



LUNDS UNIVERSITET

Ekonomihögskolan  
Företagsekonomiska Institutionen

FEKN90  
Företagsekonomi-  
*Examensarbete på Civilekonomprogrammet*

VT 2012

# Effekten av utdelning på företags värdering under olika delar av konjunkturcykeln

- En studie på Nasdaq OMX Nordic Stockholm

**Författare:**

Mikael Helgesson  
Niklas Lindberg

**Handledare:**

Anders Vilhelmsson

**Examensarbetets titel:** Effekten av utdelning på företags värdering under olika delar av konjunkturcykeln - En studie på Nasdaq OMX Nordic Stockholm

**Seminariedatum:** 2012-05-29

**Ämne/kurs:** FEKP90; Magisteruppsats finansiering 30 HP.

**Författare:** Mikael Helgesson & Niklas Lindberg

**Handledare:** Anders Vilhelmsson, Företagsekonomiska institutionen Lunds universitet

**Fem nyckelord:** Utdelning, Tobin's q, Stockholmsbörsen, Konjunkturer, Multiregressionsanalys

**Syfte:** Syftet med studien är att undersöka hur utdelning påverkar värderingen på svenska börsnoterade bolag samt huruvida denna påverkan skiljer sig vid olika perioder av konjunkturcykeln.

**Metod:** En tillämpning av en kvantitativ metod med ett deduktivt förhållningssätt där ett företags utdelning ställs i relation med dess värdering

**Teoretiska perspektiv:** Tobin's q, Agenteori, Informations asymmetri, Dividend irrelevance

**Empiri:** Studien bygger på data från 255 företag noterade på Nasdaq OMX Nordic Stockholm under perioderna; 2001-01-01 till 2011-12-01, 2003-04-01 till 2007-10-01 samt 2008-01-01 till 2009-10-01

**Slutsatser:** Studien har visat att det existerar ett samband mellan utdelning och Tobin's q samt att detta samband skiljer sig mellan olika delar av konjunkturcykeln

**Title:** The effect of dividend on a company's valuation during different periods of the economic cycle - a study of Nasdaq OMX Nordic Stockholm

**Seminar date:** 2012-05-29

**Course:** Master thesis in business administration (Finance), 30 University Credit Points ---(30 ECTS)

**Authors:** Mikael Helgesson & Niklas Lindberg

**Advisor/s:** Anders Vilhelmsson

**Five key words:** Dividend, Tobin's q, Stockholm OMX, Economic cycle, Multi regression analysis

**Purpose:** The purpose with the study is to evaluate how a company's dividend policy affects the valuation of companies on the Stockholm exchange and if it differs during different periods of the economic cycle

**Methodology:** The essay will apply a quantitative research method and with a deductive approach which puts a company's dividend policy in relation with its performance.

**Theoretical perspectives:** Tobin's q, Agent theory, Information asymmetry, Dividend irrelevance

**Empirical foundation:** The study is based on collected data from 255 companies traded at the Nasdaq OMX Nordic Stockholm during three periods; 2001-01-01 to 2011-12-01, 2003-04-01 to 2007-10-01 and 2008-01-01 to 2009-10-01

**Conclusions:** The study shows that there is a connection between dividend and a company's Tobin's q and that it differs during different periods of the economic cycle

# Innehållsförteckning

<b>1. PROBLEMATISERING OCH SYFTE</b> .....	<b>6</b>
1.1 Bakgrund .....	6
1.2 Problemdiskussion .....	7
1.3 Problemformulering .....	8
1.4 Syfte.....	9
1.5 Avgränsningar .....	9
<b>2. TEORI</b> .....	<b>10</b>
2.1 The Dividend Hypothesis / Utdelningshypotesen .....	10
2.2 Dividend irrelevance / Utdelnings irrelevans .....	11
2.3 Disappearing dividends / Utdelnings försvinnande/minskning .....	13
2.4 Repurchase / Återköp av aktier .....	15
2.5 Agentteorin.....	16
2.6 Signaleffekt och informationsasymmetri .....	19
2.7 The Catering Theory of Dividends / Teorin om catering av utdelning .....	21
2.8 The Dividend Smoothing Model/ Modellen om utdelningens utjämning .....	21
2.9 Tobin's q, ett mått på företagsprestation .....	23
2.10 Den svenska aktiemarknaden.....	24
2.11 Tidigare forskning .....	25
<b>3. METOD</b> .....	<b>29</b>
3.1 Tillvägagångssätt .....	29
3.2 Metodval .....	29
3.3 Datainsamling .....	30
3.4 Tidsperiod .....	31
3.5 Validitet .....	33
3.6 Reliabilitet.....	33
3.7 Bortfall.....	34
3.8 Kritisk granskning av metoden .....	34
3.9 Källkritik.....	35
<b>4. EMPIRI</b> .....	<b>36</b>
4.1 Val av variabler.....	36
4.1.0 Den beroende variabeln .....	36
4.1.1 De oberoende variablerna .....	36
4.1.2 Variabler som valts bort - Industriell diversifiering .....	39
4.2 Inför och under regressionsanalysen - tester.....	40
4.2.0 Multikollinearitet.....	40
4.2.1 Autokorrelation: .....	42
4.2.2 Fasta och slumpmässiga effekter .....	43
4.2.3 Heteroskedasticitet.....	44
4.3 Studiens val av regressionsmodell: The Fixed Effects Model .....	44
<b>5. RESULTAT</b> .....	<b>46</b>
5.1 Beskrivande statistik.....	46
5.2 Resultat från regressionsmodellen .....	48
<b>6 ANALYS</b> .....	<b>53</b>
6.1 kontrollvariabler .....	53
6.2 Utdelning .....	55
<b>7. SLUTSATS</b> .....	<b>60</b>
<b>8. FÖRSLAG TILL FORTSATT STUDIER</b> .....	<b>61</b>

<b>9. KÄLLFÖRTECKNING</b> .....	<b>63</b>
<b>BILAGA 1. DEFINITION AV VARIABLER</b> .....	<b>67</b>
<b>BILAGA 2. EXKLUDERADE FÖRETAG</b> .....	<b>68</b>
<b>BILAGA 3. STICKPROV</b> .....	<b>69</b>
<b>BILAGA 4. ARTIKEL</b> .....	<b>70</b>

# 1. Problematisering och syfte

## 1.1 Bakgrund

Redan 1959 var debatten igång, utdelnings relevans eller ickerelevans för marknadsvärdet. Gordon (1959) kom med sin utdelningshypotes, där aktieinnehavaren även köper de framtida utdelningar, vilka är beroende av utdelningens förväntade ökning, baserad på balanserade vinstmedel. Samtida forskaren Lintner (1962) sammanfattar dåtidens forskning ett par år senare. På den andra planhalvan fann han Miller och Modigliani (1961), med sin teori om utdelningens irrelevans. Denna teori tog avstamp i den effektiva marknaden och argumenterar mot relevansen i enskilda företags utdelningspolicy. Nu femtio år senare befinner sig debatten och forskningen fortfarande på olika sidor, dock från andra vinklar. Nutida forskning har verkat inom andra områden, till exempel hedging och diversifieringens påverkan på marknadsvärdet (Allayannis & Westin, 2001; och Hoyt & Liebenberg, 2011). Dock har även andra variabler använts för att kontrollera deras påverkan på värdet för att få ett mer realistiskt resultat. En av dessa variabler som ofta använts är utdelning. Hoyt och Liebenberg (2011) står för en av de senaste undersökningarna där de finner en positiv relation mellan utdelning och marknadsvärdet. Här anknyter man relationen till agentteorin och dess kostnader, där utdelningen fungerar som en begränsning av det fria kassaflödet. Ett decennium tidigare undersökte Allayannis och Weston (2001) utländska derivat och marknadsvärdet, även här med utdelning som en variabel för kontroll. Slutsatsen för utdelningen som en variabel för värdet på företag visade sig vara en negativ korrelation till Tobin's  $q$ , som använts för värderingen. Utdelningen anses visa att företag inte är begränsade i tillgången till finansiella medel och därför kan tänkas använda sitt kapital på projekt med både positivt och negativt nettonuvärde. Utdelning kan även ses som en begränsande faktor, att inte använda resurserna till investeringar i projekt med positivt nettonuvärde istället för till utdelning. Denna synen fanns redan några år tidigare då Lang och Stulz (1994) presenterade utdelning som en begränsande faktor för tillgången på finansiella marknader. För att återgå till mer nutida forskning, stödjer Zou (2010) även den negativa korrelationen mellan utdelning och marknadsvärdet på företag. Där understryks de tankar Allayannis och Weston (2001) tog upp, att valet av projekt styrs av begränsningen av finansiella resurser, där begränsningen är positiv och framkallar bättre investeringsval. Utdelning står därför som en negativ motpol då den symboliserar att företagen inte skulle vara begränsade när det kommer till det finansiella. År 2012 står forskningen fortfarande inte enad kring utdelning och dess påverkan på marknadsvärdet på företag.

Det har på senare tid utförts forskning med liknande metoder och variabler som använts i denna studie. Jankensgård presenterade 2011 i ett antal studier (Essays on Corporate Risk Management) vikten av risk management för företagsvärde (Jankensgård 2011). I en av studierna visar Jankensgård på kopplingen mellan decentraliserad och centraliserad hedging och det premium som är kopplat till användandet av hedging. För att kontrollera de två olika grenarna använder sig Jankensgård av regressionsanalyser och ett antal av de variabler som även denna studie använder sig av. (Jankensgård 2011, s164-168) Även om utdelning är en av variablerna studerar Jankensgård inte denna till någon större grad. Sekerci (2012) undersöker även hon risk management, ERM (enterprise risk management) i en studie där Tobin's q används som grund för forskningsresultaten. Även om riskhantering är huvudområdet används flera variabler i regression för att kontrollera resultatet. Likt denna studie berör Sekerci flera av de teoretiska områdena kring utdelning och dess relevans för företagsvärdet. Hon tar upp såväl agentteorin som signaleorier och nämner en del tidigare forskning med olika slutsatser kring utdelningens relevans eller ickerelevans. Vad tidigare forskning samt även mer nutida som till exempel Jankensgård (2011) och Sekerci (2012) inte använt sig av i sina studier är en längre period, kontrollerat för konjunkturcykelns olika stadier.

Denna studie bygger på tidigare prövade metoder dock med andra huvudvariabler. Frågorna för denna studie grundar sig i utdelningens koppling till värderingen av bolagen noterade på Nasdaq OMX Nordic Stockholm, vilket även till viss del tas upp i Sekerci (2012) som en variabel. Därav blir den andra delen i syftet av större vikt, där skillnader i perioder av konjunkturcykeln tas upp. För detta syfte har denna studie använts sig av en längre period samt delat upp perioden i tre delar, hela perioden, en lågkonjunkturdela samt en högkonjunkturdela. Denna intressanta aspekt förbises i tidigare studier och skiljer därav syftet, tillvägagångssättet samt resultaten och öppnar upp för en vidare och grundligare analys. Då tidigare forskning kring området utdelning koncentrerat sig på enbart en period ger en uppdelning som denna ett större utrymme för tolkning och utesluter inte teorier enbart på grund av vilken period studien använt sig av.

## *1.2 Problemdiskussion*

Under de senaste 50 åren har ett flertal teorier presenterats kring utdelning och dess effekt för företag. Finns det någon anledning till att använda sig av utdelningen, ja anser en del forskare (Hoyt & Liebenberg 2011; och Wurgler 2004) men är inte överens om det är signaler eller

faktiska effekter i tillgängligt kapital som är den avgörande faktorn. Samtidigt säger en del forskare så som Miller och Modigliani (1961) och Zou (2010) att det inte har någon betydelse eller snarare har en negativ effekt. Återigen kopplas signaler som en orsak till att det skulle finnas en negativ korrelation mellan marknadsvärdet på företag och utdelning. Det finns alltså många teorier om utdelning, de mest betydelsefulla presenterade i teoriavsnittet nedan. Teorierna är kopplade till när utdelning bör användas, vad de sänder för signaler, samt om de har någon relevans som företagspolicy över huvud taget. Det har forskats en hel del, både kvantitativt och kvalitativt kring ämnet. Dock är den största forskningen gjord i USA, samt senare även mer globala försök, vilka oftast inkluderar väldigt många länder eller ett fåtal stora. Det saknas ett definitivt svar för hur utdelning bör påverka ett företags värdering. Resultaten varierar beroende på vilken ansats som finns, vilken marknad som undersöks och även vid vilken tidpunkt. Debatten har inte funnit sitt slut och kommer ej heller presenteras i detta arbete. Detta gör det desto viktigare att undersöka olika marknader vid olika tidpunkter för att se påverkan där och just för den perioden. Ansatsen är att se hur svenska bolag delar ut sina kassaflöden. Detta kontrolleras även för konjunkturcyklerna under perioden då detta kan ha en effekt på den eventuella påverkan. Här används utdelning som variabeln för att hitta dess betydelse på de svenska bolagens marknadsvärde. Forskningen har som tidigare sagts varit koncentrerad på andra marknader och ofta utan periodindelning. Då det saknas en definitiv sanning samtidigt som det finns ett flertal faktorer som gör den svenska marknaden och främst dess ägarstruktur annorlunda finns det ett tomrum som behöver fyllas. Genom att öppna upp för tolkningen av utdelning under en sammanhängande period med en hel konjunkturcykel syftar denna studie att framställa en analys av perioden 2001-2011 för de börsnoterade bolagen på den svenska börsen.

