycket dyrare. Detta i sin tur ledde till att priset på fastigheter sjönk dramatiskt och personer och företag som ägde fastigheter kunde inte längre betala tillbaka sina lån till finansbolagen som i sin tur inte kunde betala till bankerna. Detta ledde till att staten fick gå in med nödhjälp till bankerna. Oroligheterna på fastighets- och finansmarknaden spred sig till övriga ekonomin vilket ledde till högre arbetslöshet och mindre konsumtion (New York Times, 2008) och (Finansinspektionen, 2008).

2.5.2 Krisen 2000

Krisen i början på 2000-talet, även kallad IT-bubblan, har sin grund i IT och telekombranschen. IT-bubblan var ingen lokal svensk kris utan skedde även i övriga Skandinavien, Storbritannien och USA. Sedan mitten av år 1995 skapades en stor mängd nya företag med inriktning på IT och telekommunikation. Tekniken var relativt ny och ingen visste hur mycket pengar man kunde tjäna på detta område. Företagen växte explosionsartat

och Nasdaqbörsen i USA där en stor del av teknikföretagen var listade ökade med 240 % på knappt 1,5 år mellan 1998 – 2000. Företag inom IT och telekombranschen överinvesterade för att nå framtida vinster och omsättningen på likvida medel var enormt hög. Företagen levde vidare på riskkapital från privatpersoner och företag. När sedan ägarna började ställa krav på att bolagen skulle visa att de långsiktigt kunde tjäna pengar fanns denna möjlighet sällan i företagen vilket ledde till att alla de många alldeles för högt värderade företagen gick i konkurs vilket gjorde att stora värden bara försvann (DN, 2010), (E24, 2009).

2.5.3 Krisen 2008

Finanskrisen 2008 är av lite annan karaktär än föregående ekonomiska nedgångar som krisen i början på 1990-talet som var mer landsspecifik och påverkade svenska företag eller IT-kraschen som var branschspecifik och påverkade IT- och telekomsektorn. Krisen blev snabbt en global kris där mer eller mindre alla företag påverkades. Denna kris började likt krisen 1990 på fastighetsmarknaden vilket snabbt spred sig till finansmarknaden som stod för lånen till fastigheterna. Oroligheter för bostads- och finansmarknaden ledde sedan till minskad konsumtion, ökat sparande och färre investeringar för både företag och privatpersoner (Swedbank, 2008). Sverige fick under denna tid flera kvartal av sjunkande BNP samt ett börsvärde som mer än halverades (E24, 2008). Krisen är ännu ej över och flera Europeiska länder samt USA har fortfarande stora problem. Sverige verkar dock ha klarat sig väl genom krisen. Vi kommer inte att kunna göra en efteranalys av krisen i vårt arbete då vi ej har tillräckligt med årsdata.

2.6 Tidigare studier

Tidigare studier fokuserar framförallt på determinanter för kassahållning och undersöker vilka företagsspecifika faktorer som påverkar kassahållning.

Kim et al. (1998) har studerat kassahållning bland amerikanska företag genom panelregressioner. Studien finner högre likvida medel bland företag med mer volatila kassaflöden som därmed har högre kostnader för att skaffa externt kapital vilket överensstämmer med transaktionskostnadsteorin och trade-off teorin. De finner även ett positivt samband mellan tillväxtmöjligheter och likvida medel där tillväxtmöjligheter är mätt utifrån marknadsvärde/bokfört värde. Opler et al. (1999) har utvidgat denna studie och även tagit med pecking order teorin och jämfört denna med trade-off teorin. Denna studie är en av de större forskningsrapporter som har gjorts om likvida medel och har därmed lagt grunden

till forskning inom detta område. Studien finner ett positivt samband mellan variablerna tillväxtmöjligheter, kassaflödesvolatilitet och storlek och mängden likvida medel bland företag. De finner även att företag med god tillgång till kapitalmarknaden och högre kreditvärdighet håller lägre kassanivåer. Studien visar att företag bygger upp stora kassanivåer för att kunna ta tillvara på tillväxtmöjligheter samt undvika finansiellt trångmål vid framtida oväntade situationer.

Dittmar et al. (2003) finner ett signifikant negativt samband mellan länders regelverk för aktieägar skydd och likvida medel. Detta stöds av Ferreira och Vilela (2004) som kommit fram till att olika länders lagstiftning med skilda skatteregler har en stor påverkan på företags kapitalstruktur och därmed kassanivåer. Företag i länder med bättre investeringsskydd håller lägre nivåer av likvida medel vilket stämmer överens med senare teorier av Ozkan och Ozkan (2004) och Guney et al. (2007). Dittmar et al. (2003) tar även upp vikten av den substitutionseffekt som uppkommer av att inneha rörelsekapital som enkelt kan omvandlas till rena pengar vilket leder till att företag med högt rörelsekapital kan hålla lägre kassanivåer.

Ozkan och Ozkan (2004) studerar hur olika typer av bolagsstyrning påverkar kassahållning på marknaden i Storbritannien. De tar bl.a. med variabler för ägarstruktur samt strukturen på styrelsen och finner ett signifikant samband mellan bolagsstyrning och kassahållning. Företagsledningens inflytande i ägarstrukturen har en stor påverkan på mängden likvida medel.

Guney et al. (2007) har studerat hur skuldsättningen bland företag påverkar mängden likvida medel. En hög skuldsättning ökar risken för finansiellt trångmål och att företag med högre skuldsättningsgrader därmed går miste om tillväxtmöjligheter vilket stämmer överens med förväntningarna om höga skuldsättningsgrader. Detta ger ett incitament för högre nivåer av likvida medel. Däremot finner man i studien att företag med låga skuldsättningsgrader har enklare för att ta upp nya lån då de redan är kreditvärderade vilket tyder på att företag med låga skuldsättningsgrader inte i samma utsträckning behöver oroa sig för finansiellt trångmål och därmed kan hålla lägre nivåer av likvida medel.

Flertalet studier har fokuserat på små- och medelstora företag då dessa skiljer sig en aning från de förklarande faktorerna bland stora företag. Garcia-Teruel och Martinez-Solano (2008) har undersökt den spanska marknaden och funnit att små- och medelstora företag i genomsnitt har höga nivåer av likvida medel. Ökade kassaflöden är ofta en indikation på ökade tillväxtmöjligheter och bidrar till ökade nivåer av likvida medel i enlighet med

spekulationsmotivet (Faulkender, 2002). Dessutom håller små- och medelstora företag i regel högre kassanivåer för att undvika finansiellt trångmål, i enlighet med försiktighetsmotivet. Detta för att risken för att hamna i finansiellt trångmål ökar ju mindre storleken på företaget är då dessa företag är mer utsatta för framtida oförutsedda händelser. Dessutom kan mindre företag bli sämre kreditvärderade och ha svårare att få tag i externt kapital. Detta stämmer överens med studier från den finska marknaden gjorda av Niskanen och Niskanen (2007) som finner att företag som är finansiellt begränsade och har svårt att finna kapital externt håller en högre kassanivå enligt transaktionskostnadsteorin.

Enbart ett fåtal uppsatser och forskningsrapporter har undersökt likvida medel bland svenska företag. Bajwa och Molnar (2010) har undersökt varför små och medelstora svenska företag håller likvida medel. En annan studie som undersöker vilka faktorer som påverkar hur mycket likvida medel tyska och svenska företag håller har gjorts av Prenker och Kück (2009). Carlsson och Liedgren (2009) har undersökt likvida medel ur ett bolagsstyrningsperspektiv.

Simutin (2010) har gått ett steg längre och jämför överflödiga likvida medel och aktieavkastning. Han finner ett positivt samband mellan överflödiga likvida medel och aktieavkastning men som dock avviker under ekonomiska nedgångar. Detta i takt med att tillväxtpöjligheterna minskar vilket minskar marginalnyttan av att hålla höga kassanivåer. En djupare diskussion kring Simutin (2010) och jämförelser mellan den svenska och amerikanska marknaden förs under kapitlet Empiri, resultat och analys.

3 Metod

I detta avsnitt kommer vi att gå igenom hur vi har gått tillväga under arbetets gång. Vi kommer även att djupare presentera tre olika avsnitt vars resultat vi presenterar och analyserar i kapitel 4, Empiri, resultat och analys. De tre olika avsnitten är determinanter för kassahållning, företagens karaktäristika och ÖFLM och aktieavkastning.

3.1 Datainsamling

Vi har valt att göra en kvantitativ analys och har därför använt oss av en hel del sekundärdata vilket är historisk data som redan är insamlad. Fördelen med sekundärdata är att både tillgängligheten och mängden data är mycket större jämfört med primärdata som är data som man själv samlat in och där tillförlitligheten därmed är större (Bryman & Bell, 2005). Mängden data vi behandlar i vårt arbete gör att valet av användandet av sekundärdata överväger fördelarna med primärdata med tanke på vårt tidsperspektiv och mängden data som behöver samlas in. Vår grund är årsredovisningar från 25 år tillbaka i tiden mellan år 1985-2009 för företag på Stockholmsbörsen. Då vår fokus ligger på att göra en kvantitativ ansats kommer vi att använda oss av sekundärdata vid insamlingen av data från respektive företag genom databasen Datastream. Då all data inte går att finna därigenom har vi kompletterat med resterande data utifrån företagens årsrapporter. Vi har ett deduktivt synsätt på förhållandet mellan teori och praktisk forskning, där tyngden ligger på prövning av teorier. Detta till skillnad från det induktiva synsättet vilket är ett mer tolkande synsätt utifrån teorin (Bryman & Bell, 2005). Den deduktiva strategin passar vårt ändamål allra bäst då vi utgår från ett antal teorier och påståenden och prövar dessa utifrån empirin. Det induktiva synsättet passar oss mindre väl då vi redan från början utifrån teorin börjat bygga upp förväntningar på resultaten vi kommer att få fram.

Artiklar och tidigare studier har samlats in från Libguides och sökmotorn ELIN. Vi har även hämtat in artiklar från SSRN (Social Science Research Network)². Vi har studerat ett antal väl erkända artiklar som Opler et al. (1999) och Bates et al. (2009) men har framför allt utgått från artikeln ”Excess cash and stock returns” skriven av Simutin (2010) då han förutom att beskriva kassadeterminanter går ett steg längre och kopplar ihop sambandet mellan överflödiga likvida medel och aktieavkastning.

² <http://www.ssrn.com/>

3.2 Kvalitetskontroll av data

Vi har valt att göra kvalitetskontroller av vår insamlade data där vi har gjort stickprov som jämförts med företagens årsredovisningar för att kunna öka reliabiliteten, som är tillförlitligheten av den insamlade datan. Den externa validiteten av datan som är överförbarheten/ generaliserbarheten av resultatet kommer naturligtvis att variera mellan länder p.g.a. redovisningsregler, skatter o.s.v. (Bryman & Bell, 2005). Vi har försökt att ta hänsyn till detta då vi exempelvis uteslutit variabeln forskning och utveckling (F&U) på grund av att det inte finns någon enhetlig standard över hur detta skall redovisas samt att vi undvikit att se på skatter då skattemotivet inte existerar bland svenska företag. Bland våra stickprov där vi har jämfört vår insamlade data från Datastream med företagens årsredovisningar har inga fel hittats bland våra variabler.

3.3 Företagen

Informationen vi samlat in är från 573 svenska börsbolag. Vi har till skillnad från Simutin även tagit med finansiella företag som inte är rena banker. Vi kommer dock att särskilja dessa finansiella företag från övriga företag då kapitalstrukturen för dessa bör avvika avsevärt. Däremot kan det vara intressant att se hur finansföretagens hållning av likvida medel påverkats under krisen på 1990 talet samt under senaste årens finanskris då det var de som drabbats hårdast under kriserna. Dock har vi inte funnit data för de stora bankerna då dessa inte redovisar de variabler som vi behöver till regressionen. Dessutom har banker kapitaltäckningsregler vilka reglerar mängden likvida medel. De finansiella företag vi fått fram fullständig information om och som vi har använt oss av i vårt arbete är framförallt investmentbolag och försäkringsbolag. Resterande företag är både tillverkande företag och serviceföretag.

3.4 Regressionsanalyser

Vi har därefter gjort regressionsanalyser för att finna vilka företagsspecifika faktorer som påverkar företags kassanivåer samt för att få fram vilken kassanivå de olika företagen har. Variablerna vi testat för i regressionen presenterar vi i avsnitt 3.5 och 3.6. Vi måste beakta fler variabler än bara likvida medel och tillväxt då det är överflödiga likvida medel vi finner intressant då dessa används för investeringar som skapar eller förstör värde för aktieägarna. För att göra regressionsanalyser kommer vi att använda oss av programmet Eviews. Vid en regressionsanalys används en beroende variabel (Y) som funktion av en eller flera oberoende

variabler (X) (Westerlund, 2005). Eftersom vi gör en analys om aktieavkastning beroende på likvida medel kommer vi att behöva ta i beaktande en kombination av olika variabler. Vi kommer att göra flera tvärsnittsregressioner, en för varje företag och år. Tvärsnittsdata samlas in för flera element vid en enda tidpunkt. Motsatsen till tvärsnittsdata är tidsseriedata som samlas in över flera tidsperioder för ett enda element. En kombination av de båda tvärsnittsdata och tidsseriedata kallas för paneldata (Westerlund, 2005). Anledningen till att vi valt att göra flera tvärsnittsregressioner för varje företag och år istället för att använda oss av paneldata är för att kunna göra en så bra jämförelse med Simutins (2010) artikel som möjligt samt att risken för heteroskedacitet och autokorrelation minskar i samband med att vi inte använder tidsserier. I Eviews har vi valt att använda oss av Whites test då denna korrigerar t-statistiken och ger ett mer robust resultat för heteroskedacitet. Heteroskedacitet innebär att variansen på feltermen inte är konstant och uppkommer ofta vid tidsserier. Resultatet borde inte påverkas avsevärt då vi inte har använt oss av tidsserier utan istället har gjort flera tvärsnittsregressioner. Att pröva för autokorrelation har ingen relevans i vårt arbete detta inte har någon påverkan på vårt resultat då autokorrelation ofta uppkommer vid användandet av tidsserier. Vi gör istället flera tvärsnittsregressioner, en för varje företag och år och kan därmed utesluta autokorrelation.

För att få fram sambandet mellan variablerna har vi använt oss av ”minsta kvadratmetoden”. För att räkna ut regressionerna används metoden från Opler et al. (1999) som använts vid ett flertal tillfällen bl.a. i artikeln av Simutin (2010). Detta för att kunna göra arbetet mer replikerbart då studien kan göras om för olika länder vilket ökar insikten om eventuella skillnader mellan länder (Bryman & Bell, 2005).