### *1.3 Problemformulering*

Utifrån problemdiskussion ovan har följande frågor formulerats:

- Hur påverkar utdelning värderingen på de bolag som är noterade på Nasdaq OMX Nordic Stockholm?
- Finns det några tydliga skillnader för olika perioder av konjunkturscykeln?

#### *1.4 Syfte*

Syftet med studien är att undersöka hur utdelning påverkar värderingen på svenska börsnoterade bolag samt huruvida denna påverkan skiljer sig vid olika perioder av konjunkturykeln.

#### *1.5 Avgränsningar*

Avgränsningarna bestäms i första hand av att fokus endast är på bolag noterade på Nasdaq OMX Nordic Stockholm. Detta är dock meningen, då studien syftar till att studera de svenska bolagen och deras utdelningar, det blir en naturlig begränsning. Samtliga bolag noterade på Stockholmsbörsen OMX används, vilket för oss till den andra begränsningen. Alla bolag har inte varit noterade lika länge, dock sträcker sig perioden från 2001-01-01-2011-12-01. Samt att under insamlingsprocessen har företag fått väljas bort, till exempel på grund av brist på finansiella siffror för ett längre period. Ytterligare information kommer att presenteras under avsnittet om datainsamling och urval.

## 2. Teori

Nedan kommer relevant teori inom området utdelning att framföras. Då området är väldiskuterat och innehåller ett stort antal teorier som motsäger och kritiserar varandra kommer fokus framförallt ligga på resultaten och i korthet även beskriva hur detta resultat nåtts.

Varför utdelning görs, dess effekt på marknadsvärdet samt eventuellt värdeskapande har under lång tid diskuterats bland teoretiker. För att förstå resultatet av den empiriska studien i detta arbete är det viktigt att förstå den bakomliggande teorin för utdelning. Då teoretiker fortfarande inte kommit överens om en enskild teori som förklarar utdelning effekter och orsaker kommer det nedan presenteras övergripande teorier som anses vara relevanta. Arbetet syftar inte till att bevisa någon av teorierna i detta avsnitt utan snarare att utifrån samtliga teorier försöka förklara eventuella samband som görs i den empiriska studien.

### *2.1 The Dividend Hypothesis / Utdelningshypotesen*

Utdelningshypotesen innebär att när en investerare införskaffar en aktie köper han även utdelningen till den aktien. Argumentet är att värdet av företaget är de framtida betalningar som förväntas komma genom utdelningen (Gordon, 1959). Detta skulle knyta an till att marknadsvärdet av företaget är kopplat till utdelningar, eller då den förväntade framtida utdelningen som är kopplad till aktien. Det bör tilläggas att för hypotesen gäller att investeraren ser till en infinit sekvens av förväntade betalningar och därför inte bara det nuvarande värdet (Gordon, 1959). Gordon skapade en modell som består av den nuvarande utdelningen samt den förväntade ökningen i utdelningen. Ökningen beräknas med hjälp av balanserade vinstmedel som variabel, då denna anses vara den största anledningen till ökning i utdelning vilket leder in på en annan teori som presenteras i densammes artikel. I "the earnings hypothesis" utgår Gordon (1959) från att investeraren har en äganderätt på vinsten per aktie, investeraren köper alltså vinsten per aktie vid köptillfället. Här har utdelningen en något mindre betydelse, investeraren får utdelning och vinsten i form av värdeökningen på aktien samt, om så önskas, kan denne även sälja en del av sin andel för att få mer kapital i form av likvida medel. Teorin må vara från 1959, samt erkänns själv av författaren att vara i behov av förbättring, därför fokuseras det mot senare forskning, efter en introduktion av en samtida författare med liknande mål.

I "Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital of Corporations" gör Lintner (1962) en ansats till att reda ut den dåtida forskningen om utdelningens relevans eller icke relevans. Lintner presenterar två grupper av forskning som skiljs åt genom deras antaganden kring utdelningens inverkan på aktievärdet. Den första gruppen ser aktievärdet som en funktion av företagets vinster och inkluderar inte utdelningen i funktionen. Gruppen som använder denna utgångspunkt i sin forskning benämner Lintner som "pure earnings" teoretiker. Lintner benämner även de drivande forskarna vid namn, t.ex. Miller och Modigliani, vilka vars arbete beskrivs senare i teorikapitlet om irrelevansen av utdelning. Den andra gruppen består, bland annat, av tidigare nämnda Gordons teorier. Dessa, som tidigare nämnts, har antagandet att värdet borde vara lika med nuvärdet av dessa flöden från framtida utbetalningar.

Lintner fortsätter i artikeln att testa de olika teorierna i olika situationer och förutsättningar, uppdelade efter vilka antaganden som tas kring marknaden och hur vinster bör definieras. Ett par generella slutsatserna från utredning består av att värdet på ej skuldsatt kapital inte beror på utdelningen enbart om tre begränsningar består. Dessa begränsningar är, om osäkerhet är idealiserad eller inte existerar, att det inte finns några utdelningskostnader samt avsaknaden av individuella skatteskillnader. Lintner anser då att, under mer "generella och realistiska antaganden" än dessa beskrivna ovan, borde utdelning ses som en påverkande faktor. Här knyter han även an till "utdelningshypotesen", med att aktiepriset är ett nuvärde av de förväntade utdelningarna. Lintners kritik mot "pure earnings" teoretikerna består i att modellerna som används och dess antaganden bortser från utdelningskostnader, skatter och förväntan. Han anser även dem vara för linjära och ifrågasätter därmed deras praktiska verkan för att approximera verklig påverkan på värdet.

## *2.2 Dividend irrelevance / Utdelningens irrelevans*

Miller och Modigliani (1961) diskuterade redan år 1961 huruvida ett företags utdelningspolicy har någon påverkan på dess aktievärde på marknaden. I sitt arbete beskriver de att utdelningspolicyn inte har någon påverkan på företagets värdering under förutsättningen att följande tre antaganden gäller; perfekt marknad, rationella investerare och perfekt säkerhet. Då två företag med samma investeringspolicy men olika utdelningspolicy ger samma avkastning till sina investerare borde marknadsvärdena på företagen vara detsamma. Då

företagen bör värderas lika på marknaden menar författarna att utdelningspolicyn saknar relevans för företagets värde. Istället är det hur stor avkastning företagets tillgångar och vidare dess investeringspolicy som har en direkt påverkan på värdet. Samma förklaring har man till de förändringar i aktiepriset som kan ses vid tillfällen då företag informerar marknaden om förändrad utdelningspolicy. Vid sådana tillfällen kan aktiepriset förändras kraftigt vilket inte anses bero på förändringen i utdelningspolicy utan att företaget, genom att göra denna förändring, informerar marknaden att man gör en förändring i sin investeringspolicy.

Miller och Modigliani menar även att ovanstående gäller om marknaden inte skulle vara perfekt. En marknad som inte är perfekt skulle kunna innebära att investerare har preferenser i valet mellan en dollar i utdelning och en dollar i ökat kapital. Sådana preferenser brukar man kunna se hos äldre investerare som ofta föredrar företag med högre utdelning framför företag med lägre, det motsatta kan ofta ses hos yngre investerare (Miller & Modigliani 1961). Detta skulle kunna resultera i att företag med hög utdelning skulle locka till sig en stor andel investerare som föredrar utdelning och därigenom höja marknadsvärdet på företaget så att det handlades till ett premium. Dock menar författarna att investerare har möjligheten att investera i andra instrument och erhålla det de föredrar utan att betala ett premium. Detta skulle resultera i att företagets premium skulle upphöra.

Författarna diskuterar vidare att skatteskillnader i de olika alternativen för investerare inte heller borde ha någon större skillnad på marknadsvärdet då en stor andel av aktieinnehaven ägs av aktörer som antingen inte har någon skatteskillnad eller som har en skatteskillnad som är motsatt till andra aktörer på marknaden. Således bör effekterna av eventuella skatteskillnader ta ut varandra och i slutändan vara relativt marginella.

I motsats till Miller och Modigliani (MM) anser DeAngelo och DeAngelo (DD) (2006) att utdelningspolicy inte alls är irrelevant i modeller som antar maximering av värde utan att det är utdelningspolicyn precis som investeringspolicyn har en direkt effekt på värdet på friktionslösa marknader. Genom att modifiera antaganden MM gjort och därigenom tillåta lägre utdelningsnivåer än den optimala nivån som är nuvärde på det totala kassaflödet kan företag reducera sitt värde på marknaden. DD anser att ovanstående är ett bevis på att utdelningspolicyn faktiskt inte är irrelevant i modeller med antaganden om maximering av värde. Utdelningen är inte irrelevant även om företagsledningen aldrig skulle använda suboptimal utdelningspolicy precis som de aldrig skulle investera i projekt med negativt

nuvärde.

Carlo Alberto Magni (2010) utgick från samma antaganden som MM när han diskuterade sin teori som argumenterar mot DD resultat. I motsats till DD anser Magni att utdelning inte alls påverkar marknadsvärdet oberoende av om det är möjligt att dela ut en lägre andel än 100 % av det totala kassaflödet. Däremot är utdelning relevant beroende på avkastningen på överskjutande likvider som ska användas till att återinvestera eller finansiera. Endast när ett projekt har ett nuvärde på noll är utdelningspolicyn irrelevant oberoende av om man tillåts dela ut en lägre andel än 100 % av kassaflödet. Eftersom ett av MM:s antaganden är att nuvärdet på projekt är noll håller deras teori om att utdelningspolicy är irrelevant. Samtidigt menar Magni att antagandet om att dela ut mindre än 100 % av kassaflödet istället påverkar ledningens makt över aktieägarnas förmögenhet.

### *2.3 Disappearing dividends / Utdelningens försvinnande/minskning*

Fatemi och Bildik (2012) kom fram till att fenomenet med avtagande utdelning är ett globalt fenomen, inte enbart förekommande i USA, där Fama och French (2001) tidigare visat fenomenet. Fama och French noterade att mellan 1978 och 1999 minskade företag som delar ut från 66.5% till 20.8% på den amerikanska marknaden. Dock väcker detta frågan varför företag slutar dela ut. Fama och French (2001) fann att företag som tidigare använt sig av utdelningar led av distress. Troligtvis kunde detta vara en av anledningarna till att man slutat med utdelning, vilket kan jämföras med att de företag som aldrig delat ut faktiskt var mer lönsamma än företag som tidigare använt sig av utdelning. Fama och Frenchs resultat stämmer överrens med de senare resultat som Fatemi och Bildik (2012) visade på som ett globalt fenomen. Då denna studie sker på svenska företag fokuseras det främst på de globala resultaten istället för en detaljerad beskrivning i den tidigare undersökningen i enbart USA, samt för att undvika upprepningar av de väldigt lika resultaten. Dock nämner Fama och French sänka transaktionskostnader för försäljning av aktier som en faktor samt en mer sofistikerad corporate governance. Varför det första, transaktionskostnaderna, togs upp som en faktor i denna studie är att det är enklare att utvärdera för ett land, till skillnad från en global marknad, då politiken och kostnader skiljer sig på de olika marknaderna världen över. Den tredje punkten som faktor anser Fama och French kunna vara managers, numera större,

ägande av aktier, vilket skulle medföra en dragning mot realisationsvinster istället för utdelning.

Författarna Fatemi och Bildik (2012) sökte svaret på, först och främst, om utdelning var avtagande internationellt men även en anledning till det, om så var fallet. Data togs för 17 000 företag i 33 länder mellan åren 1985-2006. De övergripande resultaten var en minskning från att 87 % av företag delade ut till en nivå på 53 % vid 2006. Den senaste studien pekar på att anledningen till ett minskat användande av utdelningar beror på den strukturella förändring som skett på de börsnoterade bolagen, dock är det inte hela anledningen, men en primär förklaring (Fatemi & Bildik, 2012). Den strukturella förändring Fatemi och Bildik beskriver är fler mindre företag med en lägre lönsamhet och som kräver höga investeringsutlägg. Bland de företag som har en tendens att ge utdelning finner författarna att de har tre egenskaper; det är större företag, företag med högre lönsamhet samt företag med låga möjligheter för tillväxt. De bekräftar även att oavsett karakteristiska eller struktur minskar andelen företag som använder sig av utdelning. Detta styrker de med att beskriva hur minskningen är ihållande samt håller sig konsekvent oavsett delperioder, samt att den är minskande för samtliga länder, om än väl skillnader finns däremellan. Dessa slutsatser gör att Fatemi och Bildik tar det så långt att argumentera för att utdelningen har reducerats som historiskt viktighet genom den evolution, förändringen som skett och sker på marknaden. En ytterligare slutsats som dragits är parallellt med att det minskande användandet av utdelning förekommer även en koncentration bland de företagen som ger utdelning i form av summan som delas ut. Detta är exemplifierat i studien av att de 10 största utdelarna stod för 66 % av utdelningssumman för det sista året i studien. Detta sista resultat, beroende på hur många företag som räknas in bland de största, samt vilka regioner och tidsperioder man använder sig av, är inte lika tydligt som det kring det minskande användandet av utdelning. Alltså är förändringen inte lika kraftig överallt och sker i olika takt.

Denis och Osobov (2008) utgår även de från Fama och Frenchs artikel (2001) och visar att fenomenet med minskande utdelning existerar på andra marknader. Perioden går från 1989 till 2002 och sker bara hos sex länder, USA, Kanada, Tyskland, Frankrike och Japan. De anser dock att benägenheten här är ganska liten och inte alltid lika hållbar. Anledning att minskningen existerar, anser de, är ett misslyckande av nya företag att påbörja utdelning, där det antas att de bör göra det. De ser alltså att minskningen sker genom att nya företag ej initierar utdelning, istället för att det prompt skulle handla om att utdelning i sig överges av företag. De samlade utdelningarna har inte minskat i summa enligt Denis och Osobov, dock

på grund av den tidigare nämnda koncentration som Fatemi och Bildik (2012) beskrev bland de största utdelarna. De beskriver även en teori, som de anser stämma överens med sina resultat, den livscykelbaserade teorin. Den beskrivs som en trade off mellan flotation, kostnadsbesparningar och agentkostnader uppkomna från att hålla pengar. Företag med högre vinst i förhållande till aktiekapital, anses få högre kostnader för att hålla pengar, vilket Denis och Osobov anser komma från t.ex. det ökade fria kassaflödet. Vilket i sin tur skulle vara en anledning till att dela ut istället för att hålla pengar. Detta skulle då vara en teori till varför utdelning sker och därmed en förklaring till varför utdelningen i procent bland företag minskar, givet den strukturella förändringen som sker på marknaderna. Vilken då skulle bestå av de stora företag som använder utdelning och de nya företag som, Denis och Osobov (2008) anser misslyckas att använda sig av utdelning, när detta är att förvänta.

Brav et al (2005) intervjuade chefer i en undersökning och fann lite av vad som kan förklara misslyckandet av företag att dela ut, eller åtminstone beteendet bakom. Utdelningskonservatismen är allmänt känd inom forskningen, där även den ovilja som finns bland företag som ej använder sig av utdelning. Denna ovilja förklara cheferna, i Brav's undersökningen, med att när väl utdelning börjar användas måste företaget arbeta med den minskade flexibilitet som uppkommer. Här lägger de även till att många företag önskar att de inte delade ut, eller mildare uttryck, en önskan om att betala mindre i utdelning än vad de gör för tillfället. Dock skulle en del av dessa föredra att betala ut genom att använda sig av återköp, vilket förklaras nedan.

#### *2.4 Repurchase / Återköp av aktier*

När de två stora grupperna, med Lintner (1962) i täten i den första och Miller och Modigliani (1961) i den andra, började beskriva och göra modeller för utdelning förekom inga argument eller teorier kring återköp av de egna aktierna för företag. Sedan dess har det hänt en del och återköp används aktivt och har diskuterats en del, på senare tid av bland annat Alon Brav (2005) i artikeln "Payout policy in the 21st century". I undersökningen intervjuas chefer för att ta reda på vad som påverkar utdelningen och återköp av aktier. Skillnaderna de hittar bland återköp och utdelningen är kopplingen till investeringar. Utdelningskoppling till investeringar håller en jämn nivå medan återköp ser de istället ha en koppling till det kassaflödet som återstår efter investeringar. Även om Brav et al anser att kopplingen mellan utdelningar och resultat har försvagats anser de fortfarande, att framtida resultat och dess stabilitet har en

påverkan på hur man hanterar utdelning. Varför nu chefer har börjat använda sig mer av återköp förklarar Brav et al med, en högre flexibilitet, jämfört med utdelning.

En ytterligare poäng är att återköp kan användas vid fördel, beroende på marknadspriset eller för att öka E/P. Vid vidare slutsatser bör påminnas att undersökningen och dess resultat bygger på intervjuer med chefer. Det visas i den tro cheferna har på institutioners önskan angående utdelning eller återköp, där cheferna tror att institutionella investerare inte föredrar det ena före det andra. De drar det även till att policyn i sig, som företaget har, har en liten påverkan på vilka de har som investerare. Det Brav et al tolkar materialet som, är att många hypoteser, t.ex. agent- och signalteorier, inte får stöd från chefernas syn på hur ämnet bör tolkas.

Angående konservatismen inom utdelningspolicys anser cheferna i undersökningen att denna kommer från marknaden och dens reaktion, vilken de hävdar är asymmetrisk med ökningen eller minskningen av utdelningen. Denna konservatism uttrycker de teorier som Lintner (1956) beskrev ett tiotal år tidigare angående utdelningspolicyn i företag. Stabila företag med ökande resultat är de som använder sig eller vill använda sig av utdelning, dock är även dessa intresserade av att istället använda sig av återköp. Återköp anses både vara mer flexibelt för företag än utdelning som verktyg för att ge värde åt ägarna samt att det har ett par andra fördelar. Genom återköp kan företag vara mer flexibelt angående när det är passande, beroende på hur investeringsutsikter är, påverka E/P som tidigare nämnts, samt att motverka utspädning bland aktieägarna.

## *2.5 Agentteorin*

En viktig teori som ofta inkluderas i forskning inom området utdelning är agentteorin. I agentteorin finns en agentrelation där den ena parten (principalen) delegerar uppgifter till den andra parten (agenten) som utför uppgiften. Det agentteorin försöker göra är att beskriva denna relation (Jensen & Meckling 1976). Agentteorin innehåller främst två stora problem, det första, agentproblemet, är när det a) skapas konflikter inom och kring ett företag då dess olika intressenter har olika intressen i företaget samt när det b) är svårt eller dyrt för principalen att få information om vad exakt agenten gör. Det andra problemet innefattar risk och uppstår när principalen och agenten vill olika saker då de har olika riskattityder (Eisenhart 1989).

Exempel på agentkostnader som kan uppstå i ett företag är övervakningskostnader av företagsledningen. Övervakning är både dyrt och svårt att använda sig av då de flesta stora företagen har ett stort antal aktieägare. Samtidigt är det svårt som ensam aktieägare att göra någinn som helst görtjänst av att spendera pengar på övervakning då effekten blir väldigt liten på just dess ägarandel (Easterbrook 1984).

Ett annat exempel på en agentkostnad är när företagsledningen är riskavers. Då investerare med diversifierade portföljer endast bryr sig om systematisk risk är det inte i deras intresse att minska risken för företaget. Ledningen däremot har en stor del av sin personliga förmögenhet i företaget då de med stor sannolikhet skulle förlora jobbet om företaget skulle gå i konkurs eller liknande. Detta skapar ett incitament för ledningen att agera för att minska eller bevara den totala risken i företaget vilket är motsatsen till vad investerare är intresserade av. Agenterna lär välja att investera i projekt som innefattar låg risk vilket antagligen skulle leda till låg avkastning för principalen (Easterbrook 1984).

För att motverka de problem som kan uppstå inom agentteorin kan olika åtgärder genomföras för att reglera relationen mellan principalen och agenten. Mycket forskning har fokuserat på att hitta de bästa lösningarna på dessa problem (Eisenhardt 1989).

Om både agenten och principalen är intresserade av att alltid maximera sin egen vinst är det sannolikt att agenten inte alltid arbetar i principalens intresse. Genom att skapa incitament för agenten samt införa övervakning av agentens agerande kan principalen begränsa motsättningarna från sitt eget intresse. Dock är det i princip omöjligt att nå en kostnad av noll för att garantera att agenten agerar i principalens intresse. Alla kostnader som är involverade i agentrelationen benämns oftast som agentkostnader (Jensen & Mekling 1976). Enda tillfället som företag kan uppnå en agentkostnad på noll är när agenten har ett 100 % ägande av företaget vilket kan anses som ett extremt case. Samtidigt är det kostsamt att nå en sådan position då det antagligen skulle krävas personlig belåning och även resultera i att agentens position blir mindre diversifierad vilket skulle göra att ett krav på ökad compensation skulle uppstå (Crutchley & Hansen 1989). Habib och Ljungqvist (2005) estimerar att agentkostnaderna i de 200 största amerikanska företagen är 16 % av deras marknadsvärde vilket gör agentkostnader till ett stort problem för företag. Vidare skulle denna estimering göra aktieägare intresserade av att introducera åtgärder som minskar problemet.

En anledning till att konflikter kan skapas mellan principalen och agenten är stora finansiella tillgångar. Genom att behålla mycket av det tillgångsslaget skapas incitament för agenten, i

detta fall ledningen, att låta företaget växa i en takt som är högre än den optimala. Hög tillväxt ger agenten mer makt då de resurserna som kontrolleras ökar samtidigt är ofta tillväxt kopplat till agentens kompensation vilket skapar ännu ett incitament. Genom att dela ut pengar till företagets ägare minskas agentkostnaderna enligt vissa forskare då ledningen nu får minskade finansiella resurser och därigenom minskad makt samt så ökar incitamentet att börja övervaka den finansiella marknaden då det kan finnas behov för extern finansiering. Genom att mer frekvent söka sig till externa finansieringskällor blir företaget och främst agenten övervakad av externa aktörer. Allt detta innebär att agenten nu börjar arbeta i en riktning som är i principalens intresse vilket alltså minskar agentkostnaderna (Jensen 1986). Enligt vissa är därför utdelning ett bra verktyg för att kontrollera agentkostnaderna och att utdelningspolicyn nästan helt styrs av agentkostnadsvariabler (Norohna, Shorme & Morgan 1996).

Andra forskare menar att ovanstående väljer att bortse från en optimal kapitalstruktur då man bestämmer utdelningens storlek utifrån företagets agentkostnader och att man då måste bestämma utdelningens storlek samtidigt som man bestämmer kapitalstrukturen. Samtidigt menar man att det finns fler metoder för att begränsa agentkostnaderna och att valet av utdelning inte alltid behöver vara det bästa utan att valet beror på företagsspecifika faktorer. Därmed kan valet av att göra utdelning ha andra förklaringar än endast agentkostnader (Norohna et al 1996).

Då många teoretiker menar att utdelning används för att begränsa agentkostnaderna indikerar man även att de företag som har stor volatilitet på sina kassaflöden också bör vara mest intresserade av att göra utdelningar då volatila kassaflöden också medför stora agentkostnader (Bradley, Capozza & Seguin 1998).

Andra teorier säger att det är företag med dålig företagsledning som gör utdelningar som en sorts kompensation till aktieägare för dålig styrning av företaget. Då duktiga företagsledare har en förmåga att hitta och investera i projekt som har en hög avkastning vilket i sin tur ger en hög avkastning till aktieägarna behövs ingen utdelning som kompensation. Mindre duktiga företagsledare saknar denna förmåga att hitta bra projekt att investera utan investerar främst för att öka företagets storlek vilket ofta blir i projekt som är värdeförstörande. För att lugna missnöjda investerare använder företagsledningen utdelning. För att motverka dessa problem menar samma teorier att man antingen kan skapa ett större incitament för agenten att göra ett bättre arbete och sluta investera i värdeförstörande projekt. Det andra alternativet är att dela ut

den del av de finansiella tillgångarna som inte används till projekt med positiva nuvärden (Ghosh & Sirmans 2006).