3.5 Ursprungliga variabler

Vi utgår från artikeln ”Excess cash and stock returns” skriven av Simutin (2010). Artikeln analyserar amerikanska företags aktieavkastning jämfört med mängden likvida medel och tar även med aspekter från finanskrisen. En ytterligare artikel skriven av Fresard (2010) diskuterar effekterna av mängden likvida medel och båda artiklarna föreslår mer forskning inom området. Vi tänker fortsätta med deras analyser med fokus på svenska företag.

För att definiera hållning av likvida medel utgår flertalet artiklar från definition skriven av Opler et al. (1999), som är den mest välkända teorin inom ämnet. Opler et al. (1999) har

härlett sina förklaringsfaktorer utifrån transaktionskostnader, agentkostnader, försiktighet och buffert samt skatteskal och har en stark förankring till teorin. Definitionen ser ut som följer:

$$I(s(t)) > L(t-1) * (1+r(s(t))) + C(s(t)) - T(s(t)) - P(s(t)) - d(s(t))$$

$$\frac{\partial I(s(t))}{\partial L(t-1)} = (1+r(s(t))).$$

$I(s(t))$ är investeringar vid tiden t

$L(t-1)$ är likvida tillgångar $t-1$

$(1+r(s(t)))$ är avkastningen på dessa likvida tillgångar

$C(s(t))$ är kassaflödet från den operativa verksamheten

$T(s(t))$ är skatten

$P(s(t))$ är vad företaget måste betala enligt existerande finansiella kontrakt

$d(s(t))$ är utdelning

3.6 Determinanter för kassahållning

Simutin (2010) har sedan utvecklat formeln i Opler et al. (1999) för att bestämma determinanter för kassahållning och för att sedan definiera överflödiga likvida medel. Vi har valt att använda oss av denna definition då denna går att vidareutveckla och jämföra med aktieavkastning. Formeln som Simutin använder sig av ser ut som följer:

$$C_{it} = \gamma_{0t} + \gamma_{1t}MB_{it} + \gamma_{2t}Size_{it} + \gamma_{3t}CPX_{it} + \gamma_{4t}WC_{it} + \gamma_{5t}LTD_{it} + \gamma_{6t}RD_{it} + \gamma_{7t}CF_{it} + \gamma_{8t}\sigma^{IND}_{it} + \epsilon_{it}$$

Vi kommer att använda oss av denna formel med vissa modifieringar för att det ska passa svenska företag.

C: är $\log(\text{penningmängden}/(\text{totala tillgångarna}-\text{penningmängden}))$

MB: är marknadsvärdet/bokfört värde vilket vi har valt att räkna ut som (det bokförda värdet på skulder + marknadsvärdet av eget kapital) dividerat med det bokförda värdet på tillgångarna. Marknadsvärdet har vi fått fram genom Eviews men då dessa värden inte var i tusental som resterande data har vi räknat om marknadsvärdet till tusental genom att multiplicera marknadsvärdet med tusen för respektive företag och år.

Size: är log av totala tillgångar omräknat till 2009 års inflation. Detta genom att dividera KPI för år 2009 med respektive års KPI. Se appendix 1.

CPX: är förhållandet mellan kapitalförbrukning, (capital expenditures) och de totala tillgångarna

WC: är förhållandet mellan rörelsekapital utan likvida medel och de totala tillgångarna

LTD: är förhållandet mellan långsiktiga skulder och de totala tillgångarna

RD: är förhållandet mellan kostnaderna för forskning-och utveckling (F&U) och försäljning. Opler et al. (1999) använder bl.a. denna variabel som en proxy för finansiellt trångmål. Vi kommer i vår undersökning att exkludera denna variabel av anledningen diskuterad under avgränsningsavsnittet.

CF: är förhållandet mellan kassaflödet och de totala tillgångarna

σ^{IND} : är medelstandardavvikelsen av industrins kassaflöden. För att räkna ut kassaflödesvolatiliteten har Simutin har använt sig av Standard Industry Classification (SIC) system för att dela upp företag i branscher. Detta är ett system som framförallt används i USA och som har ändrats år 1997 och är därför svår att använda sig av på den svenska marknaden. Vi har istället valt att även här använda oss av Frenchs 30 branschindelningar vilket dock till viss del kommer att minska jämförbarheten med tidigare studier gjorda i USA (French, 2011). Datastream har även de redan gjort en branschindelning men vi anser att denna branschindelning av företagen inte gav oss något bra resultat då indelningen var allt för ospecificerad. Vi valde därför att använda oss av Frenchs 30 branschindelningar som har en mer specifik indelning vilket bättre speglar företagens huvudsakliga verksamhet. Dessutom använde vi även Frenchs branschindelningar vid beräkandet av våra ”dummyvariabler” vilket gör det praktiskt att även använda samma indelning här.

ϵ : är en industri dummy från Frenchs 30 branschindelningar. Simutin använder sig av Kenneth Frenchs 17 branschindelningar men de flesta svenska företag hamnade då under kategorin övrigt varvid vi utvidgade med fler branscher för att ge ett mer rättvisande resultat.

3.7 Modifierad regressionsmodell

Vi kommer även, precis som Simutin (2010), att använda oss av en modifierad regressionsmodell. Detta gör vi bland annat då vi inte har alla variabler till regression 1

(F&U) och att om vi räknar ut logaritmen på variablerna minskar betydelsen av företagens storlek i resultaten. Däremot kommer vissa variabler för en del företag och år att vara tomma med denna modifierade regressionsmodell av den enkla anledningen att flera av variablerna är negativa och logaritmen av ett negativt tal är ett omöjligt tal. Med den modifierade regressionsmodellen borde vi ändå finna flera likheter med regression 1.

$$\ln C_{it} = \gamma_{0t} + \gamma_{1t} \ln ME_{it} + \gamma_{2t} \ln A_{it} + \gamma_{3t} \ln CPX_{it} + \gamma_{4t} \ln WC_{it} + \gamma_{5t} \ln LTD_{it} + \gamma_{6t} \ln CF_{it} + \gamma_{7t} \ln (\sigma^{IND}_{iT}) + \varepsilon_{it}$$

ln C: är log av kassanivån (se C, formel 1)

ln ME: är log av marknadsvärdet

ln A: (Se size, formel 1)

ln CPX: log(CPX), (se CPX, formel 1)

ln WC: log(WC), (se WC, formel 1)

ln LTD: log(LTD), (se LTD, formel 1)

ln CF: log(CF), (se CF, formel 1)

ln (σ^{IND}_{iT}): log(σ^{IND}), (se σ^{IND} , formel 1)

ε : är en industri dummy från Frenchs 30 branschindelningar.

3.8 Indelning i portföljer

Till kommande analyser kommer vi att dela upp marknaden i portföljer av tredjedelar samt femtedelar beroende på vilken nivå ÖFLM dessa företag har. Måttet för ÖFLM har vi fått fram genom att använda residualerna utifrån de tvärsnittsregressioner vi har gjort för varje år. Detta utifrån variablerna vi har presenterat tidigare för att bestämma kassahållning. Detta har vi gjort i likhet med Simutin (2010) samt Opler et. al (1999). Detta mått har vi sedan använt för att dela upp företagen i olika nivåer beroende på mängden ÖFLM för varje företag och år. Företag med minst ÖFLM är nivå 1 medan företag med mest likvida medel kommer att vara nivå 3 respektive 5. Detta kommer vi att göra för att kunna jämföra alla företag utan hänsyn till bransch med mängden ÖFLM och hur detta påverkar deras aktieavkastning. Simutin (2010) har delat in marknaden i portföljer av tiondelar. Anledningen till att vi har valt att dela upp marknaden i portföljer av tredjedelar istället för tiondelar är att tiondelar vore ett alltför

brett mått och skulle troligtvis endast ge oss ett litet antal företag på respektive nivå då Sverige är en betydligt mindre marknad än USA. Detta mått på överflödiga likvida medel behåller sin förutsägbarhetsförmåga på aktieavkastning även efter att ha kontrollerat ett antal företagskaraktäristika som visat sig relatera till framtida aktieavkastning.

3.9 Företagens karaktär

Indelningen av företagen i tredjedelar och femtedelar gjorde vi för att kunna se vilken nivå av överflödiga likvida medel som har högst aktieavkastning. Vi använder även denna indelning för att få fram vilken karaktär företagen inom respektive nivå har. I varje nivå ligger ett stort antal företag vilka vi ser på flera variabler: beta-värde, book-to-market, skuldsättningsgrad, tillväxt i tillgångar, storlek, likvida medel samt avkastning på tillgångar. Detta gör vi för att hitta eventuella samband mellan de olika nivåerna och variablerna för att vi sedan ska kunna se vad som möjligtvis driver nivån av ÖFLM och vad som drivs av den.

3.10 Överflödiga likvida medel och aktieavkastning

Vi har sedan kommit fram till huvudavsnittet, överflödiga likvida medel och aktieavkastning. Vi har behållit samma indelning här som tidigare med tre eller fem nivåer av ÖFLM som vi fick fram utifrån våra regressioner. Till varje företag inom respektive nivå och år räknade vi ut det justerade marknadsvärdet, justerat från utdelning och splits. Det justerade marknadsvärdet använde vi sedan för att få fram det årliga värdeviktade medelvärdet av aktieavkastningen för varje nivå av ÖFLM. Vi använde sedan våra medelvärden för att undersöka hur aktieavkastningen har ändrats inom varje nivå av ÖFLM under ett flertal intressanta perioder av tillväxt och ekonomiska nedgångar.

Tidsperioden sträcker sig mellan år 1986-2009 då vi inte kan få fram aktieavkastningen för år 1985 p.g.a. att vi räknar ut skillnaden mellan marknadsvärdet och marknadsvärdet föregående år.

4 Empiri, resultat och analys

I detta avsnitt kommer vi att gå igenom resultaten för de tre olika avsnitten, determinanter för kassahållning, företagens karaktäristika och ÖFLM och aktieavkastning.

4.1 Determinanter för kassahållning, tabell 1a

Tabell 1a. Determinanter för kassahållning för svenska börsbolag

$$C_{it} = \gamma_{0t} + \gamma_{1t}MB_{it} + \gamma_{2t}Size_{it} + \gamma_{3t}CPX_{it} + \gamma_{4t}WC_{it} + \gamma_{5t}LTD_{it} + \gamma_{6t}CF_{it} + \gamma_{7t}\sigma^{IND}_{it} + \varepsilon_{it}$$

| | Medelvärden Koefficient | Medelvärden t-statistika | p - värde | Högst signifikans |
|--------------------------|----------------------------|-----------------------------|-----------|-------------------|
| Intercept | 0,148 | -0,712 | 0,478 | 7 |
| MB | 0,023 | 1,454 | 0,149 | 4 |
| SIZE | -0,062 | -1,331 | 0,186 | 5 |
| CPX | -1,025 | -1,225 | 0,224 | 6 |
| WC | -0,510 | -1,804 | 0,074 | 3 |
| LTD | -0,984 | -3,427 | 0,001 | 1 |
| CF | 0,982 | 3,030 | 0,003 | 2 |
| σ^{IND} | $-1 \cdot 10^{-6}$ | -0,566 | 0,573 | 8 |
| Justerade R ² | 27,529 % | | | |

Tabellen visar 8 olika företagsspecifika faktorer som påverkar kassahållning. Medelvärdena för koefficienten visar hur stor påverkan respektive variabel har på kassanivån. Vi presenterar även t-statistika för varje variabel med tillhörande p-värde för att enklare kunna se skillnader i signifikansnivå mellan de olika variablerna. Längst till höger har vi numrerat variablerna från 1-8 utifrån signifikansnivå där nummer 1 är den variabel med högst signifikans.

Medelvärdena i tabellen är för testperioden 1985-2009. Vi har valt att använda oss av Whites test då detta korrigerar t-statistiken och ger ett mer robust resultat för heteroskedacitet. Heteroskedacitet innebär att variansen på feltermen inte är konstant utan ändras i takt med olika tidsperioder och uppkommer ofta under en tidsserie. Eftersom vi inte har använt oss av tidsserier utan istället gjort flera tvärsnittsregressioner borde inte heteroskedaciteten göra resultatet allt för snedvridet. Ur R²-värdet utläser man regressionens förklaringskraft – hur mycket av variationen i den beroende variabeln som förklaras av de oberoende variablerna (SPSS, 2010). Vi har valt att använda oss av det justerade R²-värdet som uppgår till 27,529 % vilket ger oss en högre förklaringsgrad än vad Simutin (2010) har fått fram i sin artikel då han har fått ett R²-värde som uppgår till 23,413 %, se appendix 1. Det justerade R²-värdet är en

modifiering av R^2 som justerar för antalet förklarande variabler i en modell och används för att ta kontroll över fenomenet statistisk krympning. Det justerade R^2 -värdet tar hänsyn till att R^2 tenderar att stiga när man lägger in flera variabler i analysen, även om de inte har någon förklaringskraft, och justerar värdet nedåt (SPSS, 2010). Anledningen till att våra medelvärden för koefficienterna och t-statistiken är lägre än de värden Simutin (2010) får i sin artikel är att han har använt fler värden för respektive år. Värdena tenderar dock att fluktuera över vår tidsperiod, vilket bl.a. har att göra med att det fanns färre företag under början av vår tidsperiod, under 1980-talet, med under 100 företag/år än under den senare delen av 2000-talet med mellan 300-400 företag/år.

Tabellen kan jämföras med amerikanska bolag utifrån en liknande tabell från Simutin (2010), se appendix 1. Vi har dock, som nämnts tidigare, valt att utesluta R&D, (F&U) då det idag inte finns någon enhetlig praxis om hur detta ska redovisas i Sverige, vilket skulle minska jämförbarheten för undersökta företag. Vi har även valt att utesluta dividends (utdelning) då det enligt Simutin (2010) är den minst signifikanta variabeln och att kassanivån hos företag som betalar utdelning inte skiljer sig från företag som inte betalar någon utdelning. En mer detaljerad tabell med determinanter för svenska börsbolag med inkluderade ”dummyvariabler” utifrån industritillhörighet visas i appendix 3.

Nivån på marknadsvärdet/bokfört värde och kassaflödet påverkar i likhet med Simutin (2010) kassanivån positivt. Ett positivt värde på koefficienten indikerar en ökning i kassanivån när variabeln ökar. En ökning i marknadsvärdet/bokfört värde eller kassaflöde ger en ökning i kassanivån.

Variablerna storlek, capex, rörelsekapital och långsiktiga skulder har alla negativa värden för koefficientens medelvärde. Ett negativt värde på koefficienten indikerar att när variabeln ökar så minskar kassan vilket innebär att en ökning av storlek, capex, rörelsekapital eller långsiktiga skulder leder till en minskad kassanivå. Capex är den koefficient med allra högst påverkan på kassanivån då kassanivån minskar mest då variabeln capex ökar enligt medelvärdena för koefficienten. Capex, långsiktiga skulder och kassaflödet är de variabler med störst påverkan på kassanivån utifrån medelvärdena för koefficienten. Därefter kommer rörelsekapitalet och interceptet som har en betydligt lägre påverkan. Slutligen finner vi variablerna storlek, marknadsvärde/bokfört värde och industrivolatiliteten som endast har en liten påverkan på kassanivån.