## *2.6 Signaleffekt och informationsasymmetri*

Flera av de tidiga modellerna som diskuterar huruvida utdelning är relevant eller inte använder sig av antagandet att personer både inom och utanför företaget delar samma information om företagets nuvarande förtjänst och framtida möjligheter. Detta är dock ett antagande som har ifrågasatts då vissa menar att personer inom företaget borde ha en större insyn i företaget än vad personer utanför företaget har (Miller & Rock 1985). Diskussionen om avsaknaden av en s.k. perfekt information öppnar upp för en annan teori som är relevant i debatten om varför företag delar ut pengar. Informationsasymmetri uppstår då en part har mindre information än den andra parten. Exempelvis kan en vara eller tjänst säljas till ett pris som inte överensstämmer med dess kvalitet samtidigt som köparen inte har tillgång till lika mycket information som säljaren gällande varan, vilket skulle placera köparen i ett underläge (Johnsen 2010).

Att inkludera möjligheten att informationsasymmetri existerar på marknaden i de teorier som bygger på Miller och Modiglianis (1961) grundläggande modell resulterar i att Fischerian kriteriet för optimal investering av företaget får bortses. Teorin att företag investerar i tillgångar fram tills avkastningen är lika med den riskjusterade avkastningen på säkerheter håller inte längre. Då information om förändringar i företagets utdelningspolicy kan ge förändringar i marknadsvärdet då marknaden ser det som en ledtråd till ickeobserverade resultat finns det incitament för företaget att ändra sin utdelningspolicy då det skulle kunna påverka marknadsvärdet. Även om det med informationsasymmetrin inkluderat kvävs skillnader i MM:s modell kan ändå ett av resultaten av modellen användas. Då marknaden ser förändringar i utdelning som ledtrådar för framtida resultat och sedan värderar företaget efter detta menar Miller och Rock att MM:s teori om att företagets värde styrs av företagets vinst och intjäningsförmåga fortfarande håller (Miller & Rock 1985).

Genom att ge utdelning skapas också s.k. signalkostnader som uppstår då företag delar ut pengar som annars hade kunnat återinvesteras i företaget och skapat värde samtidigt får investerare i många länder betala en högre skatt på utdelning än på realisationsvinster (Bhattacharya 1979). Det blir en obalans i tiderna för signalkostnaderna och förtjänsten som

kan vara ett högre marknadsvärde. Signalkostnaderna kommer oftast i framtiden medan det högre marknadsvärdet är en direkt effekt av förändringen i utdelningspolicyn. Därför menar vissa modeller (Bhattacharya, 1979) att det finns incitament för nuvarande aktieägare och deras agenter att sälja av sina innehav och erhålla vinsten som signaleringen skapar och samtidigt undvika kostnaden (Bhattacharya 1979).

John och Williams (1985) menar att det finns en signaleringsjämvikt med en teori bakom som är relativt simpel. För att samla tillräckligt med finansiella tillgångar för att kunna investera i stora projekt måste företag antingen utfärda nya aktier eller pensionera färre utstående aktier. I likhet med företaget måste aktieägare minska sitt innehav för att erhålla kontanta medel. I båda fallen späds aktieägarens ägarandel ut. Om man kan minska denna utspädning när insiderinformationen är fördelaktig kan man skapa värde för nuvarande aktieägare. Då detta samband finns kan företagsledningen om de agerar i nuvarande aktieägares intresse ge utdelning som, om outsiders inser detta förhållande, ökar marknadsvärdet och därmed minskar nuvarande ägares utspädning. I signaleringsjämvikten kontrollerar insiders utdelningen optimalt samtidigt som outsiders betalar rätt pris för aktien. Denna signaljämvikt existerar då effekten av att insiders distribuerar utdelningen varierar mellan olika företag. Företag med mer värdefull insideinformation kommer få en större effekt på marknadsvärdet vid en stor utdelning än företag med mindre värdefull information där kostnaderna för utdelningen överstiger förtjänsten. Vissa teoretiker (John & Williams 1985) menar att detta samband på marknaden gör att företag med värdefull insideinformation gör större utdelningar då de erhåller en större premium.

Samtidigt som nyheter om ökad utdelning enligt teorin ger ökat marknadsvärde för företaget ger nyheter om sänkt utdelning en bestraffning för företaget genom sänkt marknadsvärde. För att undvika denna bestraffning försöker företagsledningen hålla utdelningen lägre än företagets resultat för att inte tvingas sänka utdelningen. På så sätt är företag med volatilt kassaflöde intresserade av att ge ut en lägre utdelning än företag med stabilare kassaflöden enligt teorin om informationsasymmetri. Detta agerande är motsatsen till agentteorin där företag med volatilt kassaflöde är de som delar ut en större andel av sitt kassaflöde (Bradley, Capozza & Seguin 1998).

## *2.7 The Catering Theory of Dividends / Teorin om catering av utdelning*

När man talar om relevansen av utdelningar bör även investerarnas syn på utdelningar nämnas och därmed inte enbart hypotetiska värderingsmodeller under ”perfekta” förhållanden. Baker och Wurgler (2004) presenterar teorin om att utdelningen drivs av investerarnas efterfrågan på utdelning. Teorin pekar på ett beteende hos managers att serva investerarna när de väljer att betala ett premium för att det ska ingå utdelning. För att testa teorin skapar de en modell med förhoppningen om att finna en empirisk slutsats att, benägenheten att dela ut beror på en utdelningspremie i aktiepriset. Premien definieras av Baker och Wurgler som, skillnaden mellan genomsnittligt förhållandet mellan marknads- och bokvärde av företag som ger utdelning och företag som ej ger utdelning. Författarna räknar in denna teori som bidrag till de utdelningsteorier som stödjer forskningen kring utdelningens relevans, och därmed underbygger teorierna om utdelningens irrelevans och håller en mer avslappnad hållning till dess effektiva marknad. Genom att konstruera olika mätsätt för att finna efterfrågan hos investerare efter företag som använder sig av utdelning, testar Baker och Wurgler hur företag utan utdelning beter sig vid en hög efterfrågan, vilket visar sig att de tenderar att starta upp utdelning. De visar även på en tendens att överge utdelning vid en svikande efterfrågan. Slutsatsen i arbetet kan sammanfattas som att ett samband mellan utdelning och aktievärdet, i form av premien nämnt ovan, men även managernas vetskap om det, att de reglerar utdelningen efter investerarnas efterfrågan. Dock påpekar författarna att denna teori är tänkt att förklara den övergripande viljan att dela ut, inte en förklaring på volymen av utdelningen i individuella företag eller volymens påverkan på aktiepriset.

## *2.8 The Dividend Smoothing Model/ Modellen om utdelningens utjämning*

Genom en undersökning fann Lintner (1956) att förändringar i utdelning var konservativ och ledningen ansåg att ägarna föredrog stabilitet. Han kom även fram till att ledning trodde att en premie var kopplad till stabiliteten, vilket fick dem att vara avers mot att förändra utdelningen till någon större grad. Man förändrar istället utdelningen i steg, per år om, dels för att undvika att behöva sänka den, men även för att hålla förändringen i sig stabil och fortgående. Det kan exemplifieras i att den beroende variabel var förändringen i den nuvarande utdelningen, inte en ny storlek på utdelning, när företagen skulle fastställa utdelningen. Genom att denna konservatism existerade fick detta ett tydligt mönster hos beteendet bland utgivarna. Förändringen gjordes genom en policy eller praxis vilken var kopplad till förändringen i det finansiella. En annan viktig punkt i det beteendet betyder, att då man inte utnyttjar utdelning

till fullo vid goda tider är det enklare att bevara nivån under kommande svårare tider. Lintner beskriver det som en kudde då kassaflödet börjat sjunka, ett sätt att undvika osäkerhet. Dessa delar skapar en modell, med förklaring för en cyklisk stabilitet genom beslut i förändringen av utdelning bland företag. Lintners undersökning (1956) visade på det fenomen som numera brukar benämnas som "dividend smoothing" och kom senare att undersökas ytterligare.

För att försöka hitta determinanter för "dividend smoothing" gjorde Leary och Michaely (2011) en empirisk analys vars data sträcker sig 80 tillbaka. Liksom Lintner, fann författarna att utjämningen av utdelning bestäms till viss del av hur företagets resultat ser ut över tid. Därav använder sig företag med en mer beständig nivå i resultat över tid mindre av utjämning, detta jämfört med de företag som har ett mer cykliskt resultat över tid, där Lintners (1956) "kudde" används. Vad Leary och Michaely (2011) kom fram till gällande determinanterna var att, det fanns skillnader på företag och dess karakteristika där vissa använde sig mer av utjämning än andra. Små företag med en låg utdelningsavkastning, samt med mer volatila resultat visade sig jämna ut mindre. Till denna grupp fann man även företag som analyserade och prognostiserade mindre och/eller med mer spridning på analyserna. Då man tittar på mer mogna företag, i ett mer moget skede, t.ex. "cash cows" med lägre tillväxtpotentialer och en svagare styrning, samt med en högre andel institutionella investerare, hör de till den grupp som använder sig av utjämning. För att definiera det ytterligare fann man att utjämningen var vanligast bland de företag som var finansiellt begränsade, hade låga nivåer i informationsasymmetri, samt mer mottagliga för agentrelaterade konflikter. Utöver dessa fynd fann man även att utjämningen har ökat stadigt under de 80 åren som den undersökningsdata man använde sig av sträckte sig.

Även Chen och Wu (1999) visade vid en tidigare empirisk undersökning på kopplingen mellan en hög andel institutionella investerare och utjämning bland dessa företag. Den starka kopplingen finner de vara ett tecken på att klientel med skatteintressen inte är en dominant faktor när användning av utjämning betänks. Teorin om skatt och dess koppling beröres i en annan del av teoridelen. Undersökning som Chen och Wu gjorde hade två mål; dels att hitta empiriska bevis på företagsnivå för relationen mellan utdelning och resultat och pris, samt att försöka testa signalering (beröres mer utförande senare i teorikapitlet) och utjämning. Det är inte det enda intressanta deras undersökning visar på, utan de visar upp att resultat och utjämning, även om de erkänner en relation däremellan, inte förklarar rak koppling i skillnaden på resultatens egenskaper. Det råder snarare en asymmetri mellan utjämning och förändringar i resultatet bland företag. De förklarar det på detta sätt; utdelningen anpassar sig

snabbare till positiva nyheter om förändringar i resultatet jämfört med negativa nyheter. Chen och Wu menar att deras resultat visar på en dynamik mellan utdelning, resultat och pris, men menar att deras bevis pekar på att förändringar i utdelning styrs av syfte att signalera och att utjämna. Genom undersökningen finner de bevis för att förändringar faktiskt ger information om icke förväntade förändringar i framtida resultat, denna information sträcker sig dock inte mycket längre än ett år framåt.

## 2.9 Tobin's q, ett mått på företagsprestation

För att mäta hur god ett företags prestation är har olika mått tagits fram. Tobin's q är ett mått som jämför företagets finansiella data med dess bokförda data för att visa skillnaden mellan marknadsvärdet på företaget och ersättningskostnaden på samtliga tillgångar i företaget för att skapa ett jämförelsetal (Lindenberg & Ross, 1981).

Måttet är välanvänt inom området finansiering och många forskare har nyttjat det i sina studier, exempelvis Gordon och Myers (1998), Griffith (1999) samt Blundell, Bond, Devereux och Schiantarelli (2002).

Teorin bygger på att beräkna q som är förhållandet mellan marknadsvärdet och återanskaffningsvärdet. Ett värde på q över 1 ger företaget ett incitament att investera då värdet av den nya investeringen är högre än kostnaden samtidigt skulle ett sådant agerande vid samtliga sådana investeringsmöjligheter göra att q går mot 1 (Lindenberg & Ross, 1981).

Då den Tobin's q som Lindenberg och Ross (1981) presenterat bygger på data som är relativt svår att samla in till studier som omfattar ett större antal företag har ett antal approximationer av q utvecklats. Då denna studien innefattar ett stort antal företag har en approximation enligt beräkningen nedan använts:

$$q = \text{Log} \left( \frac{(MV + \text{Totala skulder})}{\text{Totala tillgångar}} \right)$$

Där:

q: En approximation av q

MV: Marknadsvärdet på eget kapital: Företagets aktiepris × antalet utestående aktier

Totala skulder: Bokvärdet av totala skulder

Totala tillgångar: Bokvärdet av totala tillgångar

Alternativ till Tobin's q är olika nyckeltal som mäter ett företags prestation så som P/E-tal, avkastning på eget kapital samt avkastning på totala tillgångar. Tobin's q valdes då måttet påverkas relativt lite av tillfälliga förändringar i bokslutsdata och är stabilt över tid. En tillfällig förändring i resultatet ger en stor påverkan på de 3 alternativa metoderna då beräkningarna bygger på företagets resultat. Då resultatet inte är en faktor i beräkningarna av q ger inte tillfälliga förändringar i denna någon större påverkan. Samtidigt tar q både marknadsvärden och bokslutsposter i beaktning vilket inte avkastning på eget kapital och avkastning på totala tillgångar gör. Dock menar Klock och Baum (1996) att Tobin's q inte är ett optimalt mått för företagsprestation då immateriella tillgångar värderas till dess bokslutsvärde trots att marknadsvärdet ofta är ett helt annat.

### *2.10 Den svenska aktiemarknaden*

Då den svenska lagstiftningen skiljer sig i vissa avseenden jämfört med länder så som USA och Storbritannien finns även skillnader i ägande och kontrollrättigheter av aktiebolag i Sverige jämfört med nämnda länder (Agnblad, Berglöf, Högfeldt & Svancar, 2001, s.229). Sverige är ett av de få länder som tillåter både pyramidägandeskap (kontroll av ett företag erhålls genom en kedja av äganderelationer) och dubbelklassiga aktier (aktier med olika rösträtt) vilket är ovanligt då båda är starka mekanismer som syftar till att separera ägande och kontrollrättigheter. (La Porta *et al.* 1999)

Agnblad *et al.* (2001, s.229) menar att ovanstående lagstiftning är en viktig faktor till att en stor andel av de svenska företagen, även de absolut största, är starkt privat kontrollerade, ofta av familjer. Deras studier visar även att den största ägaren i företag listade på den svenska börsen hade ett V/C (röster per kapital) tal på i snitt 1,47 vilket innebär att den största ägaren i företagen har en röstandel som är 47% högre än dess kapitalandel i företaget. Då den svenska lagstiftningen tillåter båda mekanismerna skapas en möjlighet för ägare att nå en större kontrollandel än vad de har möjlighet att nå genom sitt kapital om endast exempelvis pyramidägandeskapet tillåts. Möjligheten utnyttjas på Stockholmsbörsen enligt ovan nämnda studie.

Ett resultat av att svenska företag i högre grad styrs av stora privata ägare eller familjegrupper som har större insyn i företaget än småägare är enligt Alkeback (1997) att utdelning som informationsredskap borde vara lägre än för andra länder. På samma sätt borde effekterna av

utdelning på marknadsvärdet vara lägre bland svenska företag då informationsasymmetrin är lägre eftersom företagen styrs i högre grad av stora privata ägare.

Andra faktorer som skiljer Sverige från andra länder är skatterna på utdelning och kapitalvinster. Sverige har samma skattesats på utdelning som på kapitalvinst medan exempelvis USA beskattas kapitalvinst som vanlig inkomst medan utdelning har en egen skattesats (Deloitte's International Tax and Business Guides 2012). Då Sverige har en skattesats på utdelning som är densamma som för kapitalvinst bör inte skatten ha någon påverkan på vad investerare i Sverige prefererar medan det motsatta kan sägas om investerare i länder som använder liknande system som USA.

### *2.11 Tidigare forskning*

2011 skrev Hoyt och Liebenberg (2011) om Enterprise risk management och dess påverkan rent värdemässigt på företag. Undersökningen är gjord i USA och på företag inom försäkringsbranschen och är präglad av denna marknads lagar och industrin i sig. För att kunna analysera industrin används en modell där Tobin's  $q$  står för måttet värde. Undersökningen i sig visar på att det finns en positiv relation när det kommer till användandet av Enterprise risk management och därmed adderar ett premium på marknadsvärdet. En ytterligare intressant upptäckt är inte enbart modellen och resultatet, även om denna studie använder samma mått och liknande metod. För enligt Hoyt och Liebenberg bör företagets marknadsvärde även påverkas av utdelningen. Dock anser de till en början att vad det kommer mynna ut i inte är lika säkert. Här talar de om signalerna som påverkan för utdelningens effekt på marknadsvärdet. Det finns två möjliga sidor som diskuteras varav en signal kan tolkas som brist på nya möjligheter för tillväxt, samt den andra signalen som kan tolkas likt utdelningen som ett minimerande av det fria kassaflödet. Ett minimerande av det fria kassaflödet skulle minska ett eventuellt utnyttjande av dessa resurser av chefer, t.ex. skulle de kunna avsluta projekt med negativt nuvärde. Första signalen representerar en negativ syn på företag med utdelning och skulle därmed ha en negativ påverkan på marknadsvärdet. Den andra signalen tolkas enligt agentteorin, där chefer utnyttjar kassaflödet, vilket om det kan minskas genom utdelning, tolkas som positivt och kan leda till en positiv påverkan på marknadsvärdet.

Genom sina egna undersökningar i samma artikel beskriver Hoyt och Liebenberg (2011) en positiv relation mellan utdelning och marknadsvärdet på företag. De finner en positiv korrelation genom att använda utdelningen som en dummy-variabel i sin modell. Återigen

kopplar de efter denna slutsats detta till agentkostnaderna som kan undvikas och därav även signalen att man undviker utnyttjande av det fria kassaflödet.

Några år tidigare argumenterade Carter et al (2006) i liknande termer som Hoyt och Liebenberg (2011) senare skrev om. Carter använder sig av USA och flygindustrin för att koppla användandet av hedging och värdet på företag. Carter et al talar om likvida medel i form av kassa som representant för ett finansiellt utrymme, för företag som föredrar intern finansiering. Signalerna som han talar om är att utdelning skulle visa att företaget inte lider av begränsningar finansiellt. Detta bör visa en negativ korrelation mellan hedgingen i hans undersökning men för värdet på företaget ses det som något positivt. Carter et al använde sig dock aldrig av sin dummy-variabel för utdelning i sitt slutgiltiga test, då han inte fann någon statistik signifikant koppling mellan hedgingen för sin undersökningen men argumenterar dock som ovan för dess positiva signal för värdet i sig.

Tio är innan Hoyt och Liebenberg (2011), undersökte Allayannis och Weston (2001) användningen av utländska valutaderivat och dess påverkan på marknadsvärdet på företag. Detta alltså likt en föregångare till den hedgingundersökning Carter (2006) genomförde 5 år senare. Till sin empiri använder även de sig av Tobin's q för att mäta relevansen hos deras antaganden. För att få fram ett Tobin's q används flera olika variabler, varav en av dessa är dummy-variabeln kopplad till utdelning. Variabeln förklarar Allayannis och Weston vara tänk att väga in tillgången till finansiella marknader. Logiken bakom är att företag, som utnyttjar hedging i detta fall, utesluter projekt på grund av bristen på finansiella medel, vilket skulle utesluta eventuella projekt med negativt nuvärde vilket skulle låta Tobin's q vara högt. Alltså utdelningens del i tillgängligheten av finansiella marknader är att om utdelning används bör företagen inte vara begränsade när det gäller kapital. Detta i sin tur anser Allayannis och Weston då vara en anledning till ett lägre q värde, alltså har utdelningen en negativ korrelation till Tobin's q. Här kan alltså Carter ställas mot Allayannis och Weston direkt när det kommer till tron samt resultatet på utdelningens påverkan på marknadsvärdet. De både argumenterar för signalen kring ett begränsat eller ej begränsat kapital, dock använder de olika förklaringar till signalens påverkan på marknadsvärdet för företaget.

Går man tillbaka ännu några år skriver Lang och Stulz (1994) i sin artikel "Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance" att de räknar med att utdelning har en påverkan på marknadsvärdet hos företag. I deras undersökning använder Lang och Stulz sig

av Tobin's  $q$  för att undersöka marknadsvärdet på företag relaterat till diversifiering. För att kontrollera sin hypotes, att diversifieringen är negativt korrelerad till Tobin's  $q$ , kontrollerar även de för andra variabler, för att se om antagandet håller även då. Likt Allayannis och Weston (2001) använder sig Lang och Stulz av utdelning som en faktor som kan begränsa tillgången till finansiella marknader. Användandet av diversifiering inom företag argumenteras för att göra det enklare att kunna anskaffa kapital än för företag som är specialiserade. Vilket i sin tur skulle göra att de specialiserade naturligt undviker negativa NPV-projekt, samtidigt kanske de inte ens kan täcka alla de positiva projekten. Utdelning är alltså även den då begränsande för företaget då den tar upp finansiella resurser, vilka då inte kan läggas som investering i positiva NPV-projekt. Detta kan kräva ytterligare en förklaring för att förstå logiken bakom dessa antaganden. Dels kan företag behöva utesluta projekt för att de är finansiellt begränsade, vilket är negativt, beroende på vilka projekt som utesluts. Samtidigt kan uteslutandet av projekt vara positivt, begränsningen som finns får företag att vara noggrannare när det kommer till att välja vilka projekt som det ska investeras i, negativa mot positiva NPV-projekt. Återigen kan Carter et al (2006) stå som motpol och förespråkar utdelningens positiva effekt via signalen om att företaget ej är begränsat. Slutsatsen för Lang och Stulz är dock att utdelning som dummy-variabel visar sig vara signifikant och påverkar därmed företagets värde negativt.

Ytterligare en forskare stödjer även dessa teorier om utdelningens negativa påverkan på marknadsvärdet. År 2010 kom Zou (2010) med den undersökningen som får representera det senaste resultatet för den negativa synen på utdelning, vilken stödjer Allayannis och Westons (2001) antagande angående chefernas val av NPV projekt givet finansiella begränsningar. Därför använder även de en dummy-variabel för företag som använder sig av utdelning under ett gånget år. Återigen är det för att reflektera att företaget inte lider av de finansiella begränsningar som Allayannis och Weston (2001) anser behövs för att påverka värdet positivt. Utdelning bör därför vara negativt korrelerat med värdet på företaget då detta representerar att företaget inte begränsas. Genom sin undersökning, där Zou undersöker påverkan av hedging via finansiering och investering för företagsvärdet, visar sig utdelning vara en negativ faktor. I testerna visar sig denna variabel vara statistiskt signifikant, vilket skulle peka på att företag med mer begränsningar gällande finansiering väljer noggrannare NPV-projekt, vilket skulle leda till ett högre värde på företaget.

Ovan beskriven tidigare forskning har koncentrerat sig dels på utdelnings som en faktor för signaler ut mot ägare eller tänkta ägare i företagen. Varav den andra delen varit vilket alternativt användande som existerar för utdelning, t.ex. användas som investering till NPV-projekt. Dock kan även utdelning ses som ett sätt att göra av med kassa för att denna inte ska användas eller utnyttjas av chefer till negativa NPV-projekt eller dylikt. 1988 kom Fazzari et al med en teori kring utdelning med alternativ användning som investeringssumma istället för att dela ut. Att utdelning kan ses som en eventuell investeringssumma istället bör därför ej förenklar sökandet av finansiella medel på marknaden.

Tankarna är att om extern finansiering inte skulle vara mycket dyrare än intern, skulle extern användas vid variationen inom den interna kräver det, samt att detta skulle ske oavsett utdelning. Skulle det omvända gälla, dyr extern finansiering, är denna variation i kassaflödet viktigare och därmed även intern finansiering. Investeringarna blir därmed mer beroende av kassaflödet, vilket skulle kunna utökas genom att sluta dela ut. Fazzari et al lägger även till att detta är mer känsligt för företag som tömmer sina kassor på investering osv., än större mognare företag, samt med hög utdelning.

### 3. Metod

I detta kapitel kommer val av metoder att presenteras. Först kommer teoretiska förhållningssätt och angreppssätt att beskrivas sedan datainsamling, eventuella bortfall, reliabilitet, validitet samt källkritik.

#### 3.1 Tillvägagångssätt

All data som samlats in är i form av sekundärdata, exempelvis olika former av finansiella siffror så som marknadsvärde och antal aktier samt bokslutssiffror så som totala tillgångar och totala skulder. Trovärdigheten i studiens data måste vara hög för att nå ett resultat som är trovärdigt vilket har gjort att fokus främst har varit att endast samla in data av hög kvalitet från trovärdiga källor. Då studien syftar till att jämföra standardiserad data från ett stort antal företag är det viktigt att källan är den samma för samtliga, i denna studie valdes Thompson Reuters Datastream (Datastream) som källa till all numerisk data.

Även teorier som framförts är av hög kvalitet då de är beskrivna av erkända forskare och teoretiker och publicerade i ansedda journaler. Samtliga av de beskrivna teorierna har även refererats till i både nya och äldre studier.