Ur tabellens t-statistika framgår att långsiktiga skulder är den mest signifikanta variabeln för kassahållning. Detta till skillnad från amerikanska bolag där interceptet är den variabel som är mest signifikant. De långsiktiga skuldernas medelvärde på koefficienten är dessutom hög i jämförelse med resterande koefficienter, vilket tyder på att en ökning i variabeln långsiktiga skulder ger en förhållandevis hög ökning i kassanivån. Enligt vår tabell är det endast långsiktiga skulder och kassaflöde som är signifikanta på 1 % - nivån. Rörelsekapitalet är signifikant på 10 % - nivån och resterande variabler är ej signifikanta. Vi förutsätter dock att resultaten stämmer då vi finner att de stämmer överens med tidigare studier, vilket diskuteras under respektive variabel.

4.1.1 Påvisade samband

Långsiktiga skulder – Vi finner ett negativt samband mellan långsiktiga skulder och kassahållning. Detta stämmer överens med tidigare studier av Opler et. al (1999), Ozkan och Ozkan (2004), Drobertz och Grüniger (2007) och Simutin (2010). Opler et al. (1999) argumenterar för att företag med skulder håller en lägre kassanivå då de har bättre tillgång till kapitalmarknaden vid behov av externt kapital då de redan är kreditvärderade. Informationsasymmetrierna är därmed mindre vilket stämmer överens med transaktionskostnadsteorin då kostnaderna för att ta upp ytterligare lån är mindre än om man skulle ta upp ett nytt lån. Guney et. al. (2007) finner dock i sin studie att detta negativa samband endast existerar vid skuldsättningsgrader upp till en viss nivå.

Kassaflöde - Det positiva sambandet mellan kassaflöde och kassanivå stämmer överens med resultaten från Simutin (2010) samt tidigare studier av bl.a. Faulkender (2002). Ett företags kassanivå är summan av ackumulerade kassaflöden från tidigare år, vilket styrker det positiva sambandet. Opler et al. (1999) har förväntningar om högre kassanivåer hos företag med volatila kassaflöden då risken för likviditetsbrist är större och risken för att gå miste om investeringsmöjligheter ökar i takt med att kassaflödena fluktuerar, vilket gör en buffert extra värdefull enligt försiktighetsmotivet. Ett högt kassaflöde behöver dock inte betyda att kassaflödena är fluktuerande. Ett högt kassaflöde gör att företaget blir mindre beroende av kapitalmarknaden samt att företagsledningen blir svårare att kontrollera för aktieägarna (Jensen, 1986). Detta kan leda till att företagsledningen håller en högre kassanivå än normalt för framtida investeringar. Detta hör ihop med agentproblem med ett egenintresse hos företagsledningen av att hålla en hög kassanivå med överinvesteringar som följd. Ett positivt samband mellan kassaflöden och kassanivå stämmer överens med pecking order teorin då

företag enligt denna teori främst använder interna medel vid finansieringsbehov och därmed behåller en högre kassanivå (Myers & Majluf, 1984). Företag med ett högt kassaflöde tenderar också att ha ett högt marknadsvärde/bokfört värde vilket tyder på höga tillväxtpotentialer samt höga kassanivåer då dessa företag förväntas vara lönsamma i framtiden (Shyam-Sunder & Myers, 1998). Detta stämmer överens med pecking order teorin om att företag med högt kassaflöde och höga tillväxtpotentialer också håller en högre kassanivå (Myers & Majluf, 1984).

Rörelsekapital – Vi finner ett negativt samband mellan rörelsekapital och kassanivå. Detta stämmer överens med transaktionskostnadsteorin och tidigare studier av Dittmar et al. (2003), då rörelsekapitalet med kortfristiga tillgångar fungerar som substitut till likvida medel, då rörelsekapitalet enkelt kan avyttras och användas som likvida medel vid akuta behov. Detta substitut, som fungerar som en buffert, gör därför att sambandet även stämmer överens med försiktighetsmotivet.

4.1.2 Ej signifikanta resultat

Interceptet – Medelvärdena för variabeln intercept visar kassanivån när resterande förklarande variabler är lika med noll. Vi har funnit ett positivt samband mellan interceptet och kassanivån medan Simutin funnit ett negativt samband. Eftersom ingen av de resterande förklarande variablerna är lika med noll finner vi ingen större relevans i interceptvariabeln.

Marknadsvärde/bokfört värde – Förhållandet mellan marknadsvärde/bokfört värde används ofta som ett mått på tillväxtpotentialer, Smith och Watts (1992) och Jung et al. (1996) refererar till i Opler et al. (1999). Det positiva sambandet mellan marknadsvärde/bokfört värde och kassanivå stämmer väl överens med tidigare studier där kassanivån ökar i takt med tillväxtpotentialerna för att företagen ska kunna investera i lönsamma projekt och slippa att behöva neka en investering p.g.a. en för låg kassanivå. Det stämmer även väl överens med spekulationsmotivet. Dock stämmer inte detta samband med hänsyn till förväntningar om att företag med lågt marknadsvärde/bokfört värde, och därmed höga tillväxtpotentialer, tenderar att ha högre agentkostnader med ett egenintresse av en hög kassanivå för att uppnå egna mål och som en buffert vid finansiellt trångmål, Stultz (1990) refererar till i Opler et al. (1999).

Storlek – Ett negativt samband mellan storlek och kassanivå, som exempelvis en ökning i storleken på ett företag och en minskad kassanivå, stöds av tidigare teorier då större företag ofta är mer diversifierade och risken för insolvens minskar, Titman och Wessels (1988). Detta

stöds av studier gjorda på amerikanska bolag av Simutin (2010) och Opler et al. (1999) där skalfördelar medför att större företag håller en lägre kassanivå, enligt transaktionskostnadsteorin. Större företag har enligt Opler et al. (1999) bättre tillgång till kapitalmarknaden samt bättre kreditvärdighet och kan på så vis enklare ta upp externt kapital vid behov. Detta stöds även av försiktighetsmotivet, då informationsasymmetrier verkar vara mindre bland större företag då de ofta är mer analyserade av kreditvärderingsinstitut vid upptagande av externt kapital samt av aktieanalytiker, Drobertz och Grüniger (2007) samt Opler et al. (1999). Mindre informationsasymmetrier och färre agentproblem leder till lägre kostnader vid behov av externt kapital. Detta stöds emellertid inte av pecking order teorin där företag främst väljer att använda sig av internt genererade medel. Tidigare studier gjorda på brittiska företag av Ozkan och Ozkan (2004) samt studier gjorda inom EMU-området av Ferreira och Vilela (2004) kan inte påvisa något samband mellan stora företag och lägre andel likvida medel. I likhet med Simutin har vi fått fram ett lågt medelvärde för koefficienten i jämförelse med resterande variabler vilket tyder på endast en liten minskning i kassanivån i takt med att företagens storlek ökar. Vad som talar emot detta negativa samband är att många riktigt stora företag ofta tenderar att generera mer pengar än vad de är benägna att spendera, trots uppköp och investeringar, vilket leder till en högre kassanivå i takt med att storleken på företaget ökar. I andra extremänden har vi nyligen uppstartade företag i etableringsfasen som enligt teorin skall hålla höga kassanivåer för att undvika finansiellt trångmål och kunna investera i tillväxtmöjligheter men som i praktiken ofta lider av brist på kapital.

Capex – Vi finner ett negativt samband mellan capex och kassanivå i likhet med Simutin (2010). Opler et al. (1999) och Bates et. al (2009) refererade till i Simutin (2010) finner dock att variabeln capital expenditures är känslig mot regressionsspecifikationer vid beräkandet av kassahållning. Det negativa sambandet stämmer överens med pecking order teorin då capex är investeringar i materiella och immateriella tillgångar och därmed förbrukar likvida medel. Försiktighetsmotivet stödjer däremot ett positivt samband då capex ofta är investeringar i materiella och immateriella tillgångar som därmed ökar risken för finansiellt trångmål, vilket indikerar en högre kassanivå i takt med att capex ökar.

Industrivolatilitet - Volatiliteten i industrin går inte att jämföra med resultaten från Simutin (2010) då vi har använt en annan indelning men ger oss ändå en aning om hur det ser ut bland svenska börsbolag. Då koefficienten för denna variabel är så pass nära noll ger en ökning i volatiliteten bara en liten ökning i kassanivån och har i stort sett ingen påverkan alls. Vi har fått fram ett mycket litet negativt medelvärde medan Simutin(2010) har fått fram ett positivt

medelvärde med högre påverkan på kassanivån. Dock borde kassanivån vara högre för företag i volatila industrier då osäkerheten inom industrin ökar och då företaget bygger upp en buffert för kommande oförväntade händelser.

4.2 Modifierad regressionsmodell, tabell 1b.

$$\ln C_{it} = \gamma_{0t} + \gamma_{1t} \ln ME_{it} + \gamma_{2t} \ln A_{it} + \gamma_{3t} \ln CPX_{it} + \gamma_{4t} \ln WC_{it} + \gamma_{5t} \ln LTD_{it} + \gamma_{6t} \ln CF_{it} + \gamma_{7t} \ln (\sigma_{it}^{IND}) + \varepsilon_{it}$$

| | Medelvärden Koefficient | Medelvärden t-statistika | p - värde | Högst signifikans |
|--------------------------|----------------------------|-----------------------------|-----------|-------------------|
| Intercept | -1,012 | -1,526 | 0,130 | 3 |
| LNME | 0,118 | 1,072 | 0,286 | 4 |
| LNA | -0,072 | -0,721 | 0,473 | 6 |
| LNCPX | -0,165 | -0,473 | 0,637 | 7 |
| LNWC | -0,070 | -1,027 | 0,307 | 5 |
| LNLTD | -0,176 | -1,646 | 0,103 | 2 |
| LNCF | 0,305 | 3,302 | 0,001 | 1 |
| LNVOL | -0,044 | 0,071 | 0,943 | 8 |
| Justerade R ² | 48,057 % | | | |

Tabellen visar 8 olika företagsspecifika faktorer som påverkar kassahållning och är gjord utifrån en modifierad regressionsmodell. Medelvärdena för koefficienten visar hur stor påverkan respektive variabel har på kassanivån. Vi presenterar även t-statistika för varje variabel med tillhörande p-värde för att enklare kunna se skillnader i signifikansnivå mellan de olika variablerna. Längst till höger har vi numrerat variablerna från 1-8 utifrån signifikansnivå där nummer 1 är den variabel med högst signifikans.

För att komplettera resultaten vi har fått fram i tabell 1a har vi även gjort regressioner utifrån en modifierad regressionsmodell. Resultaten här avviker en aning från tabell 1a. Dock har vi fått fram ett högre justerat R²-värde vilket tyder på högre tillförlitlighet hos resultaten. I likhet med resultaten från tabell 1a håller företag med högre capital expenditures, rörelsekapital och långsiktiga skulder lägre kassanivåer medan företag med höga kassaflöden håller högre kassanivåer. Långsiktiga skulder och kassaflöden är de mest signifikanta variablerna, vilket stämmer väl överens med signifikansnivån ur tabell 1a.

Tabellen kan jämföras med resultaten i Simutin (2010) utifrån hans modifierade regressionsmodell, se appendix 4. I likhet med Simutin har vi fått fram att LNME och LNCF har positiva medelvärden för koefficienten medan LNCPX, LNWC, LNLTD har negativa medelvärden för koefficienten. Tabellen visar dock ett negativt medelvärde för interceptet och

LNA jämfört med ett positivt medelvärde i resultaten i Simutin (2010). Ett negativt samband mellan LNA och kassanivån där LNA är logaritmen av reala tillgångar stämmer överens med tidigare resonemang och pecking order teorin under capex. Detta då kassanivån minskar i takt med att investeringar i reala tillgångar förbrukar likvida medel. Det positiva sambandet mellan LNME och kassanivå där LNME är logaritmen av marknadsvärdet stämmer väl överens med tidigare resonemang om ett positivt samband mellan marknadsvärde/bokfört värde och kassanivå. Kassanivån ökar i takt med tillväxtpotentialer.

Utifrån regressionerna har vi fått fram residualer, vilka vi använder som värden för överflödiga likvida medel, ÖFLM. Eftersom vi endast fått fram ett fåtal residualer för respektive år utifrån den modifierade regressionsmodellen har vi valt att enbart använda oss av residualerna från tabell 1a.

4.3 Företagens karaktär, tabell 2

Vi har studerat vilka olika egenskaper företag har, beroende på mängden överflödiga likvida medel. Detta gör vi för att se vad som drivs av, och kanske även driver nivån av överflödiga likvida medel. Genom våra tidigare regressioner har vi fått ut residualer för respektive år, vilket Simutin (2010) kallar för ECM, (excess cash measure), vilket är företagets nivå av överflödiga likvida medel. Vi har som nämnt tidigare istället valt att kalla det för ÖFLM, (Överflödiga Likvida Medel). Vi har sedan delat in våra företag i 3 respektive 5 olika kategorier beroende på vilken nivå överflödiga likvida medel de har. Båda indelningarna använder samma data och i indelningen i femtedelar har vi därmed bara färre företag inom varje grupp fast fler grupper. Detta gör vi för att enklare kunna se fler eventuella samband. Däremot har vi färre företag de första åren så vi nöjer oss i indelningen i femtedelar med att endast se på åren 1996-2009 för att inte ha för få företag inom respektive grupp.

De olika nivåerna är 1 – 3 eller 1 – 5 där 1 är lägst nivå av ÖFLM och 5 har högst nivå ÖFLM. För att få ut de olika variablerna har vi för varje år delat in företagen efter hur mycket överflödiga likvida medel de har. Vi har sedan kopplat varje företag i ÖFLM-indelningen till vissa företags karaktäristiska variabler inom varje år. De karaktäristiska variablerna har vi valt utifrån Simutin (2010). För varje år har vi sedan räknat ut medelvärdet för samtliga företag och variabler inom varje ÖFLM-indelning. Vi har sedan tagit ett medelvärde på dessa variabler för att få ett medelvärde för hela perioden.

Vi har alltså jämfört våra 9 olika variabler för alla företagen under varje år i 24 år. Vi har behållit namnen på variablerna från Simutin (2010) för bättre jämförbarhet. De 9 variablerna vi har studerat är:

- Beta är företagets marknadsbeta vilket vi har inhämtat från Datastream.
- BM är log av det bokförda företagsvärdet delat med marknadsvärdet.
- Size är samma size-variabel som vi använde till regressionen i tabell 1a, d.v.s. log av inflationsrensade totala tillgångar.
- Cash är kassan räknat som likvida medel dividerat med totala tillgångar
- ROA är avkastningen på tillgångar räknat som rörelseintäkten före avskrivningar dividerat med totala tillgångar
- CF är kassaflöde (ej samma som i tabell 1) räknat som (Rörelseintäkten före avskrivningar – ränta – utdelning – skatter) dividerat med totala tillgångar
- Debt är långsiktiga skulder räknat som långsiktiga skulder dividerat med (långsiktiga skulder + företagets marknadsvärde)
- Accruals är periodiseringar räknat som ((Förändringen i omsättningstillgångar – förändringen av likvida medel) – (förändringen av skulderna – förändringen i korta skulder – skatten) – avskrivningskostnaden)/ genomsnittliga totala tillgångar
- Ag är tillväxten i tillgångarna räknat som $(\text{Totala tillgångar}_{t1} / \text{totala tillgångar}_{t0}) - 1$

4.3.1 Resultat av företagens karaktär, tabell 2

Vi kommer här att presentera sambanden vi har funnit mellan nivån av ÖFLM och de olika variablerna.

| 1986-2009 | | | | | | | | | | |
|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|----------|-------|
| ÖFLM | Res | Beta | BM | Size | Cash | Roa | Cf | Debt | Accruals | Ag |
| 1 | -0,46 | 0,933 | -0,017 | 6,043 | 0,084 | 0,021 | 0,000 | 0,339 | -0,086 | 0,546 |
| 2 | 0,00 | 0,958 | -0,023 | 6,136 | 0,149 | 0,019 | -0,004 | 0,295 | -0,156 | 0,429 |
| 3 | 0,46 | 0,956 | -0,012 | 6,065 | 0,273 | 0,011 | -0,016 | 0,300 | 0,034 | 0,304 |

| 1996-2009 | | | | | | | | | | |
|-----------|-------|------|-------|------|------|-------|-------|------|----------|------|
| ÖFLM | Res | Beta | BM | Size | Cash | Roa | Cf | Debt | Accruals | Ag |
| 1 | -0,55 | 0,86 | -0,09 | 5,68 | 0,09 | -0,03 | -0,05 | 0,22 | -0,14 | 0,77 |
| 2 | 0,00 | 0,86 | -0,09 | 5,84 | 0,16 | -0,03 | -0,06 | 0,21 | -0,052 | 0,59 |
| 3 | 0,55 | 0,85 | -0,10 | 5,68 | 0,33 | -0,04 | -0,07 | 0,20 | 0,06 | 0,41 |

| 1996-2009 | | | | | | | | | | |
|-----------|--------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|-------|----------|-------|
| ÖFLM | Res | Beta | BM | Size | Cash | Roa | Cf | Debt | Accruals | Ag |
| 1 | -0,786 | 0,831 | -0,080 | 5,670 | 0,064 | -0,043 | -0,067 | 0,216 | -0,124 | 0,644 |
| 2 | -0,216 | 0,933 | -0,104 | 5,884 | 0,107 | -0,006 | -0,027 | 0,234 | -0,08 | 0,694 |
| 3 | 0,008 | 0,841 | -0,105 | 5,824 | 0,152 | 0,009 | -0,015 | 0,201 | -0,076 | 0,318 |
| 4 | 0,248 | 0,897 | -0,067 | 5,832 | 0,211 | -0,019 | -0,048 | 0,213 | -0,054 | 0,277 |
| 5 | 0,726 | 0,816 | -0,100 | 5,671 | 0,372 | -0,067 | -0,096 | 0,206 | -0,016 | 0,458 |

Tabellerna visar nio olika variabler och vilket värde de har under varje nivå av ÖFLM.

Beta- Simutin (2010) har i sin artikel funnit ett positivt samband mellan ÖFLM och beta. En låg mängd ÖFLM ger exempelvis ett lågt beta-värde. Detta kan tyckas ganska intressant då en jämn hög nivå av likvida medel borde ge ett lägre beta-värde då pengarna har ett fast värde i företaget och därför borde stabilisera företagets värde och minska risken. Simutin (2010) förklarar sitt samband med att företag med mycket ÖFLM oftare än andra investerar i projekt med högre risk.

Om vi ser på företagens beta i vårt eget arbete verkar det inte finnas något större samband mellan beta och vilken nivå överflödiga likvida medel svenska företag håller. Beta stämmer bättre överens med antagandet om att mycket ÖFLM ger ett lägre beta-värde när vi gör en bredare indelning i femtedelar av ÖFLM istället för tredjedelar. Den ÖFLM grupp med mest överflödigt likvida medel har lägst beta medan gruppen med näst lägst ÖFLM har högst beta. Däremot har den ÖFLM-grupp med minst överflödiga likvida medel näst lägst beta så det är

inget givet samband. Detta tyder på att företag med stor kassa i grunden har stabilare värde men investerar i projekt som har högre risk.

BM – Book-to-market ration (BM) är en viktig variabel när man pratar om aktieavkastning och risk bland företag. Fama och French (1995) samt Griffin och Lemmon (2002) finner ett negativt samband där ett lågt book-to-market värde ger högre framtida avkastning. Karaktären på BM-variabeln i vårt arbete är att företagen med en mellannivå av ÖFLM har högre BM än företag i de övre och undre ÖFLM-nivåerna. Simutin (2010) finner i sin artikel att företag med de högsta och lägsta ÖFLM-nivåerna har lägst BM vilket är motsatsen till våra resultat.

Size - Precis som Simutin (2010) finner vi att företagen med både mest och minst likvida medel är de minsta företagen. Detta beror enligt Martínez och Carrascal (2010) på att mindre företag har sämre åtkomst till den finansiella marknaden vilket gör att dessa företag i större utsträckning lever enbart på det dagliga kassaflödet. Att de små företagen också har mest likvida medel beror på att de behåller sina kassaflöden i företaget då de skulle ha svårare att anskaffa likvida medel från finansmarknaden vid behov. Större företag däremot använder enligt Martínez och Carrascal (2010) i större utsträckning sina ÖFLM till att betala av skulder och ge tillbaka till ägarna och lagrar därför mindre likvida medel i företagets egen kassa. I tabell 1a finner vi ett negativt samband mellan storlek på företaget och kassanivå, vilket vi däremot inte finner här. Sambandet i tabell 1a var dock väldigt lågt vilket gör att vi har möjlighet att få lite annorlunda svar här.

Cash - Det mest linjära sambandet vi kan se är Cash, d.v.s. procentandelen av totala tillgångar som är likvida medel. De företag som har mest likvida medel har även mest överflödiga likvida medel. De företagen med minst ÖFLM har i genomsnitt 6 procent av sina tillgångar i likvida medel medan företag med mest ÖFLM i genomsnitt har 37 procent av sina tillgångar i likvida medel.

ROA - Om vi ser på 1996-2009 av insamlad data ser vi att svenska företag inom de flesta ÖFLM-nivåer i genomsnitt har negativ avkastning på tillgångar. Det är bara mittengruppen som faktiskt har en positiv genomsnittlig utveckling. Detta betyder inte att alla företag i de andra grupperna har negativ utveckling utan bara gruppen i genomsnitt. Om vi istället ser på 1986-1995 har vi istället en hög positiv avkastning på tillgångar. Vilket gör att hela den undersökta perioden(1986-2009) i genomsnitt blir positiv. Däremot hittar vi, precis som Simutin (2010), inga linjära samband utan kan bara som Simutin (2010) säga att företag som

är med i mellangruppen av ÖFLM har lite bättre avkastning på tillgångarna än de låga och höga grupperna.

CF - Företag med finansiella begränsningar sparar sina kassaflöden i företaget för att använda dessa vid framtida finansieringsbehov. För företag med goda finansiella möjligheter är det bättre att använda kassaflödena till att betala av skulder, för att i framtiden kunna göra större investeringar (Acharya et al. 2007). CF är beroende av ränta på företagets lån. De företag som har mycket ÖFLM borde enligt Acharya et al. (2007) ha högre räntekostnader p.g.a. att dessa har sparat pengar inom företaget istället för att betala skulder och därför har lägre CF. Detta är även det vi finner, att gruppen av företag med mest ÖFLM har lägst CF.

Flera andra variabler spelar också in gällande CF. CF är precis som ROA beroende av rörelseintäkter, vilket gör att dessa variabler följer varandra väldigt starkt i ÖFLM grupperna.

Debt - Variabeln debt är, som vi beskrivit tidigare, långsiktiga skulder/(långsiktiga skulder + företagets marknadsvärde). Vi hittar inget exakt samband mellan ÖFLM och debt. Lägst debt har företagen i mellan- till lägstgrupperna av ÖFLM även om det bara är marginellt. Simutin (2010) får ett mer linjärt samband men med samma resultat. Detta samband bygger enligt Simutin (2010) på att företag med sämre tillgång till skuldfinansiering sparar likvida medel för att möta framtida finansiella åtaganden.

Accruals – Vi finner precis som Simutin (2010) ett linjärt samband mellan accruals och ÖFLM.

AG – I tillväxten i tillgångarna har vi fått högre värden än Simutin (2010). Vi har även fått ett ganska linjärt samband, där företag med lite ÖFLM har högst tillväxt i tillgångarna. Detta är intressant då även Simutin (2010) har fått denna variabel linjär, fast i motsatt riktning. Mycket ÖFLM borde ge större möjligheter till investeringar i tillgångar d.v.s. de resultat Simutin (2010) fått fram. Om denna tillväxt i tillgångar avspeglas i aktieavkastningen kommer vi att se i nästa avsnitt.

4.4 Överflödiga likvida medel och aktieavkastning

Tabellen visar våra resultat över hur mängden ÖFLM påverkar aktieavkastning. Vi har delat in företagen i först tre och senare i fem olika grupper beroende på vilken nivå ÖFLM de har. Vi har sedan undersökt flera intressanta perioder för att se hur nivån av ÖFLM har påverkat

aktieavkastningen vid ekonomiska nedgångar, efter ekonomiska nedgångar och under längre perioder som sträcker sig över både upp- och nedgångar.

4.5 Överflödiga likvida medel och aktieavkastning genom uppdelning i tredjedelar, tabell 3a.

| Period | LÅG | MELLAN | HÖG | HÖG - LÅG |
|-----------|------------------------|------------------------|------------------------|-------------------|
| 986-1993 | 1,242 [2,80] *** | 1,303 [2,72] *** | 1,191 [1,06] | -0,051 [0,94] |
| 1994-2001 | 1,298 [4,35] *** | 1,176 [3,85] *** | 1,142 [3,21] *** | -0,157 [-0,85] |
| 2002-2009 | 0,947 [2,82] *** | 0,984 [4,39] *** | 1,039 [4,54] *** | 0,092 [-0,82] |
| 1986-2009 | 1,074 [5,74] *** | 1,038 [6,27] *** | 1,087 [1,49] | 0,013 [0,74] |
| 1986-1990 | 1,232 [2,58] ** | 1,613 [2,31] ** | 1,077 [2,39] ** | -0,155 [-1,17] |
| 1991-1995 | 1,287 [3,96] *** | 1,241 [3,35] *** | 1,211 [1,15] | -0,221 [-0,01] |
| 1996-2001 | 1,270 [2,84] *** | 1,115 [2,95] *** | 1,124 [2,11] ** | -0,147 [-0,36] |
| 2002-2006 | 1,095 [2,54] ** | 1,092 [4,72] *** | 1,089 [5,08] *** | -0,005 [-1,08] |
| 2007-2009 | 0,847 [1,32] | 0,900 [1,28] | 0,961 [1,78] | 0,117 [0,33] |

*

*** Signifikant på 1 % -nivån

** Signifikant på 5 % -nivån

* Signifikant på 10 % -nivån

Ingen markering: ej signifikant

Tabellen visar vilken avkastning man får för varje investerad krona i olika nivåer av ÖFLM. Avkastningen står utan parentes och t-statistikan är inom parentesen. Det grönmärkade värdet är den högsta avkastningen varje år och den rödmärkade är den lägsta. Hög minus låg är skillnaden i avkastning mellan gruppen som har mest ÖFLM med den som har minst ÖFLM.

Vi har som tidigare delat upp alla företag i tredjedelar utifrån residualerna som vi fick fram utifrån regressionerna vi har gjort för varje år. Genom att dela upp residualerna utifrån dess storlek har vi fått fram tre kategorier; låg, mellan och hög. Detta är även som tidigare vårt mått på överflödiga likvida medel, (ÖFLM).

Efter att ha sorterat företagen utifrån ÖFLM har vi matchat varje företag och år med dess marknadsvärde. Vi har justerat och tagit hänsyn till eventuella utdelningar och splits vid beräkandet av marknadsvärdet. För att beräkna aktieavkastningen vid tiden t har vi använt oss av följande formel:

$$Avk_t = (MV_{t+1} - MV_t) / MV_t$$

Vi har viktat värdena genom att ta summan av alla företags aktieavkastning ett år framåt multiplicerat med dess marknadsvärde och dividerat detta med summan av alla marknadsvärden. Exempel:

$$Värdeviktat = \frac{Avk1 * MV1 + Avk2 * MV2 + Avk3 * MV3}{MV1 + MV2 + MV3} \quad \text{o.s.v.}$$

På så vis får vi fram ett värdeviktat medelvärde för respektive nivå av ÖFLM, låg, mellan och hög för varje period. Det värdeviktade indexet tar hänsyn till storleken på företagen (Ridder, 2002). Att använda ett likaviktat index hade inneburit att alla bolag får samma vikt, vilket hade gett oss ett mindre jämförbart resultat. Det värdeviktade värdet har vi sedan adderat med 1 för att kunna se våra resultat utifrån portföljer där vi investerar 1 svensk krona och hur denna portföljs avkastning varierar med överflödiga likvida medel.

För att räkna ut t-statistiken har vi dividerat medelvärdena för aktieavkastningen med standardfelet för alla medelvärden. Standardfelet räknar vi ut som standardavvikelsen för alla avkastningar dividerat med kvadratroten ur antalet aktieavkastningar.

= Medelvärde avkastningar/((standardavvikelse alla avkastningar)/kvadratroten ur antalet avkastningar) enligt:

$$t - stat = \frac{\bar{x}}{SE(\bar{x})} \quad \text{där} \quad SE = Sd / \sqrt{n}$$

Flertalet värden för t-statistika i tabellen har värden över 2, vilket indikerar att de har en signifikansnivå på 5 % eller bättre. Detta betyder att om vår data är normalfördelad så är våra värden med 95 % sannolikhet skilda från noll.

4.5.1 Företag i konkurs

En del företag har -1 i avkastning, dvs. att de har tappat allt värde mellan 2 år. Detta stämmer bara till viss del då även företag som blivit uppköpta eller avnoterade ger en avkastning på -1 trots att de troligtvis fortfarande är lönsamma. Vi har därför rensat från företag som felaktigt visar ett värde på -1. Av 40 företag vi har med som fått -1 i avkastning var 29 stycken sålda eller avnoterade av annan orsak. 11 stycken hade gått i konkurs, varav 6 stycken tillhörde företagen med minst ÖFLM, och 2 stycken tillhörde företagen med mest ÖFLM.