#### 3.2 Metodval

Metodvalet är enligt ett deduktivt förhållningssätt, då arbetet ämnar att visa utdelningens påverkan på marknadsvärdet utifrån tidigare forskning och teorier. Studien bygger på storleken på företagets utdelning och dess effekt på företagets marknadsvärde under både starka låg- och högkonjunkturer. Resultaten kommer sedan att diskuteras utifrån teorier och tidigare forskning inom området för att kunna förklara resultatet. Efter att datainsamling och regressioner gjorts kommer hypoteser genom statistiska analyser antingen bevisas eller förkastas.

Arbetet utgår från ett kvantitativt angreppssätt då numerisk data används vilket också är en förutbestämd forskningsmetod med ett deduktivt förhållningssätt och ett kvantitativt angreppssätt (Denscombe 2000, s. 207). Den kvantitativa metoden är även lämplig då syftet snarare är att visa utdelningens effekter på marknadsvärdet än att förklara varför utdelningen har dessa effekter. Även om analysen kommer innehålla en diskussion om varför utdelningen

har dessa effekter på marknadsvärdet kommer det avsnittet endast bygga på författarnas egna tankar utifrån den teori som presenterats och inte på någon empirisk studie.

### *3.3 Datainsamling*

I den kvantitativa datainsamlingen har data inkluderats från samtliga företag som handlas på Stockholmsbörsen OMX. Genom att använda paneldata är det möjligt att se hur observationerna förhåller sig över tid. För att datainsamlingen ska vara användbar är det viktigt att studiens data inkluderar samma studieobjekt över tid samt att informationen är tagen från samma källa för att öka sannolikheten att data för olika företag presenteras på samma sätt. All data har hämtats från Thompson Reuters Datastream (Datastream) vilket är en fördelaktig källa då all data presenteras på liknande sätt vilket gör att jämförelsen mellan olika företag och olika tidsperioder är möjlig. För att säkerställa att samtliga företag som handlas på handelsplatsen inkluderas i studien har en särskild börslista som Datastream tillhandahåller använts.

Då studiens data endast består av numeriska tal kan objektiviteten anses vara hög och författarna neutrala då dessa inte kan påverka informationen. Den data som ursprungligen samlats in från Datastream är; Marknadsvärdet av eget kapital, totala skulder, totala tillgångar, nettoresultat, totala intäkter, kapital investeringar, utdelning per aktie, vinst per aktie, EBIT samt räntekostnader. All data är månadsvis från 2001-01-01 till 2011-12-01, vilket innebär att det är 132 stycken månader totalt. Av de från början 279 stycken aktier som enligt Datastream handlades på Stockholmsbörsen har 255 aktier använts i regressionen, resterande 24 har valts bort då tillräckliga mängder data saknats. Bilaga 2 visar en lista på de företag som exkluderas från studien.

Genom att använda ett stort antal observationer som täcker samtliga företag på Stockholmsbörsen är signifikansen relativt hög vilket också stärker arbetets validitet. Sambandet har även bevisats i tidigare studier (Denscombe 2000, s. 205). Målsättningen är att genom att använda data från samtliga bolag få en klar bild över hur investerare värderar utdelning på den svenska börsen och då tidsperioden spänner över både låg- och högkonjunktur kan eventuella skillnader under dessa även utläsas. Genom att använda tidsperioden som valts har ett flertal problem neutraliserats eller minskats. Med en tidsperiod som spänner över många år kan, som tidigare nämnts, validiteten bli hög samtidigt som frågeställningen som involverar påverkan under lågkonjunktur kontra högkonjunktur också

besvaras även om det blir med låg signifikans då arbetet endast inkluderar en hel låg- och en hel högkonjunktur. Samtidigt är det månadsvis data som använts för att ytterligare öka validiteten jämfört med vad som annars hade varit fallet om kvartalsvis eller årsvis data används. Även om månadsvis data är fördelaktigt för beräkningar av marknadsvärdet på företagen är det inte lika fördelaktigt för boksluts datan som är presenterad kvartalsvis och i vissa fall årsvis. Då det är viktigt att undvika värden på marknadsvärdet som är betydligt lägre eller högre än i normala fall har månadsvis data valts, samtidigt resulterar detta i hög risk för autokorrelation då resterande data presenterad kvartals- och årsvis. Det är ofta problematiskt att kombinera bokslutsdata med marknadsdata och ett alternativ till den metod som valt är att endast använda kvartalsvis data med ett marknadsvärde som är ett medelvärde för perioden. Alternativet valdes bort då det är betydligt mer tidkrävande då antalet inkluderade företag är stort. Samtidigt är autokorrelation ett problem som påverkar standardfelen men inte koefficienterna (Brooks 2008, s. 149-150) och är därför endast ett problem vid låga signifikansnivåer.

### *3.4 Tidsperiod*

I rapporten "Tidsbestämning av svensk konjunktur 1970-2010" (2011) diskuterar Mikael Bergman svensk konjunktur under fyra decennier, vari den senare delen berör nästan hela perioden som denna undersökning spänner över (2001-2011). För att kunna tidsbestämma konjunkturerna har Bergman utgått från svensk real BNP. I undersökningen har data per kvartal använts, även om denna uppsats data utgår från data per månad visar det sig att sådan exakt bestämning av konjunktoren är svår att precisera. Även för kvartalsdata verkar det som att, beroende på vilken metod som används, skiljer sig även utfallet av en konjunkturs vändpunkt, lägsta punkt och högsta punkt åt med mer än ett kvartal. Till exempel ger Bergman en rätt bred startpunkt för lågkonjunktoren i Sverige till följd av den internationella krisen som spred sig från USA (2007). Med olika filter, metoder och modeller kan den svenska lågkonjunktorens början eller vändpunkten neråt vara andra kvartalet 2007, det fjärde kvartalet 2007 eller det första kvartalet 2008. Vändpunkten tillbaka är även den inte helt klar och varierar mellan första, andra och tredje kvartalet 2009. För att undersöka hur utdelningen påverkar Tobin's q under lågkonjunkturer och högkonjunkturer har ställning fått tas angående vilket startkvartal och vändpunkter som skall räknas med i denna undersöknings material. Det har gjorts en avvägning för de olika filter och metoder som Bergman använder för att kunna

anpassa detta till det egna materialet. Perioden 2001 till 2011 utesluter användandet av lågkonjunkturen 2000 till 2003. Därför tas vändpunkten 2003 med för att få en period av högkonjunktur fram till vändpunkten kring årsskiftet 2008. För startpunkten 2003 fanns tre alternativ, kvartal andra, tredje eller fjärde. Där fanns två observationer på kvartal 2 men medel skulle vara kvartal tre. Därför valdes att vändpunkten skedde under kvartal 2 men då det inte går att veta exakt vilken månad började denna den egna undersökningen att använda data från och med juli 2003, då vändpunkten bör ha skett eller just på väg att hända om man ser till ett medel av filter och metoder. Nästa vändpunkt valdes till att börja i januari 2008 då två observationer fanns på det fjärde kvartalet 2007 samt två för det första kvartalet 2008. Även där bör alltså vändpunkten ha skett eller vara på väg att hända och januari är därför en bra startpunkt. Det är alltså det ena materialet data, samlat som vändpunkt mot högkonjunktur och dess slutpunkt. Med valet januari 2008 följer en nedgång som tar slut vid tredje kvartalet 2009. Det tredje kvartalet har två observationer men det har även det fjärde första kvartalet 2009. Varför det tredje valdes var dels på grund av att januari 2008 valdes först och de observationerna med första kvartalet 2008 även förespråkade en senare period för 2009 som vändpunkt. De filter och metoder som förespråkade tidigt 2009 hade observationer för en vändpunkt under 2007, vilket valdes bort. Alltså är de två valda perioderna under den hela konjunkturcykeln som kan observeras i materialet 2001 till 2011, perioderna 2003 kvartal 2 till och med 2009 kvartal 3 med vändpunkten 2008 kvartal 1. I fortsättningen kommer hela studiens material från 2001-2011 benämnas period 1, högkonjunkturen mellan 2003 kvartal 2 till 2007 kvartal 4 som period 2 och lågkonjunkturen mellan 2008 kvartal 1 till 2009 kvartal 3 som period 3.

Period 1 innehåller förutom en stark högkonjunktur (period 2) och en stark lågkonjunktur (period 3) också delar av en lågkonjunktur som var under inledningen av 2000-talet samt perioder av otydligare konjunktur där tiden efter period 3 är den tydligaste. Uppdelningen av tidsperioder gör att eventuella skillnader mellan olika delar av en konjunkturcykel är möjliga att finna. Då period 2 är en väldigt stark högkonjunktur och period 3 en väldigt stark lågkonjunktur är dessa två perioder lämpliga i analysen. Samtidigt är period 1 en längre tidsperiod som spänner över mer än en hel konjunkturcykel och får därför i motsats till resterande perioder stå som exempel på tidsperioder med svagare och mer osäkra konjunkturer.

### *3.5 Validitet*

Då datamaterialet endast samlats in från sekundära källor påverkas validiteten men då källorna anses tillförlitliga samtidigt som all data är numerisk och därför inte påverkas av forskarnas åsikter och preferenser är objektiviteten hög och resultatet tillförlitligt. Eventuella samband som studien syftar till att visa mäts med en regressionsanalys och då är det avgörande för studiens validitet att valet av variabler gjorts korrekt. Då de oberoende variabler som används i denna studie är vanligt förekommande bland liknande studier (Jankensgård 2011) och (Sekerci 2012) är också sambandet mellan de oberoende variablerna och den beroende trovärdigt. I kapitel 4 kommer samtliga variabler diskuteras samt att tidigare bevis på samband kommer att redovisas.

Även om tidsperioden endast sträcker sig över tio år och innefattar vissa bortfall anser forskarna att studiens resultat går att generalisera på andra tidsperioder och över hela stockholmsbörsen då studien omfattar nästan samtliga företag registrerade på handelsplatsen samtidigt som tidsperioden omfattar olika konjunkturer. Vidare är företagen av olika storlek, kapitalstruktur och ägarstruktur, verksamma i olika branscher och under olika lång tid vilket har gjort att alla olika sorters företag som handlas på marknadsplatsen har inkluderats vilket ytterligare ökar studiens möjligheter till att användas för andra tidsperioder än den som används.

### *3.6 Reliabilitet*

För att kontrollera att den data som samlats in till studien överensstämmer med den som presenteras i årsredovisningar har det gjorts ett flertal stickprover under insamlingen. I Bilaga 3 redovisas de 10 företag vars finansiella siffror kontrollerades för åren 2002, 2006 och 2011. Samtliga stickprov överensstämde med den data som samlats in. Det har även lagts fokus på att samtliga beräkningar som gjorts har varit konsekventa över såväl företag som tid. Vidare har studiens regressioner analyserats utifrån tidigare studiers resultat och teorier. Således anses studiens reliabilitet vara hög även om det är omöjligt att helt neutralisera forskarnas åsikter och värderingar.

### *3.7 Bortfall*

Då samtliga företag som idag är noterade på Stockholmsbörsen OMX inte varit det under tillräckligt lång tid för att data från det företaget ska vara användbart har vissa företag valts bort under insamlingsprocessen. Detta har gjorts för att öka studiens validitet då eventuella resultat från företag med data under endast korta tidsperioder inte är lika användbara då kortsiktiga faktorer kan ha påverkat resultatet vilket i slutändan hade påverkat hela studien. Samtidigt saknas det data för 24 aktier främst då aktien inte handlats på marknaden tillräckligt lång tid. Då dessa observationer är relativt få till antalet och främst jämfört med hela studiens antal kan studien fortfarande representera utdelningars effekt på marknadsvärdet för hela Stockholmsbörsen OMX. I kapitel 5 presenteras beskrivande statistik för bortfallet samt en jämförelse mellan bortfallet och den data som används i analysen. Om endast små skillnader uppvisas mellan bortfallet och resterande data kan eventuella samband som presenteras i analysen ses som representativa för hela Stockholmsbörsen trots att alla företag som är noterade inte inkluderats.

### *3.8 Kritisk granskning av metoden*

Metoden som använts i denna studie bygger på tidigare studier med liknande frågeställning och syfte (Jankengård 2011) och (Sekerci 2012). Genom att använda snarlika metoder som redan publicerade och citerade studier har det säkerställt att metoden är lämplig denna typ av studier. Däremot kan studien anses vara något ytlig då den syftar till att finna eventuella samband mellan utdelning och marknadsvärde på Stockholmsbörsen utan att studera varför detta samband existerar. Dock har detta val gjorts då det finns ett stort antal teorier som förklarar varför ett eventuellt samband existerar och det är föga troligt att endast en eller ett fåtal av dessa är förklaringen då aktiemarknaden innefattar många olika aktörer med olika preferenser och mål. Vidare finns det svårigheter att finna en användbar metod för att söka denna förklaring, ett alternativ kan vara intervjuer med olika aktörer men samtidigt kan det vara svårt att finna aktörer som kan ses som representanter för grupper av aktörer vilket skulle kräva ett oerhört stort antal intervjuer. Således anser författarna att metoden som använts är passande för denna studie och att begränsningen till att endast söka ett samband mellan marknadsvärde och utdelning är väl avvägd.