4.5.2 Tidsperioder

Vi har till att börja med delat vår tidsperiod rakt av i tre perioder: 1986-1993, 1994-2001 samt 2002-2009. Detta följs upp av medelvärden och t-statistika för hela tidsperioden. För att få en aning om hur medelvärdena sett ut före, under och efter krisperioder i Sverige har vi även gjort en uppdelning av vår tidsperiod utifrån krisperioder. Vi har även tagit med skillnaden mellan företag med hög respektive låg nivå överflödiga likvida medel för att kunna se på skillnaden mellan dessa och hur resultaten skiljer sig åt mellan olika tidsperioder.

Simutin (2010) finner, i ett stabilt ekonomiskt klimat, ett positivt samband mellan överflödiga likvida medel och framtida aktieavkastning, se appendix 6. Däremot får han ett mer anmärkningsvärt resultat under ekonomiska nedgångar.

“It is natural to expect that in times of economic downturn, companies with greater excess cash might exhibit better stock performance than those with limited cash holdings” (Simutin, 2010, sid. 2).

Detta p.g.a. att det under en ekonomisk nedgång är mer kostsamt att få tag i externt kapital, vilket gör det extra värdefullt att ha lite extra i kassan. Företag med lägre kassanivåer kan därför tvingas säga nej till investeringsmöjligheter eller få betala dyrt för att belåna sig. Högre totalavkastning bland företag med högre kassanivåer som investerar mer borde ses som kompensation för ökat risktagande. Anmärkningsvärt finner Simutin inget positivt samband

mellan överflödiga likvida medel och lönsamhet under en ekonomisk nedgång. Företag med hög andel överflödiga likvida medel tenderar istället att underprestera, jämfört med bolag med låg andel överflödiga likvida medel. Detta p.g.a. att överflödiga likvida medel korrelerar med tillväxtmöjligheter. Företag med mycket överflödiga likvida medel tenderar att investera mer även om investeringsmöjligheterna är dåliga (Opler et al. 1999). Under en ekonomisk nedgång sjunker tillväxtmöjligheterna vilket drabbar företag med mycket överflödiga likvida medel då de investerar i allt mer riskabla projekt (Simutin, 2010). Opler et al. (1999) visar i sin studie av amerikanska företag att företag med mycket likvida medel sällan använder sin överlikviditet för investeringar i capex, utdelningar eller förvärv. Detta tyder på en hög grad av riskaversion bland överlikvida företag, vilket skulle kunna vara ännu en anledning till varför överlikvida företag håller så mycket likvida medel. Detta skulle kunna vara en viktig förklaring till varför överlikvida företag har sämre aktieavkastning under ekonomiska nedgångar då kassan inte används.

4.5.3 Analys av våra resultat

Aktieavkastningen för de olika perioderna i vårt resultat varierar kraftigt, vilket tyder på att fördelarna med att hålla likvida medel varierar över olika tidsperioder. Detta stämmer överens med trade-off teorin där företag försöker finna en optimal nivå av likvida medel genom att väga marginalnyttan av att hålla likvida medel mot marginalkostnaden (Opler et al. 1999). Vi har i reella tal fått fram att företag med mycket ÖFLM har högre aktieavkastning än företag med lite ÖFLM om man ser till den långsiktiga aktieavkastningen mellan år 1986-2009. Vi har däremot inte fått detta bevisat med signifikanta resultat när vi jämför hög-låg vilket skulle kunna förklaras av att denna högre aktieavkastning bland företag med mer ÖFLM kan bero på flera andra orsaker än just överflödiga likvida medel. Ett negativt t-statistiska utläser man på samma sätt som ett positivt där ett t-statistiska runt 2 är signifikant på 5 %-nivån. Simutin (2010) har i sin artikel om överflödiga likvida medel och aktieavkastning utifrån företag i USA bevisat att företag med mycket ÖFLM verkligen har bättre aktieavkastning än företag med lite ÖFLM. Det borde finnas flera likheter bland företag verksamma i Sverige. Att våra resultat går åt samma håll som Simutin (2010) men att han har signifikanta resultat beror på att han har undersökt fler företag under en längre tidsperiod vilket leder till högre signifikans. Vi skulle därför kunna gissa att även våra resultat stämmer då vi har fått samma resultat som i Simutin (2010) trots att våra bevis är svagare. Vi har inte heller fått fram några bevis som gör att vi kan förkasta våra resultat. Följande diskussioner utgår alltså från att våra resultat stämmer.

4.5.4 Olika perioder

Anmärkningsvärt finner vi, i likhet med Simutin (2010), att under ekonomiska nedgångar och krisperioder som under 90-talskrisen har företag med lägre kassanivåer högre aktieavkastning än företag med högre kassanivåer. Detta stämmer väl överens med att marginalnyttan av att hålla likvida medel under en ekonomisk nedgång minskar i takt med att tillväxtmöjligheterna minskar. Därmed ökar marginalkostnaden av en hög kassanivå då kassanivån inte används. Detta förutsätter dock att alla utgifter inom den rörliga verksamheten är betalda, inga oförutsedda utgifter uppkommer samt att företaget väljer att skjuta fram eventuella investeringar p.g.a. att en ekonomisk nedgång gör det svårare att få tag i externt kapital. Då tillväxtmöjligheterna försämras under en ekonomisk nedgång gör dessa förutsättningar det mer optimalt att hålla en lägre kassanivå.

Resultatet att företag med lägre nivåer överflödiga likvida medel överpresterar företag med högre nivåer likvida medel gällande aktieavkastning under ekonomiska nedgångar visar att det är något som inte stämmer med teorin vi presenterat tidigare. Transaktionskostnadsteorin stödjer högre nivåer av överflödiga likvida medel vid, och runt, ekonomiska nedgångar med tanke på svårigheter att få tag i externt kapital. Varken försiktighetsmotivet med en hög kassanivå som buffert eller spekulationsmotivet med ökade spekulationer på marknaden med hjälp av en hög kassanivå stämmer överens med att lägre nivåer överflödiga likvida medel överpresterar under ekonomiska nedgångar. Detta beror antagligen på att investeringarna de företag med mycket ÖFLM gör under kriser inte betalar sig förrän när marknaden vänder. Däremot stämmer det överens med agentproblematiken då företag minskar sin kassa för att ledningen ska tvingas välja lönsammare investeringsprojekt.

Resultatet från perioden under 90-talskrisen förbryllar oss dock en aning då räntekostnaderna ökade i samband med att den fasta växelkursen inte gick att hålla längre, p.g.a. alltför höga valutaspekulationer och att Sverige gick över till rörlig växelkurs. Det blev även svårare för företag att låna, då flera banker behövde statligt stöd och hade hårdare regler än tidigare. Detta borde leda till att företag föredrar att hålla högre kassanivåer för att slippa låna och istället kunna använda sig av sin buffert. Även den höga tillväxten förbryllar oss under dessa år.

Det är inte bara under nedgångar i ekonomin som det kan vara bra att hålla en låg kassanivå. Under den så kallade IT-boomen mellan 1995-2001 var det företag med lägst kassanivå som hade den absolut bästa aktieavkastningen, nästan 15 procentenheter högre än de företag med

mest ÖFLM. Detta är intressant då de företag som hade lägst kassa var de som expanderade mest under flera år men ändå lyckades många av dessa företag inte skapa någon långsiktig lönsamhet. Att det var just under denna period som låg kassa gav högre aktieavkastning beror på de väldigt speciella förhållanden som rådde på marknaden. Som vi skrivit om i teoridelen av uppsatsen var IT-marknaden ny och ingen visste vilken potential som egentligen fanns, eller hur snabbt den skulle växa. Företagens tillväxt visade sig vara betydligt snabbare än marknaden och pengarna som kom in i företagen återinvesterades snabbt, vilket ledde till hög tillväxt men låg kassanivå.

Att det inte är långsiktighet det handlar om ser vi tydligt när vi tittar på åren efter det att IT-bubblan sprack 2001-2008. För dessa år får vi det omvända resultatet, då företag med lägst ÖFLM har negativ avkastning samt drygt 9 procentenheter lägre aktieavkastning än företag med högst ÖFLM. När IT-bubblan sprack i början på 2000-talet ser vi, under perioden 2002-2006, att mängden överflödiga likvida medel spelar mindre roll rörande aktieavkastning och håller sig istället på en förhållandevis jämn nivå oavsett mängden ÖFLM.

Finanskrisen 2008- är en annan typ av kris än tidigare beskrivna kriser med ökad arbetslöshet och ökat sparande/minskad konsumtion i större delen av världen. Under denna typ av kris verkar det mer optimalt för företag att hålla högre kassanivåer som buffert. Under perioden 2007-2009 finner vi högre aktieavkastning bland företag med högre kassanivåer, dock har alla ÖFLM-grupper negativ aktieavkastning. Signifikansnivån är, för dessa år, lägre då denna tidsperiod är kortare och innehåller färre företag. Vi har som sagt inte data, och därmed inte resultat, för hela krisen men under de åren vi har undersökt verkar det som om transaktionskostnadsteorin håller då det blir dyrare för företag att skaffa extern finansiering. Företag med högst ÖFLM under 2007-2009 har haft betydligt högre aktieavkastning än företag med mindre ÖFLM och har därför sluppit göra lika stora nedskärningar som övriga företag. Att resultaten härifrån skiljer sig från övriga ekonomiska nedgångar kan bero på att svenska företag är mycket beroende av export. Tidigare nedgångar vi har gått igenom har varit mer avgränsade till att mest påverka Sverige. Då större företag har mindre likvida medel, (tabell 1a) har dessa ändå klarat sig bra på att kunna fortsätta exportera medan mindre företag med mycket likvida medel varit mer påverkade av nedgångar i den svenska marknaden då dessa exporterar mindre. Företag som behövt låna mer likvida medel under ekonomiska nedgångar har kunnat fortsätta göra så på den globala kapitalmarknaden trots svårigheter på den svenska. Under 2008 års finanskris har exportmarknaden och även den utländska kapitalmarknaden påverkats starkt negativt, vilket gör att mängden ÖFLM blir allt viktigare

för flertalet företag vilket förklarar varför företag med mycket ÖFLM verkar ha klarat sig bättre.

4.5.5 Hela perioden

Vi har tidigare studerat avkastningar under kortare perioder som har varit präglade av specifika händelser. Ibland har det varit bra att investera i företag med högt ÖFLM och ibland har det varit ännu bättre att investera i företag med mindre ÖFLM. Resultaten vi har fått fram när vi studerat olika perioder är starkt påverkade av förväntningar på marknaden. Under exempelvis IT-boomen vred förväntningarna upp värdet på företagen mer än vad företagen presterade. Om vi däremot ser på hela perioden styr förväntningar från år till år men i slutändan är det vad de verkligen presterar som styr avkastningen.

När vi ser långsiktigt på hela perioden 1985-2008 är det företag med högst ÖFLM som haft högst aktieavkastning. Företag med mest ÖFLM har 1,3 procentenheter högre aktieavkastning än företagen med minst ÖFLM och 5 procentenheter högre än företag med en mellannivå av ÖFLM. Om man investerade 1 krona i portföljen med högst ÖFLM med en årlig medelavkastning på 8,73 % år 1985 skulle den i slutet av 2008 varit värd 7,45 kr. Hade man gjort samma sak med portföljen med minst ÖFLM och en årlig medelavkastning på 7,41 % skulle man istället få nöja sig med 5,56 kr. Sämst hade det varit att välja mellanportföljen med en årlig medelavkastning på 3,76 % då man skulle ha fått nöja sig med endast 2,42 kr.

Detta tyder på att företag som har mycket ÖFLM verkligen använder dessa till värdeskapande investeringar. Detta talar emot att det skulle finnas ett stort agentproblem och överinvesteringsproblem av att hålla större mängder likvida medel (Morgado & Pindado 2003). Ledningen i företagen verkar istället kunna investera väl i positiva nettonuvärdesprojekt.

Att ha överflödiga likvida medel kan, som nämnts tidigare, signalera ett aggressivt beteende och en styrka inom företaget. Det är möjligt att konkurrerande företag drar sig lite för att utmana företag med mycket ÖFLM då detta kan bli kostsamt om de inte själva har mycket ÖFLM. Detta kan då vara ett bidrag till att företag med mycket ÖFLM har bättre aktieavkastning då de slipper att konkurrera om de lönsammaste projekten i samma utsträckning, Benoit (1984).

Även om vi har visat att företag under kriser har bättre aktieavkastning med lite ÖFLM så kan ändå företag med mycket ÖFLM enligt Laurent Fresard (2010) ta en ledande position. Detta

skulle i så fall synas efter finanskrisen, då likvida företag köper upp krisbolag. Detta har vi även funnit speciellt under 2001-2008 då företag med mest ÖFLM har betydligt bättre aktieavkastning än företag med lite ÖFLM.

En intressant jämförelse är mellan tillväxten i tillgångar och aktieavkastningen. I förra avsnittet om företagens karaktär ser vi att företag med minst överflödiga likvida medel har störst procentuell årlig tillväxt i tillgångarna. Vad som är märkligt är att företag med högst tillväxt i tillgångar har lägre ÖFLM och lägre aktieavkastning än företagen med mest ÖFLM som har lägst tillväxt i tillgångar och högst aktieavkastning. Det verkar alltså inte finnas något agentproblem eller problem med att ledningen i företagen med mycket likvida medel investerar i dåliga projekt, utan snarare tvärtom.

Ett fluktuerande beta-värde utifrån resultaten från företagens karaktär bland företag med olika ÖFLM-nivåer kan bero på att stora mängder ÖFLM indikerar flera olika orsaker. Det indikerar dels en oro över framtida kassaflöden och tillväxtmöjligheter, vilket ger ett negativt samband mellan kassahållning, risk och framtida avkastning Simutin (2010). Omvänt, vid höga kostnader vid behov av externt kapital ackumulerar företag högre kassanivåer för framtida investeringsmöjligheter, vilket ger ett positivt samband mellan risk och framtida avkastning Simutin (2010).

Utifrån våra resultat i tabell 1, där vi undersökt determinanter för kassahållning, finner vi att företag med högre ÖFLM i genomsnitt har färre långsiktiga skulder, högre kassaflöden samt högre marknadsvärde/bokfört värde och därmed fler tillväxtmöjligheter. Dessa variabler talar för en viss trygghet för företag med högre ÖFLM, vilket stödjer resultatet om långsiktigt högre aktieavkastning bland företag med högre ÖFLM-nivåer.

4.5.6 Scania vs Volvo

I introduktionen till detta arbete gjorde vi en jämförelse mellan Volvo AB och Scania AB där vi såg att Scania AB hade en kassa/totala tillgångar på 5,5 % medan Volvo AB hade en kassa/totala tillgångar på 12,5 %. Hur dessa företag har presterat under de senaste 15 åren avspeglas inte i kassahållningen. Scania AB har haft en medelavkastning på 13,2 % och Volvo AB har haft en medelavkastning under samma år på 12,3 %. Detta visar vad vi har kommit fram till tidigare i arbetet, att våra resultat bara fungerar i portföljer av flera företag men att det givetvis finns enskilda skillnader i alla indelningar av ÖFLM.

4.6 Överflödiga likvida medel och aktieavkastning genom uppdelning i femtedelar, tabell 3b.

Vi har även valt att göra en tabell med en bredare uppdelning av ÖFLM där vi har delat upp ÖFLM i femtedelar för att få en bättre uppfattning om hur kassanivå och aktieavkastning korrelerar med varandra. Signifikansnivån är generellt lägre i uppdelningen i femtedelar jämfört med uppdelningen i tredjedelar, då den större uppdelningen resulterar i färre företag inom respektive ÖFLM-nivå.

| Period | LÅG | ÖFLM2 | ÖFLM3 | ÖFLM4 | HÖG | HÖG - LÅG |
|-----------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|-------------------|
| 1986-1993 | 1,107 [2,01] ** | 1,379 [2,47] ** | 1,374 [2,11] ** | 0,975 [2,79] *** | 1,344 [1,03] | 0,236 [0,94] |
| 1994-2001 | 1,218 [3,42] *** | 1,343 [3,33] *** | 1,115 [2,87] *** | 1,263 [2,46] ** | 1,117 [3,31] *** | -0,101 [-1,31] |
| 2002-2009 | 0,877 [2,19] ** | 1,020 [3,07] *** | 1,020 [3,36] *** | 0,972 [4,00] *** | 1,045 [3,26] *** | 0,167 [-1,02] |
| 1986-2009 | 0,994 [4,22] *** | 1,125 [5,00] *** | 1,054 [4,75] *** | 1,048 [3,89] *** | 1,086 [1,24] | 0,092 [0,80] |
| 1986-1990 | 1,191 [1,83] * | 1,373 [1,92] * | 1,632 [2,14] ** | 1,054 [1,42] | 1,099 [1,98] * | -0,092 [-1,06] |
| 1991-1995 | 1,302 [2,70] *** | 1,327 [3,36] *** | 1,185 [2,60] ** | 1,139 [4,36] *** | 1,278 [1,11] | 0,176 [1,00] |
| 1996-2001 | 1,203 [2,53] ** | 1,303 [2,18] ** | 1,064 [2,02] ** | 1,229 [2,14] ** | 1,102 [1,87] * | -0,101 [-1,96] |
| 2002-2006 | 1,066 [2,16] ** | 1,092 [2,94] *** | 1,089 [3,70] *** | 1,101 [4,39] *** | 1,092 [4,03] *** | 0,025 [-1,42] |
| 2007-2009 | 0,791 [0,36] | 0,952 [1,27] | 0,942 [1,36] | 0,891 [1,02] | 0,953 [1,37] | 0,161 [1,05] |

*** Signifikant på 1 % -nivån
** Signifikant på 5 % -nivån
* Signifikant på 10 % -nivån
Ingen markering: ej signifikant

Tabellen visar vilken avkastning man får för varje investerad krona i olika nivåer av ÖFLM. Avkastningen står utan parentes och t-statistikan är inom parentesen. Det grönmärkade värdet är den högsta avkastningen varje år och den rödmärkade är den lägsta. Hög minus låg är skillnaden i avkastning mellan gruppen som har mest ÖFLM med den som har minst ÖFLM.

I likhet med tabell 3a finner vi att företag med högre kassanivåer har högre aktieavkastning än företag med lägre kassanivåer. Under hela vår tidsperiod 1986-2009 har företag med högst kassanivåer i genomsnitt 9 procentenheter högre aktieavkastning än företag med lägst kassanivåer. Dock varierar resultaten kraftigt då ÖFLM 2 är den nivå som i genomsnitt haft högst aktieavkastning under hela tidsperioden medan de med lägst kassanivåer, som är ÖFLM 1, haft sämst aktieavkastning. De högre kassanivåerna verkar i likhet med tabell 3a ha en mer stabil aktieavkastning i det långa loppet. Detta stämmer överens med resultaten från företagens karaktär, där vi fått fram ett lägre beta-värde bland företag med högst kassanivåer, vilket tyder på mindre risk att investera i dessa företag. Detta stämmer överens med att det är säkrare att investera i företag med högst kassanivåer om det är långsiktiga investeringar. Dock finner vi även under denna uppdelning en högre aktieavkastning bland företag inom lägre ÖFLM-nivåer, framförallt under ekonomiska nedgångar.

Det bokförda värdet genom marknadsvärdet (BM) är en viktig del att se på när man undersöker aktieavkastning. Fama och French (1995) finner ett positivt samband mellan framtida aktieavkastning och ett lågt BM. Ett lågt BM kännetecknar högt aktievärde relativt det bokförda värdet. De ÖFLM- grupper som har bäst avkastning under hela perioden har även lägst BM och motsatsen för de grupper som har högst BM, precis som Fama och French (1995) kommit fram till. Detta tyder på att BM skulle vara ett bättre mått för att förutse aktieavkastning än ÖFLM. Om vi däremot tittar på vår gruppindelning om 3 ÖFLM-nivåer, vilken har högre signifikansnivåer, finner vi motsatsen till vad Fama och French (1995) kommit fram till, d.v.s. lägst BM som enligt Fama och French (1995) skulle gett bäst avkastning ger istället, i våra resultat, sämst avkastning. Däremot har vi både i vår indelning av ÖFLM i femtedelar och tredjedelar funnit att företag med mest ÖFLM haft bäst och näst bäst aktieavkastning, vilket istället tyder på att ÖFLM skulle vara ett bättre mått än BM för att förutse aktieavkastning.

Under perioden 1986-1991 finner vi att en mellannivå av ÖFLM ger högst aktieavkastning i likhet med tabell 3a. Detta då krisen under början på 1990-talet redan började byggas upp under denna tidsperiod. Under perioden 1991-1995 finner vi, i likhet med tabell 3a, att företag med lägre kassanivåer generellt har högre aktieavkastning. ÖFLM-nivå 5 sticker däremot ut under denna period med en förhållandevis hög aktieavkastning men som ändå är lägre än ÖFLM-nivå 2. Dock har just denna nivå under denna period en allt lägre signifikansnivå än resterande nivåer. Under perioden 2007-2009 spelar kassanivån mindre roll då aktieavkastningen är förvånansvärt lika, oavsett mängd överflödiga likvida medel. ÖFLM-nivå 4 har högst aktieavkastning men som synes i tabell 3b är skillnaden mellan nivåerna mycket liten. Vi har fått fram en förhållandevis låg signifikansnivå under åren 2007-2009, beroende på att denna period är mindre samt att uppdelningen av ÖFLM i femtedelar har gjort att vi har färre företag under respektive ÖFLM-nivå.

4.7 Teorimatris

Denna matris visar vilka resultat man kan förvänta sig av hållning av ÖFLM under de olika teorier vi diskuterat i kapitel 2 och vilket utfall vi verkligen har fått. Vårt utfall förklaras utifrån våra resultat i tabellerna 1 -3. När vi pratar om ekonomiska nedgångar så talar vi inte om krisen 2008 då vi ännu inte har data för alla krisens år.

| Teori | Förväntat utfall enligt teorin | Vårt utfall |
|---|---|--|
| Modigliani och Miller (1958) Irrelevant att ha ÖFLM. | Vi kommer inte att finna några samband mellan ÖFLM och aktieavkastning. | Vi finner flera samband, bland annat att företag med mest ÖFLM har haft högst långsiktig aktieavkastning |
| Trade-off teorin | Företag kommer att försöka hålla en optimal kassanivå. | Det finns ingen optimal kassanivå. Långsiktigt har företag med mest ÖFLM högre avkastning men under nedgångar i ekonomin har företag med minst ÖFLM högst avkastning. |
| Transaktionskostnadsteorin | Det är dyrt och tidskrävande att skaffa utomstående kapital. Företag kommer därför hellre att föredra att använda interna medel, speciellt runt ekonomiska nedgångar då det är ännu dyrare att införskaffa externt kapital. | Just vid ekonomiska nedgångar finner vi att företag med mindre ÖFLM har högre avkastning, vilket går emot denna teori. Detta kan till viss del förklaras med att det finns få investeringsmöjligheter och de som finns betalas inte av förrädden ekonomiska nedgången är |

| | | |
|-------------------------------|---|--|
| | | över. Företag med lite ÖFLM har högre avkastning vid ekonomiska nedgångar och företag med mycket ÖFLM har bättre avkastning efter den ekonomiska nedgångens slut och perioder av tillväxt börjar ta fart. |
| Överinvestering(agentproblem) | Företagsledningar med mycket ÖFLM investerar även i projekt med negativa NPV och förstör på så vis värde för aktieägarna. | Långsiktigt har företag med mycket ÖFLM högst aktieavkastning, vilket tyder på att överinvesteringsproblem inte existerar och att företagsledningen väljer rätt projekt att investera inom. |
| Underinvesteringsproblem | Företag med lite ÖFLM kommer inte att kunna investera i alla positiva NPV projekt de vill och kommer därigenom missa tillväxtmöjligheter. | Företag med absolut minst ÖFLM (indelning i femtedelar) har lägst aktieavkastning, vilket tyder på att ett visst underinvesteringsproblem troligtvis existerar. |
| Försiktighetsmotivet | Likvida medel fungerar som en buffert för oförutsägbara händelser. Mindre företag har mer ÖFLM då de ofta har osäkra kassaflöden och dålig tillgång till finansmarknaden. | Mindre företag har i genomsnitt mer ÖFLM (tabell 1a). Däremot verkar inte företag med mycket ÖFLM klara sig bättre under oförutsägbara händelser som kriser. |
| Pecking order teorin | Företag använder helst intern finansiering och bygger upp en kassa av balanserade vinstmedel innan de gör investeringar. | Företag med mest ÖFLM har högre aktieavkastning, vilket kan tyda på att det är billigare för företagen att använda intern finansiering. |
| Ta en ledande position | Företag som sparat mycket ÖFLM innan kriser kan dra nytta av turbulensen och på så vis ta marknadsandelar. | Se transaktionskostnadsteorin. |
| Signalering | Företag håller en hög kassa: <ul style="list-style-type: none"> • Som en skrämseffekt • Företagsledningen är oroliga över framtiden • Att de har dyra transaktionskostnader. • Kunna utnyttja framtida investeringsmöjligheter. | Vi har som sagt funnit ett positivt samband mellan ÖFLM och aktieavkastning, vilket tyder på att skrämseffekten och framtida investeringsmöjligheter är de främsta anledningarna till att företag håller ÖFLM. |
| Alternativkostnaden | Det är dyrt att hålla likvida medel då dessa inte har någon direkt avkastning i sig. | Det är måhända dyrt att hålla en stor kassa men möjligheterna den ger är ändå större än förlusten. |

5 Slutsatser

Vi har funnit ett svagt positivt samband mellan mängden ÖFLM och långsiktig aktieavkastning. Vårt samband är svagare än sambandet i artikeln skriven av Simutin (2010) men vi finner ändå flera likheter. Företag med mest ÖFLM har i det långa loppet haft högre aktieavkastning än företag med mindre ÖFLM. Det är däremot inte sagt att företag med mest ÖFLM alltid har högst aktieavkastning. Det har under flera perioder under vår undersökta tidsperiod varit så att företag med minst ÖFLM haft betydligt högre aktieavkastning. Detta har främst gällt under krisen i början på 1990-talet men även under IT-boomen. Under krisen på 1990-talet överträffade företagen med lite ÖFLM företagen med mycket ÖFLM med hela 7 procentenheter enligt vår tabell med uppdelning av likvida medel i tredjedelar. Detta går emot rådande föreställningar om att företag bör ha stora kassanivåer för att klara ekonomiska nedgångar. Detta beror på att företag med mycket ÖFLM tenderar att investera mer och att det vid finansiell oro inte finns lika stora tillväxtpotentialer att utnyttja för företag med stora kassor samt att de investeringsmöjligheter som finns inte ger någon högre avkastning förrän krisen är över. Däremot har dessa företag resurser redo att använda i tider av finansiell uppgång, vilket gör att företag långsiktigt vinner på att ha extra överflödiga likvida medel.

Därmed kan vi utifrån de hypoteser vi ställt i vår frågeställning inte förkasta hypotes 1, då vi finner ett svagt positivt samband mellan mycket ÖFLM och långsiktig aktieavkastning. Däremot kan vi förkasta hypotes 2, då vi finner att företag med mindre ÖFLM tenderar att överprestera företag med mer ÖFLM under ekonomiska nedgångar.

Vid en jämförelse med amerikanska företag i artikeln skriven av Simutin (2010) finner vi liknande resultat och det verkar vara positivt för företags aktieavkastning att ha mycket ÖFLM, både i en liten öppen ekonomi som Sverige och i en stor öppen ekonomi som USA. Våra resultat verkar också stämma överens med Simutin (2010) vid ekonomiska nedgångar. Detta är intressant då Sverige skiljer sig från USA eftersom svenska företag är mer beroende av export till utlandet medan amerikanska företag är mer beroende av sin inhemska marknad.

Vad beträffar stora världsomspännande finanskriser, som den år 2008, verkar det som om teorierna om att företag ska hålla mycket ÖFLM för att klara en ekonomisk nedgång stämmer bättre än teorierna om mindre ÖFLM under ekonomiska nedgångar. Vi har dock inte kunnat undersöka hela finanskrisen, då vi inte har tillräckligt med data, men resultaten från de första åren i krisen ger ett resultat i den riktningen. Detta tyder på att företag redan tidigt insåg allvaret i krisen och drog ned på sina investeringar. Detta har i så fall förvärrat krisen då

många företag är beroende av andra företags investeringar. Företag med mycket ÖFLM som behåller dessa inom företaget verkar alltså ha bättre aktieavkastning under kriser av nuvarande karaktär.

Att använda ÖFLM som en investeringsstrategi verkar vara bättre än andra fundamentala analyser som exempelvis att jämföra det bokförda värdet med marknadsvärdet (BM). Detta kan bl.a. bero på att vår undersökning endast är gjord för att undersöka hur ÖFLM påverkar aktieavkastning. Att använda BM är ett sätt att förutse framtida aktieavkastning d.v.s. lågt BM i år ska ge hög avkastning året efter. Vi kan alltså inte svara på om ÖFLM är den bästa fundamentala metoden.