### *3.9 Källkritik*

All data som samlats in kommer, som tidigare nämnts, från Thompson Reuters Datastream (Datastream) vilka i sin tur samlar all data från företagens årsredovisningar som kontrollerats och godkänts av revisorer. Således ska all data som samlats in vara tillförlitlig och användbar då källan är densamme och för att öka denna tillförlitlighet har ett antal stickprover gjorts som alla har visat att den data som använts är korrekt. Om inte den data som använts varit tillförlitlig hade hela studien varit missvisande och felaktig vilket ytterligare betonar relevansen i arbetet med att söka data från tillförlitliga källor.

All teori, tidigare forskning samt använda metoder är samlade från etablerade och välkända forskare och teoretiker, samtliga publicerade i erkända tidsskrifter och kan därför anses vara tillförlitliga. Flera av de teoriområden som presenterats bygger på en eller ett fåtal studier och teorier som sedan citerats och utvecklats med tiden för att till slut bli ett viktigt teoriområde inom corporate finance. Vidare har samtliga av de presenterade teorierna diskuterats av ett flertal erkända forskare för att säkerställa att studiens samtliga teorier är tillförlitliga och användbara.

## 4. Empiri

### 4.1 Val av variabler

Vid valet av variabler som ska involveras i regressionsanalysen har resultat från tidigare studier inom området tagits i beaktning för att säkerställa att rätt variabler används. Samtliga variabler som inkluderats i analysen har i tidigare studier haft stark signifikans och därmed visat sig ha en tydlig påverkan på den beroende variabeln. Motsatsen gäller för de variabler som använts i vissa tidigare studier men valts bort i denna på grund av låg signifikansnivå. En beroende variabel har valts och sex stycken oberoende som alla har en stark påverkan på den beroende variabeln.

#### 4.1.0 Den beroende variabeln

Den beroende variabeln i denna studie är Tobin's q som används för att mäta företagets mervärde vilket också kan relateras till dess prestation. Måttet utvecklades egentligen inte i syfte att användas som ett prestationsmått men har trots det använts av bland annat Lang och Stulz (1994), Allayannis och Weston (2001), Zou (2010), Hoyt and Liebenberg (2011) som just ett mått på företagsprestation. Då denna studie använder en approximation av Tobin's q saknas vissa faktorer i beräkningarna så som transaktionskostnader för att ersätta företags tillgångar. Samtidigt har tidigare studier Chung och Pruitts (1994) visat att vissa approximationers resultat trots förenklingar i beräkningen haft stora likheter med den ursprungliga modellen.

#### 4.1.1 De oberoende variablerna

Då företagets utdelning inte är den enda faktor som påverkar dess marknadsvärde och vidare dess Tobin's q har fler faktorer som i empiriska studier bevisats påverka marknadsvärdet inkluderats i regressionen. Vilka dessa är, varför de valts samt hur de beräknats förklaras nedan. Det finns även faktorer som använts i tidigare studier och som i vissa fall bevisats ha en viss påverkan som i denna studie har valts vilket också kommer förklaras nedan.

**Storlek:** Företagets storleks påverkan på dess värde är väldiskuterat och ofta nämns högre agentkostnader för större företag som ett argument för storlekens effekt vilket framfördes i kapitel 2. Större företag kan även utnyttja stordriftsfördelar vilket också kan ha en påverkan på dess värde. Även om de flesta studierna visar på att storleken har en negativ påverkan på

värdet Lang och Stulz (1994) och Allayannis och Weston (2001) finns det de som visar på motsatsen Jin och Jorion (2006) samt Zou (2010). Även om forskare inte är överens om vilken påverkan storleken har på företagets värde kommer det i denna studie kontrolleras för dess effekt på värdet. Storleken är beräknad genom logaritmen av totala tillgångar vilket följer beräkningarna från Zou (2010), Hoyt and Liebenberg (2011).

**Skuldsättning:** Som det tidigare diskuterats i teorikapitlet påverkar företagets skuldsättning dess agentkostnader vilket i sin tur kan ha en påverkan på företagets värde. Dessa teorier framfördes av Jensen (1986) som menade att agentkostnader relaterade till kassaflödet minskade genom en högre skuldsättning. Samtidigt är en allt för hög skuldsättning inte optimalt enligt Mayers (1977) då problem med underinvesteringar uppstår. Precis som med storleken har empiriska studier visat både positiva och negativa effekter av skuldsättning på företagets värde (Allayannis & Weston 2001), (Jin & Jorion 2006) och (Zou 2010). Skuldsättningen har beräknats genom totala skulder genom totala tillgångar enligt Zou (2010).

**Lönsamhet:** Investorer värderar företag med hög lönsamhet högre än företag med låg eller ingen lönsamhet enligt Allayannis och Weston (2001) och Zou (2010). Anledningar bakom detta är antagligen flera men det kan antagas att investorer är mer intresserade av företag med en affärsidé och organisation som är och har varit vinstgivande då det kan vara en fingervisning för framtida lönsamhet. Lönsamhetens effekt på värdet kommer att kontrolleras genom beräkningen nettoresultatet genom totala tillgångar enligt beräkningarna från Allayannis och Weston (2001) och Hoyt and Liebenberg (2011).

**Tillväxtmöjligheter:** Marknadsvärdet på ett företag idag är nuvärdet av dess framtida investeringsmöjligheter (Mayers 1977) vilket innebär att tillväxtmöjligheterna för ett företag har en stark påverkan på dess marknadsvärde vilket också har bevisats i studier (Jin & Jorion 2006). Tillväxtmöjligheternas effekt på värdet kommer att kontrolleras genom beräkningen av totala investeringar dividerat med total försäljning enligt beräkningarna från Allayannis och Weston (2001) och (Zou 2010).

**Geografisk diversifiering:** Allayannis och Weston (2001) menar att geografisk diversifiering kan öka agentkostnaderna vilket kan påverka företagets värde. Företagets geografiska diversifiering effekt på värdet kommer att kontrolleras genom beräkningen av försäljning utomland dividerat på total försäljning enligt beräkningarna från Allayannis och Weston (2001).

**Räntetäckningsgrad:** Precis som skuldsättningsgraden kan räntetäckningsgraden ses som en indikator på de finansiella problemens storlek för ett företag (Bartram, Brown & Fehle, 2009). Vid en låg räntetäckningsgrad kan det antagas att företaget kan få bekymmer i framtiden och inte ha möjligheten att investera i lönsamma projekt vilket i sin tur också skulle sänka företagets värde. Ett högt värde däremot skulle kunna ses som en trygghet vilket också kan vara en faktor till ett högre värde på företaget. Räntetäckningsgradens effekt på värdet kommer att kontrolleras genom beräkningen av EBIT dividerat på räntekostnader på skulder enligt beräkningarna från Bartram, Brown och Fehle (2009).

## Utdelning

I teoriavsnittet diskuteras ett flertal faktorer som teoretiker under många år har argumenterat för ska ha en effekt på företagets marknadsvärde. Jensen och Mekling (1976) menar att företag som delar ut pengar till sina aktieägare bör värderas högre då lägre likvider minskar agentkostnader och tvingar företagsledningen att enkom investera i projekt med positivt nettonuvärde. Miller och Rock (1985) däremot argumenterar för att utdelningens effekt på värderingen av företaget påverkas av den informations asymmetri som finns på marknaden. Utomstående investerare kan se utdelning som att företagsledningen vet något som de inte vet och därför betalar man mer för aktier som ger utdelning då man tror att utdelning är ett tecken på framtida vinstökning. Andra forskare (Miller & Modigliani 1961) anser att utdelning inte alls ska ha någon effekt på värderingen då det är företagets avkastning till aktieägarna som påverkar värderingen, inte huruvida avkastningen är i form av utdelning eller kapitalvinst. En annan teori som nämns av Hoyt och Liebenberg (2011) är att utdelning görs då företaget inte längre har tillräckligt med projekt med positivt nettonuvärde att investera i. Vilket gör att utdelning skulle vara ett negativt tecken för investerare. Baker och Wurgler (2004) anser i motsats till ett flertal av nyss nämnda teorier att investerare är intresserade av utdelning och är beredda på att betala en premium för att erhålla den.

Ovanstående visar på att trots den långa tidsperiod som ämnet har diskuterats så har ingen klar teori om utdelningens effekter på företagets värdering bestämts. Samtidigt menar nästan samtliga teorier att utdelning har en eller flera effekter vilket också visats i ett flertal empiriska studier (Lang & Stulz 1994; Zou 2010; Hoyt & Liebenberg 2011). Samtliga av dessa forskare och har i sina studier hittat samband mellan utdelning och företagets värdering. Sambandet skiljer sig mellan de olika studierna där både positiva och negativa samband har uppvisats. Huruvida det förekommer en negativ eller positiv korrelationen på den svenska

marknaden där både pyramidägandeskap och dubbel klassiga aktier är tillåtet är osäkert. Då resultaten från studier i andra länder visar på ett tydligt samband mellan utdelning och företagets värdering samtidigt som arbetets syfte är att bevisa detta samband kommer utdelning inkluderas som en av de oberoende variablerna.

Tabell 1. Definitionen av variabler

Variabler	Definition	Källa
<b>Tobin's q</b>	Logaritmerat värde av $((\text{Marknadsvärdet av eget kapital}_T + \text{Totala skulder}_T) / \text{Totala tillgångar}_T)$	Datastream
<b>Storlek</b>	Logaritmerat värde av totala tillgångar <sub>T</sub>	Datastream
<b>Skuldsättningsgrad</b>	Totala skulder <sub>T</sub> / Totala tillgångar <sub>T</sub>	Datastream
<b>Lönsamhet</b>	Nettoresultat <sub>T</sub> / Totala tillgångar <sub>T</sub>	Datastream
<b>Tillväxtmöjligheter</b>	Investeringar <sub>T</sub> / Totala intäkter <sub>T</sub>	Datastream
<b>Utdelning</b>	Utdelning per aktie <sub>T</sub> / Vinst per aktie <sub>T</sub>	Datastream
<b>Geografisk diversifiering</b>	$(\text{Försäljning utomlands}_T / \text{Totala intäkter}_T) * 100$	Datastream
<b>Räntetäckningsgrad</b>	$\text{EBIT}_T / \text{Räntebetalningar på skulder}_T$	Datastream

#### 4.1.2 Variabler som valts bort - Industriell diversifiering

Företags diversifiering eller antal segment som de arbetar inom har enligt Lang och Stulz (1994) en negativ påverkan på Tobin's q. När företag utan diversifiering jämförs med diversifierade finner de att företagen presterar bättre. Dock när de ser till att jämföra företag inom samma branscher och genomsnittet på dessa företag är bevisen inte lika tydliga. Alltså, företagen presterar inte dåligt i jämförelse med de industrier de är verksamma inom. Olika industrier har också olika betydelse och kan reducera den negativa påverkan beroende på vilken industri som företagen är verksamma inom. Lang och Stulz talar även om den tidigare forskning som gjorts, vilken de kritiserar för att den mäter företag över en period, samt att denna inte har haft några tydliga slutsatser i ämnet. En del av detta anser de även kunna ha med storlek att göra, då när det kommer till aktiepriset på små företag presterar de ofta bättre än större företag. Då diversifierade företag ofta är större företag går denna effekt in i värdet

med. I slutsatsen förklarar de även att i deras material, mestadels 80-talet, verkar det som att företagen har presterat dåligt även innan de blev diversifierade, vilket inte helt kan knyta diversifieringen i sig till hela prestandaminskningen.

I materialet som använts har det tagits tillvara på faktorer som kan påverka värdet på företagen, där ibland t.ex. storleken och geografisk diversifiering. Dessa variabler har även en påverkan på värdet, som ovan nämnt. Variablerna påverkas också av industri diversifiering. Det kan därför argumenteras att redan i dessa variabler är industriell diversifiering inräknad. Samtidigt finns det ingen tillförlitlig databas som tillhandahåller information om industriell diversifiering månadsvis för de tidsperioder som används i denna studie. Utifrån ovanstående argument har variabeln industriell diversifiering valts bort som oberoende variabel.