Aktieavkastning påverkas givetvis av flera andra faktorer än just överflödiga likvida medel. Förväntningar på marknaden är ett gott exempel vilket gör det svårt att förutspå framtida aktieavkastning. Det långsiktiga positiva sambandet mellan ÖFLM och aktieavkastning kan exempelvis förklaras av att företag med mycket ÖFLM signalerar en viss styrka och trygghet med en buffert att använda. Samtidigt kan förväntningarna på företag med mindre ÖFLM vara mindre under ekonomiska nedgångar vilket gör det enklare för företag med mindre ÖFLM att överträffa den förväntade aktieavkastningen. Det är främst kortsiktigt förväntningar styr aktieavkastningen och långsiktigt är det företagets prestation som räknas.

Våra resultat visar att man möjligtvis kan använda ÖFLM som investeringsstrategi för att slå marknadens förväntade aktieavkastning. Vår studie bygger på historisk data för år 1985-2009. För denna tidsperiod har vi fått signifikanta värden på avkastningen men inga signifikanta värden på hög ÖFLM minus låg ÖFLM. Marknaden ändras dock hela tiden och nuvarande finanskris är betydligt mer världsomfattande än tidigare ekonomiska nedgångar. Vi vill därför poängtera att det är den långsiktiga aktieavkastningen våra resultat främst stödjer som investeringsstrategi då ekonomiska nedgångar alltid är av olika karaktär och mängden ÖFLM påverkar aktieavkastningen olika mycket vid olika ekonomiska tillfällen.

6 Förslag till framtida studier:

Vi har i vårt arbete sett att företag med mycket överflödiga likvida medel har en bättre långsiktig avkastning än företag med mindre överflödiga likvida medel. Vi har även undersökt hur mängden ÖFLM påverkar och påverkas av andra variabler, t.ex. storlek på företaget, skulder och beta-värden. Vad vi i vårt arbete inte hunnit undersöka djupare är om det är skulder som påverkar mängden ÖFLM eller om det är tvärtom. Opler et al. (1999) talar exempelvis om att variabler som gör skulder kostsamma är samma variabler som är fördelaktiga för en hög kassanivå. Då determinanter för kassahållning är så nära relaterade till determinanter för skuldsättning ger Opler et al. (1999) förslag på att närmare undersöka i vilken utsträckning kassahållning och skulder är två sidor av samma mynt.

Till framtida studier har vi även som förslag att göra en frågeställning där man ser på skillnader mellan Sverige och ett annat europeiskt land som råkat värre ut i finanskrisen, exempelvis Irland eller Storbritannien. Det skulle även vara intressant att se på andra faktorer som påverkar företagens kassahållning än just de företagsspecifika, som exempelvis bolagsstyrning. Det skulle även vara intressant att göra en jämförelse mellan företag med mycket likvida medel och företag med låga kassanivåer och högre skuldsättning och jämföra totalavkastningen mellan de olika sätten att finansiera sig.

Förutom ett antal företagsspecifika faktorer påverkas även företagens kassanivåer av exempelvis leasing, hedging och traditionella försäkringar som fungerar som substitut istället för att ha högre kassanivåer som buffert. Som ytterligare förslag har vi att man väljer ett mindre antal företag och går in djupare och ser på hur respektive företag väljer att använda sig av de olika substituten och hur detta påverkar företagens kassanivåer samt försöker finna vad som är optimalt. Detta med tanke på kostnaden av att hålla höga kassanivåer i jämförelse med kostnader för leasing, hedging och traditionella försäkringar.

Då både vi och Simutin (2010) funnit att mängden kassa, (cash), ökar i takt med överflödiga likvida medel, enligt tabell 2 samt appendix 5, skulle man i motsats till att göra en djupare studie enligt stycket ovan kunna göra en större undersökning mellan överflödiga likvida medel och aktieavkastning med fler år och fler företag. Man skulle även kunna göra jämförelser mellan olika länder då man kan använda kassanivån som mått på överflödiga likvida medel, vilket gör det betydligt lättare att räkna ut.

Referenser

Artiklar

Acharya, V. V. Almeida, H. & Campello, M. (2007) Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. *Journal of Finance. Intermediation*, 16, 515–554.

Bates, T.W. Kahle, K..T. & Stulz R. (2009) Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? *Journal of Finance*, 65, 1985-2021.

Bolton, P. & Scharfstein, D. (1990) A theory of predation based on agency problems in financial contracting. *American economic review*, 80, 93-106.

Benoit, J-P. (1984), Financially constrained entry in a game with incomplete information. *Rand Journal of Economics*, 15, 490-499.

Campello, M. Graham, J.R. & Campbell, R. H. (2009), The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. *Working paper, Duke University*.

Campello, M. (2006) Debt financing: Does it boost or hurt firm performance in product markets? *Journal of Financial Economics*, 82, 135-172.

Dittmar, A. Mahrt-Smith, J. & Servaes, H. (2003), International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28, 111–133.

Drobetz, W. & Grüninger, M. (2007), Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland. *Financial Markets and Portfolio Management, Springer*, 21(3), 293-324.

Duchin, R. Oguzhan, O. & Berk, A.S. (2008) Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgages crisis. *Working paper, Marshall School of Business*.

Fama, E.F. & French (1995) Size and book-to-market factors in earnings and returns. *The Journal of Finance*, 50(1), 131-155

Faulkender, M. (2002) Cash holding among small businesses, *Working Paper (SSRN Electronic Library)*.

Ferreira, M. & Vilela, A. (2004) Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10(2), 295-319.

Fresard, L. (2010) Financial strength and product market behavior: The real effects of corporate cash holdings. *The Journal of Finance*, 65(3), 1097–1122.

Garcia-Teruel, P. J. & Martinez-Solano, P. (2008) On the determinants of SME cash holdings: Evidence from Spain. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(1), 127-149.

Guney, Y. Ozkan, A. & Ozkan, N. (2007) International evidence on the non-linear impact of leverage on corporate cash holdings. *Journal of Multinational Financial Management*, 17, 45-60.

Griffin, J. M. & Lemmon M. L. (2002) Book-to-market equity, distress risk, and stock returns, *The Journal of Finance*, LVII (5), 2317-2336.

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

Jung, K. Kim, Y. Stulz R. (1996) Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision. *Journal of Financial Economics*, 42, 159-185.

Kim, C.S. Mauer, D. C. & Sherman, A. E. (1998). The determinants of corporate liquidity: Theory and Evidence. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33 (3), 335-359.

Martínez-Carrascal, C. (2010) Cash holdings, firm size and access to external finance evidence for the euro area. *Working Paper, Banco de Espana*

Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958) The cost of capital corporate finance and theory of investment. *The American economic Review*, 49, 261-297

Morgado, A. Pindado, J. (2003) The underinvestment and overinvestment hypotheses: an analysis using panel data. *European Financial Management*, 9(2), 163-177

Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984) Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.

Niskanen, J. & M. Niskanen (2007) Cash holdings in SMEs; Evidence on finnish data, *Working Paper (SSRN Electronic Library)*

Opler, T. Pinkowitz, L. Stulz, R. & Williamson R. (1999) The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46

Ozkan, A. & Ozkan, N. (2004) Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*, 28(9), 2103-2134

Sheridan, T. John Wei, K.C. & Feixue, X. (2004) Capital investments and stock returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39, 677-700.

Shyam-Sunder, L. Myers, S.C. (1999) Testing static trade-off against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244.

Simutin, M. (2010) Excess cash and stock returns. *Financial Management*, 39(3), 1197–1222

Smith, C.W. Watts, R.L. (1992) The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32, 263-292.

Stulz, R. (1990) Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26, 3-27.

Titman, S. & Wessels, R. (1988) The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, 43, 1-19.

Williamson, O.E. (1979) Transaction-cost economics: The governance of contractual relations. *Journal of Law and Economics*, 22(2), 233-261.

Böcker

Arnold, G. (2005) *Corporate financial management (3 uppl.)*. Essex: Pearson Education Limited.

Backman, J. (2008) *Rapporter och uppsatser (2 uppl.)*. Lund: Studentlitteratur

Bryman, A. Bell, E. (2005) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, (B. Nilsson övers.). Malmö: Liber.

Culp, C.L. (2006) *Structured finance & insurance*. New Jersey: John Wiley & Sons

Hillier, D. Grinblatt, M, & Titman, S. (2008) *Financial markets and corporate strategy (Europeisk uppl.)* Berkshire: McGraw Hill,

Koller, T. Goedhart, M. Wessels, D. (2005) *Valuation (4 uppl.)*. New Jersey: John Wiley & Sons.

Westerlund, J. (2005) *Introduktion till ekonometri*, Lund: Studentlitteratur,

Internet

Bis (2010, april, 16) Strengthening the resilience of the banking sector, Hämtad april, 6, 2011 från www.bis.org/publ/bcbs164.pdf

Bokföringsnämnden(2011, mars, 14) Redovisning av forsknings- och utvecklingskostnader. Hämtad mars, 30, 2011 från <http://www.bfn.se/redovisning/REK/bfn-r1.aspx>

DN.se (2009, juli, 24) It-bubblan – en kapitalistisk kulturrevolution. Hämtad april, 19, 2011 från <http://www.dn.se/ekonomi/it-bubblan--en-kapitalistisk-kulturrevolution>

E24.se (2009, december, 14) It-bubblan som sprack. Hämtad april, 19, 2011 från http://www.e24.se/analys/it-bubblan-som-sprack_1742771.e24

E24 (2008) Halva börsen borta. Hämtad april, 25, 2011 från http://www.e24.se/business/bank-och-finans/halva-borsen-ar-borta_779689.e24

EU lagstiftningen (2007, januari, 15) Finansiering av tillväxten i små och medelstora företag. Hämtad april, 23, 2011 från http://europa.eu/legislation_summaries/enterprise/business_environment/n26112_sv.htm

Finansinspektionen (2011) History. Hämtad april, 19, 2011 från <http://www.fi.se/Folder-EN/Startpage/About-FI/Who-we-are/History/>

French, K.(2011) *Branch classification*. Hämtad februari, 14, 2011 från http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html

Likviditet. (n.d) I *Nationalencyklopedin*. Hämtad mars, 19, 2011 från <http://www.ne.se/sok/likviditet?type=NE>

New York Times (2008, September, 22) Stopping a financial crisis, the Swedish way. Hämtad februari, 14, 2011 från <http://www.nytimes.com/2008/09/23/business/worldbusiness/23krona.html>

SPSS (2010, januari, 20) Guide: regressionstabeller. Hämtad april, 12, 2011 från <http://spssakuten.wordpress.com/2010/01/20/regressionstabeller/>

Statistiska centralbyrån(2011, januari, 12) Konsumentprisindex(KPI). Hämtad februari, 24, 2011 från http://www.scb.se/Pages/TableAndChart____272151.aspx

Swedbank, (2008) Omvärldsanalys/Swedbanks marknader. Hämtad april, 25, 2011 från http://www.swedbank.se/idc/FinansiellaRapporter/ArsRapport2008/sv/omvarldsanalys/omvanalys_swe/omvarldsanalys_swe.html

Ridder, A.D.(2002) Effektiv kapitalförvaltning. *Nordstedts Juridik AB*. Hämtad april, 18, 2011 från [http://www.nj.se/NJAB/EBooks.nsf/ByKey/prov_skatt_ekonomi/\\$file/Effektivkapitalforvaltning.pdf](http://www.nj.se/NJAB/EBooks.nsf/ByKey/prov_skatt_ekonomi/$file/Effektivkapitalforvaltning.pdf)

Tidigare examensarbeten

Carlsson P. & Liedgren G. (2009) Cash holding in Sweden- A corporate governance perspective, *Lunds universitet*

Molnar, R. & Awais, B. (2010) Likvida Medel – en studie av svenska små och medelstora företag, *Lunds universitet*

Prenger, T. Kück J. (2009) The determinants of Corporate cash holdings, *Lunds universitet*

Appendix

Appendix 1. Determinanter för kassahållning, Simutin (2010)

Table 1: Determinants of Cash Holdings

| | Slope | t-stat |
|-----------------------|--------|---------|
| Intercept | -2.370 | -51.243 |
| MB | 0.122 | 17.754 |
| Size | -0.074 | -14.249 |
| CPX | -1.984 | -11.201 |
| WC | -1.345 | -13.456 |
| LTD | -1.881 | -18.572 |
| RD | 0.519 | 2.653 |
| CF | 0.726 | 4.691 |
| σ^{IND} | 4.873 | 11.184 |
| Div | 0.006 | 0.155 |
| R ² | 23.413 | |

This table reports the results of the cross-sectional regressions used to estimate excess cash measures. Excess cash for firm i as of the end of month t is estimated as the residual ϵ_{it} from the cross-sectional regression

$$C_{it} = \gamma_{0t} + \gamma_{1t}MB_{it} + \gamma_{2t}Size_{it} + \gamma_{3t}CPX_{it} + \gamma_{4t}WC_{it} + \gamma_{5t}LTD_{it} + \gamma_{6t}RD_{it} + \gamma_{7t}CF_{it} + \gamma_{8t}\sigma_{it}^{\text{IND}} + \epsilon_{it},$$

where C is the log of ratio of cash to total assets less cash; market-to-book ratio MB is measured as the book value of assets, less the book value of equity, plus the market value of equity, divided by assets; $Size$ is the log of real (adjusted by CPI) assets; CPX is the ratio of capital expenditures to assets; WC is the ratio of net working capital calculated without cash to assets; LTD is the ratio of long-term debt to assets; RD is the ratio of research and development expenses to sales; CF is defined as operating income before depreciation less interest less dividends less taxes divided by total assets; and σ^{IND} is the mean of standard deviations of CF over 10 years for firms in the same 2-digit SIC industry. Regressions also include a dividend dummy, Div , and industry dummies based on Kenneth French's 17 industry definitions. Each cross-sectional regression uses all firms that have fiscal year ends between $t - 11$ and t . τ refers to the fiscal year ending between $t - 11$ and t . All variables with the τ subscript thus use the most recent data for firm i . Reported are average coefficients of December cross-sectional regressions, corresponding t -statistics, and average adjusted R^2 values. Sample period is 1960-2006.

Tabellen visar resultaten från artikeln skriven av Simutin (2010) och jämförs med tabell 1a.

(Simutin, 2010, sid. 23)

Appendix 2. Konsumentprisindex

Konsumentprisindex (KPI) (1980=100)

| År | KPI |
|------|--------|
| 2009 | 299,66 |
| 2008 | 300,61 |
| 2007 | 290,51 |
| 2006 | 284,22 |
| 2005 | 280,4 |
| 2004 | 279,2 |
| 2003 | 278,1 |
| 2002 | 272,8 |
| 2001 | 267,1 |
| 2000 | 260,7 |
| 1999 | 258,1 |
| 1998 | 257 |
| 1997 | 257,3 |
| 1996 | 256 |
| 1995 | 254,8 |
| 1994 | 248,5 |
| 1993 | 243,2 |
| 1992 | 232,4 |
| 1991 | 227,2 |
| 1990 | 207,8 |
| 1989 | 188,1 |
| 1988 | 176,7 |
| 1987 | 167 |
| 1986 | 160,3 |
| 1985 | 153,8 |
| 1984 | 143,2 |
| 1983 | 132,6 |
| 1982 | 121,7 |
| 1981 | 112,1 |
| 1980 | 100 |

Tabellen visar det konsumentprisindex som har använts vid beräkandet av variabeln size (SCB, 2011).

Appendix 3. Determinanter för kassahållning för svenska börsbolag inklusive ”dummyvariabler”

| | Medelvärden Koefficient | Medelvärden t-Statistika | p - värde | Högst signifikans |
|--------------------------|----------------------------|-----------------------------|-----------|-------------------|
| Intercept | 0,148 | -0,711 | 0,478 | 7 |
| MB | 0,022 | 1,453 | 0,149 | 4 |
| SIZE | -0,061 | -1,331 | 0,186 | 5 |
| CPX | -1,024 | -1,225 | 0,223 | 6 |
| WC | -0,510 | -1,803 | 0,074 | 3 |
| LTD | -0,983 | -3,426 | 0,000 | 1 |
| CF | 0,982 | 3,029 | 0,003 | 2 |
| σIND | -0,000 | -0,565 | 0,573 | 8 |
| CARRY | 1,853 | 1,827 | | |
| AUTOS | 0,060 | 0,967 | | |
| CONSTRUCTION | -0,455 | -0,353 | | |
| UTILITY | -0,668 | -0,509 | | |
| Electronic | -0,474 | -0,093 | | |
| TELECOM | -0,415 | 0,038 | | |
| FOOD | 0,390 | -0,936 | | |
| BEER | -2,756 | -7,913 | | |
| CHEMICALS | -0,367 | -0,077 | | |
| BUSINESS | -0,439 | 0,063 | | |
| RETAIL | 0,796 | 0,103 | | |
| GAMES | 0,789 | 0,035 | | |
| CLOTHES | -0,182 | 0,546 | | |
| HEALTH | -0,178 | 0,428 | | |
| SERVICES | -0,479 | -0,228 | | |
| TRANSPORT | 0,157 | 0,748 | | |
| PAPER | -0,389 | -0,107 | | |
| HOUSEHOLD | 1,536 | 0,954 | | |
| MEALS | 1,413 | 1,432 | | |
| SMOKE | -0,025 | 1,408 | | |
| WHOLESALE | 0,348 | 0,478 | | |
| MEDIA | 1,833 | 1,151 | | |
| FABRICATED PRODUCTS | -0,308 | 0,066 | | |
| STEEL | -0,349 | 0,161 | | |
| OIL AND GAS | 0,052 | 0,091 | | |
| MINES | 0,897 | -0,296 | | |
| Justerade R ² | 27,53 % | | | |

Tabellen visar resultaten från de tvärsnittsregressioner vi har gjort för att estimerar överflödiga likvida medel. Medelvärdena är för testperioden 1986-2009. Tabellen innehåller även ”dummyvariabler” utifrån industri baserade på Frenchs 30 branschindelningar. Anledningen till att alla 30 ”dummyvariabler” inte finns med är att det inte fanns några företag inom alla branscher. Dock har vi medvetet tagit bort en av våra ”dummyvariabler” då den borttagna variabeln blir den som de andra variabelerna associerar till vilket är anledningen till att Eviews indikerar för multikollinearitet om alla variabler finns med. Detta fenomen brukar kallas för ”dummy variable trap” och motverkas genom att ta bort en av ”dummyvariablerna”.

Appendix 4. Determinanter för kassahållning enligt den modifierade regressionsmodellen, Simutin (2010)

Table A1: Determinants of Cash Holdings – Modified Regression Specification

| | Slope | t-stat |
|-----------------------------|--------|---------|
| Intercept | 1.253 | 6.410 |
| lnME | 0.177 | 16.355 |
| lnA | 1.292 | 62.501 |
| lnCPX | -0.114 | -7.988 |
| lnWC | -0.197 | -24.769 |
| lnLTD | -0.210 | -13.130 |
| lnCF | 0.051 | 5.034 |
| ln(σ^{IND}) | 0.230 | 9.041 |
| Div | 0.023 | 1.222 |
| R ² | 73.187 | |

This table reports the results of the modified cross-sectional regressions used to estimate excess cash measures. Excess cash for firm i as of the end of month t is estimated as the residual ϵ_{it} from the cross-sectional regression

$$\ln C_{i\tau} = \gamma_{0t} + \gamma_{1t} \ln \text{ME}_{i\tau} + \gamma_{2t} \ln \text{A}_{i\tau} + \gamma_{3t} \ln \text{CPX}_{i\tau} + \gamma_{4t} \ln \text{WC}_{i\tau} + \gamma_{5t} \ln \text{LTD}_{i\tau} + \gamma_{6t} \ln \text{CF}_{i\tau} + \gamma_{7t} \ln(\sigma_{i\tau}^{\text{IND}}) + \epsilon_{it},$$

where $\ln C$ is log of cash level, $\ln \text{ME}$ is log of market equity, $\ln \text{A}$ is log of real assets, $\ln \text{CPX}$ is log of capital expenditures level, $\ln \text{WC}$ is log of level of net working capital calculated without cash, $\ln \text{LTD}$ is log of level of long-term debt, $\ln \text{CF}$ is log of cash flow level, and $\ln(\sigma_{i\tau}^{\text{IND}})$ is the log of industry sigma. Regressions also include a dividend dummy, Div , and industry dummies based on Kenneth French's 17 industry definitions. Each cross-sectional regression uses all firms that have fiscal year ends between $t - 11$ and t . τ refers to the fiscal year ending between $t - 11$ and t . All variables with the τ subscript thus use the most recent data for firm i . Reported are average coefficients of December cross-sectional regressions, corresponding t -statistics, and average adjusted R² values. Sample period is 1960-2006.

Tabellen visar resultaten från den modifierade regressionsmodellen, tagen från artikeln skriven av Simutin (2010) och jämförs med tabell 1b.

(Simutin, 2010, sid. 31)

Appendix 5. Företagens karaktäristika, Simutin (2010)

Table II. Characteristics of ECM Deciles

This table reports selected average characteristics of each excess cash measure (ECM) decile to which firms are assigned as of the end of each calendar year τ . Cash is the most recently available ratio of cash to total assets; β is the beta obtained from market model regressions using daily data from year τ with one lead and lag of market excess return; BM is the log of book-to-market ratio measured as in Davis et al. (2000); Size is the log of real (adjusted by CPI) assets; ROA is operating income before depreciation over assets; CF is operating income before depreciation less interest less dividends less taxes over total assets; Debt is measured as the ratio of long-term debt to long-term debt plus market value of equity; Accr, Accruals, is calculated as [(change in current assets - change in cash) - (change in current liabilities - change in short-term debt - change in taxes payable) - depreciation expense] / average total assets; and Ag is asset growth defined as the ratio of total assets to lagged total assets minus one. t -statistics for the difference between High and Low values are reported in square brackets. The sample period is 1960-2006.

| ECM | Cash | β | BM | Size | ROA | CF | Debt | Accr | Ag |
|----------|----------|----------|-----------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|----------|
| Low | 0.017 | 0.861 | -0.444 | -0.336 | 0.057 | -0.014 | 0.217 | -0.027 | 0.140 |
| 2 | 0.031 | 0.900 | -0.364 | 0.099 | 0.099 | 0.029 | 0.229 | -0.019 | 0.147 |
| 3 | 0.045 | 0.928 | -0.367 | 0.245 | 0.106 | 0.035 | 0.233 | -0.017 | 0.151 |
| 4 | 0.064 | 0.942 | -0.375 | 0.272 | 0.107 | 0.035 | 0.236 | -0.024 | 0.157 |
| 5 | 0.087 | 0.954 | -0.376 | 0.263 | 0.106 | 0.033 | 0.227 | -0.025 | 0.187 |
| 6 | 0.113 | 0.971 | -0.397 | 0.300 | 0.112 | 0.037 | 0.215 | -0.028 | 0.142 |
| 7 | 0.147 | 0.993 | -0.394 | 0.306 | 0.113 | 0.036 | 0.205 | -0.029 | 0.160 |
| 8 | 0.193 | 1.005 | -0.413 | 0.232 | 0.109 | 0.032 | 0.189 | -0.032 | 0.153 |
| 9 | 0.258 | 1.037 | -0.449 | 0.093 | 0.097 | 0.019 | 0.178 | -0.034 | 0.173 |
| High | 0.420 | 1.024 | -0.551 | -0.469 | 0.042 | -0.036 | 0.154 | -0.040 | 0.232 |
| High-Low | 0.403*** | 0.162*** | -0.107*** | -0.133*** | -0.015** | -0.021*** | -0.063*** | -0.013*** | 0.093*** |
| | [19.08] | [5.37] | [4.44] | [5.28] | [2.58] | [5.18] | [12.26] | [3.8] | [4.56] |

*** Significant at the 0.01 level.

** Significant at the 0.05 level.

* Significant at the 0.10 level.

Tabellen visar resultaten från artikeln skriven av Simutin (2010) och jämförs med tabell 2.

(Simutin, 2010, sid. 24)

Appendix 6. Överflödiga likvida medel och aktieavkastning, Simutin (2010)

Table 3: ECM Decile Portfolio Returns

| Period | Low | ECM2 | ECM3 | ECM4 | ECM5 | ECM6 | ECM7 | ECM8 | ECM9 | High | High-Low |
|-----------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 1960-2006 | 0.852 [3.66] | 0.939 [4.03] | 1.060 [4.53] | 1.105 [4.72] | 1.107 [4.64] | 1.185 [4.89] | 1.176 [4.88] | 1.249 [5.13] | 1.255 [4.99] | 1.253 [4.68] | 0.401 [4.19] |
| 1960-1982 | 0.913 [2.60] | 0.949 [2.69] | 1.085 [3.10] | 1.123 [3.20] | 1.060 [2.96] | 1.113 [3.19] | 1.127 [3.34] | 1.200 [3.58] | 1.255 [3.67] | 1.242 [3.54] | 0.330 [3.51] |
| 1983-2006 | 0.794 [2.57] | 0.929 [3.02] | 1.036 [3.31] | 1.088 [3.48] | 1.152 [3.63] | 1.254 [3.72] | 1.223 [3.55] | 1.296 [3.67] | 1.255 [3.41] | 1.262 [3.14] | 0.469 [2.85] |

This table reports average raw value-weighted returns, in percent per month, and the corresponding t -statistics for different excess cash measure (ECM) deciles as well as for the difference between deciles of high and low ECM for different time periods. Stocks are first sorted into quintiles based on market betas, and then into ECM deciles within each beta quintile. At the beginning of each month t , an investment is made in the stocks that were assigned to a particular ECM decile as of the end of month $t - 5$, and the position is held without rebalancing for the following 12 months.

Tabellen visar överflödiga likvida medel och aktieavkastning från artikeln skriven av Simutin (2010) och kan jämföras med tabell 3a och 3b. Dock måste vi ta i beaktande att Simutin (2010) använt sig av månadsvisa beräkningar samt har en längre tidsperiod. Anledningen till att vi har valt att inte dela upp tabellen först utifrån beta och sedan utifrån ECM är att vi inte har fått fram samma positiva samband mellan beta och ECM som Simutin (2010) har fått fram bland amerikanska bolag, (se tabell 2 samt appendix 5) (Simutin, 2010, sid. 24).

Artikel Investeringsstrategi utifrån företags kassanivåer

En vanlig uppfattning är att man vid ekonomiska nedgångar skall binda sina tillgångar till säkrare aktier och fonder. Säkrare tillgångar på aktiemarknaden tolkas av många som företag med stark finansiell grund och stor kassa. Detta då den högre kassanivån fungerar som en buffert då det ofta kan bli svårare att få tag i externt kapital vilket gör det extra värdefullt att ha lite extra i kassan.

Ekonomiska nedgångar

Personer som har använt detta som investeringsstrategi under de olika ekonomiska nedgångarna under de senaste 25 åren har troligtvis inte gjort lyckade investeringar. Anmärkningsvärt finner vi att företag med lägre kassanivåer generellt tenderar att överprestera företag med högre kassanivåer gällande aktieavkastning under ekonomiska nedgångar. Resultatet stämmer både vid krisen i början 1990-talet och när IT-bubblan sprack i början på 2000-talet. Detta beror på att företag med högre kassanivåer tenderar att investera mer. Under ekonomiska nedgångar sjunker tillväxtpotentialerna och företag med högre kassanivåer tenderar då att investera i projekt som inte ger någon omedelbar positiv respons på aktieavkastningen p.g.a. det dåliga ekonomiska läget. Företag som gör investeringar under ekonomiska nedgångar brukar dock när konjunkturen vänder överprestera sina konkurrenter när det kommer till aktieavkastning då de tidigare investeringarna betalar av sig.

Långsiktig investeringsstrategi

Är man däremot ute efter en långsiktig strategi bör man även där överväga att undersöka vilken kassanivå ett företag har innan man investerar. Om vi delar in hela Stockholmsbörsen i portföljer om tredjedelar beroende på kassanivå och investerade 1 kr år 1985 i tredjedelen med högst kassanivåer skulle denna krona vara värd 7,45 kr år 2009. Hade vi istället investerat i portföljen med lägst kassanivåer hade vi bara fått 5,56 kr år 2009. Att investera i portföljen med företag med högst kassanivåer ger även lägre volatilitet på aktieavkastningen.

Alternativa investeringsstrategier

Det finns traditionellt sett flera investeringsstrategier där man vill slå marknaden genom fundamental analys. Att undersöka företagets bokförda värde med marknadsvärdet är en traditionell metod för att hitta framtida investeringsmöjligheter. Det har även forskats och skrivits mycket om denna metod i ekonomiska tidskrifter så som den anrika ”The Journal of Finance”. Att vi sedan funnit att strategin att undersöka företags kassanivåer ger högre aktieavkastning än en välkänd metod som den ovan nämnda ger både styrka och trovärdighet till kassanivåmetoden.

Garanterat resultat?

Kan man då vara säker på att slå marknaden när man använder denna investeringsstrategi? Vår studie bygger på historisk data för år 1985-2009. För denna tidsperiod har vi fått fram vissa resultat som stöd för denna strategi. Marknaden ändras dock hela tiden och nuvarande finanskris är betydligt mer världsomfattande än tidigare ekonomiska nedgångar. Våra resultat från år 2008 – 2009 verkar ge oss ett annat resultat än under tidigare ekonomiska nedgångar vilket tyder på att inte ens företag med stora kassar gör investeringar under denna kris, varför

denna investeringsstrategi inte bör användas för kortsiktiga investeringar. Att undersöka företags kassanivåer bör däremot fungera som en långsiktig investeringsstrategi då studier gjorda i USA har bevisat att denna handelstrategi har slagit marknadens aktieavkastning under lång tid. I Sverige ser resultaten ut att bli likartade om än med lite svagare bevis varför vi tror att denna investeringsstrategi ger utdelning även här.

Andreas Högstedt

Daniel Löfdahl