#### *4.2 Inför och under regressionsanalysen - tester*

Nedan kommer de tester samt val av åtgärder som gjorts för att finna och åtgärda eventuella ekonometriska problem som kan förekomma vid regressionsanalyser av paneldata att presenteras. Samtliga tester och åtgärder är vanligt förekommande vid analyser av liknande slag som studiens.

##### *4.2.0 Multikollinearitet*

Inför regressionsanalysen har tester gjorts för att kontrollera huruvida multikollinearitet råder mellan de oberoende variablerna. Multikollinearitet innebär att variablerna är korrelerade sinsemellan och blir ett problem om korrelationen är hög då det inte är möjligt att uppskatta samtliga koefficienter. Ovanstående är en effekt av att den höga korrelationen variablerna emellan gör det svårt att beräkna vad varje enskild variabel har för effekt på den beroende variabeln. I de flesta fall finns viss multikollinearitet mellan de oberoende variablerna men detta skapar sällan några problem och påverkar precisionen väldigt lite. Om hög korrelation mellan variablerna existerar men ignoreras kommer  $R^2$  vara hög och de enskilda koefficienterna kommer ha höga standardavvikelser vilket resulterar i att regressionen som sådan kommer se bra ut men att de enskilda koefficienterna kommer sakna signifikans. Vidare kommer regressionen vara väldigt känslig mot tillägg eller bortval av variabler (Brooks 2008, s. 171-172).

Då effekterna av multikollinearitet är stora och kan påverka resultatet i regressionsanalysen kraftigt har det valts att kontrollera för multikollinearitet bland variablerna i denna studie. Det existerar inte några höga värden på korrelationen för någon av tidsperioderna (se tabell 2, 3 och 4) och för samtliga variabler var korrelationen under Brooks (2008, s. 172) tumregel på 0,8 för definitionen av multikollinearitet. Resultatet av testet gör att regressionsanalysen kan fortgå utan några förändringar för multikollinearitet.

Tabell 2. Test för multikollinearitet för period 1

	UTD	LON	GEO	RAN	SKU	STO	TIL
UTD	-	0.036993	-0.003487	0.008426	-0.010065	0.048447	-0.005605
LON		-	-0.086617	0.250508	0.000121	0.262183	-0.015804
GEO			-	-0.045033	-0.039682	-0.056008	0.005636
RAN				-	0.058470	0.106323	4.28E-05
SKU					-	0.379529	0.032266
STO						-	-0.011089
TIL							-

Förklaring av variablernas förkortningar: TOB = approximation av Tobins q. UTD = utdelning. LON = lönsamheten. GEO = Geografisk diversifiering. RAN = räntetäckningsgrad. SKU = skuldsättningsgrad. STO = värde av företagsstorlek. TIL = tillväxtpotentialer.

Tabell 3. Test för multikollinearitet för period 2

	UTD	LON	GEO	RAN	SKU	STO	TIL
UTD	-	0.059106	-0.006424	0.018447	-0.012774	0.087883	-0.009319
LON		-	-0.134973	0.294395	-0.065077	0.261571	0.003369
GEO			-	-0.073785	-0.050486	-0.070675	0.016471
RAN				-	0.065785	0.119731	-0.002791
SKU					-	0.369439	0.165632
STO						-	0.024710
TIL							-

Förklaring av variablernas förkortningar: TOB = approximation av Tobins q. UTD = utdelning. LON = lönsamheten. GEO = Geografisk diversifiering. RAN = räntetäckningsgrad. SKU = skuldsättningsgrad. STO = värde av företagsstorlek. TIL = tillväxtpotentialer.

Tabell 4. Test för multikollinearitet för period 3

	UTD	LON	GEO	RAN	SKU	STO	TIL
UTD	-	0.026260	-0.002895	0.006925	0.027338	0.020846	-0.020974
LON		-	-0.281861	0.385405	-0.034933	0.163234	-0.040760
GEO			-	-0.340150	-0.121781	-0.161745	0.018157
RAN				-	0.073824	0.121303	0.013051
SKU					-	0.363451	0.333778
STO						-	0.138973
TIL							-

Förklaring av variablernas förkortningar: TOB = approximation av Tobins q. UTD = utdelning. LON = lönsamheten. GEO = Geografisk diversifiering. RAN = räntetäckningsgrad. SKU = skuldsättningsgrad. STO = värde av företagsstorlek. TIL = tillväxtpotentialer.

#### 4.2.1 Autokorrelation:

Autokorrelation innebär att variabeln för en tidsperiod beror endast på det värde samma variabel tog i tidsperioden innan plus en felterm vilket gör att det är betydligt vanligare i tidsseriedata än i tvärsnittsdata. Effekterna av att autokorrelation förekommer är ofta för låga standardfel och för höga  $R^2$  värden vilket kan resultera i att man felaktigt förkastar nollhypotesen i fall där den är korrekt (Brooks 2008, s. 149-150).

För att kontrollera för autokorrelation har Durbin Watson test använts i E-views. Då stora delar av studiens data ursprungligen är hämtad från årsredovisningar där allt är presenterat årsvis samtidigt som det i denna studie är presenterat månadsvis är det föga förvånande att testet visar på att autokorrelation existerar (se tabell 5). Vidare är tidseriens stora antal månader även en faktor bakom autokorrelationen. Samtidigt har valet att använda månadsvis data gjorts för att få en rättvis bild av marknadsvärdet på företagen. Då autokorrelation påverkar standardfelen men inte koefficienterna samtidigt som E-views saknar effektiva metoder för att lösa problem med autokorrelation har valet gjorts att inte göra några förändringar för den autokorrelation som uppmäts. Det är rimligt att antaga att de slutsatser som tas i studien påverkas relativt lite av den uppmätta autokorrelationen då nästan samtliga signifikansnivåer är höga samtidigt som koefficienterna inte påverkas.

Tabell 5. Durbin-Watson test för autokorrelation

	Durbin-Watson stat
<b>Period 1 (Hela tidsperioden)</b>	0.019295
<b>Period 2 (Högonkonjunktur)</b>	1.279135
<b>Period 3 (Lågonkonjunktur)</b>	1.726206

#### 4.2.2 Fasta och slumpmässiga effekter

Fasta effekter innebär att det antages att det existerar en sann storlek på effekten som gäller för samtliga observationer i analysen och att samtliga effekter som observerats beror på insamlingsfel, alltså är alla faktorer som kan påverka effekten de samma i olika studier. Motsatsen kan sägas om den slumpmässiga effekten som snarare syftar på att effekten kan skiljas åt mellan olika studier och att storleken på effekten som uppmäts för en studie endast gäller för den. Exempelvis kan studier som bygger på svar från olika deltagare ha olika storlekar på effekterna då det finns skillnader i faktorer som påverkar effektens storlek (Brooks 2008, s. 489-499).

För att kontrollera huruvida det existerade slumpmässiga effekter gjordes ett Hausman-test i E-views. Testet visade att nollhypotesen skulle förkastat med en signifikans nivå på 1 procent för samtliga tidsperioder för tidsseriedata och tvärsnittsdata (se tabell 6). Därmed kunde slumpmässiga effekter räknas bort som ett alternativ vid regressionsanalysen. Istället valdes fasta effekter för tidsseriedata då det är rimligt att de faktorer som kan påverka storleken på effekten är samma över tid. Studien innefattar ett stort antal företag och faktorer som kan påverka storleken på effekterna är troligen samma för liknande företag, exempelvis företag i samma bransch och storlek. Samtidigt finns det faktorer som har en påverkan som skiljer sig åt mellan företag som är verksamma i olika branscher, på olika marknader och är av olika storlek etc. Därför används varken fasta eller slumpmässiga effekter för tvärsnittsdata då båda effekterna med stor sannolikhet förekommer i regressionsanalyserna.

Tabell 6. Test av slumpmässiga effekter

	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
<b>Period 1 (Hela tidsperioden)</b>	41.091119	7	0.0000
<b>Period 2 (Högonkonjunktur)</b>	58.930303	7	0.0000
<b>Period 3 (Lågonkonjunktur)</b>	287.068120	7	0.0000

### 4.2.3 Heteroskedasticitet

Heteroskedasticitet innebär att variansen för feltermen inte är konstant för samtliga observationer vilket kan uppstå även om medelvärdet är konstant. Det är egentligen ganska komplicerat att utläsa huruvida heteroskedasticitet existerar eller ej då det finns svårigheter att se eventuella mönster. Dock har ett flertal tester skapats som lättare kan visa om feltermen är konstant eller ej. En effekt av heteroskedasticitet är att standardfelet kan bli fel och eventuella slutsatser kan vara vilseledande (Brooks 2008, s. 133-136).

För att kontrollera huruvida det förekom heteroskedasticitet utfördes ett Breusch-Pagan-Godfrey-test som visade att det inte gick att förkasta nollhypotesen med stark signifikans för ett flertal variabler i samtliga tidsperioder (se tabell 7). Det gick därför inte att säga att heteroskedasticitet inte förekom och transformeringar gjordes i regressionsanalysen för samtliga tidsperioder för heteroskedasticitet genom att använda White's metod.

Tabell 7. Test av förekomsten av heteroskedasticitet

	C	UTD	LON	GEO	RAN	SKU	STO	TIL
<b>Period 1 (Hela tidsperioden)</b>	0.0000	0.0010	0.0000	0.5328	0.0000	0.0000	0.3134	0.7037
<b>Period 2 (Högkonjunktur)</b>	0.0000	0.3764	0.0000	0.0222	0.0000	0.0000	0.0000	0.0683
<b>Period 3 (Lågkonjunktur)</b>	0.0000	0.1143	0.0000	0.0000	0.0000	0.2220	0.0000	0.6816

Förklaring av variablernas förkortningar: TOB = approximation av Tobins q. UTD = utdelning. LON = lönsamheten. GEO = Geografisk diversifiering. RAN = räntetäckningsgrad. SKU = skuldsättningsgrad. STO = värde av företagsstorlek. TIL = tillväxtpotentialer.

### 4.3 Studiens val av regressionsmodell: The Fixed Effects Model

Modellen avser att testa sambandet mellan utdelning och företagets värde, här i form av Tobin's q vilket egentligen är att tänka som företagets prestation. Då materialet består av paneldata kommer ekvationen enligt ekonometri tolkas som

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + u_{it}$$

där  $y_{it}$  är den beroende variabeln,  $\alpha$  är interceptet och  $\beta$  är en vektor av parameterar beroende av de förklarande oberoende variablerna och  $x_{it}$  är en vektor av observationerna på de förklarande variablerna. (Brooks 2008, s. 487-488) Den sista termen förklara nedan. Materialets data kan då skrivas om som

$$TOB = C + UTD + LON + GEO + RAN + SKU + STO + TIL + u_{it}$$

Då en modell med fasta effekter valdes för materialet kan den sista termen förklaras som en störningsterm. Brooks (2008, s. 490-491) beskriver hur modellen förklarar denna term beroende på om den fasta effektens modell används.  $uit$  kan då skrivas om enligt

$$uit = ui + vit$$

där den första termen är en specifik enstaka effekt och den andra en variabel som varierar, vilken är tänkt att fånga resten av ekvationens oförklarligheter. Detta ger nu ekvationen på modellen som används för regressionen

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + ui + vit$$

Eller i studiens termer

$$TOB = C + \beta_1 UTD_{it} + \beta_2 LON_{it} + \beta_3 GEO_{it} + \beta_4 RAN_{it} + \beta_5 SKU_{it} + \beta_6 STO_{it} + \beta_7 TIL_{it} + ui + vit$$

För regressionsmodellen har programmet E-views använts, där regressionen samt alla tester har genomförts. En del av testerna finns redan i programmet och kan köras automatiskt, dock har en mer manuell metod fått användas på grund av att E-views inte har alla automatiska tester tillgänglig för data av typen paneldata. Detta är till exempel fallet för heteroskedasticitet (se heteroskedasticitet ovan). Regressionsmodellen har använts på de tre olika perioder som valts ut. Därför presenteras materialet och resultat för regressionsanalysen tre gånger i vissa delar för att kunna förklara och analysera frågeställningen kring skillnader för olika perioder av konjunkturer.

I E-view matas formeln in enligt principen nedan, med den beroende variabel först, med regressionen least squares med inställningar för fasta effekter samt ovan nämnda white period för att åtgärda heteroskedasticiteten. I Bilaga 1 presenteras definitionen på nedanstående variabler samt beräkningarna för dem.

*LS: TOB C UTD LON GEO RAN SKU STO TIL*

## 5. Resultat

### 5.1 Beskrivande statistik

Här presenteras undersökningens 20722 observationer för varje enskild variabel summerat i beskrivande statistik.

Tabell 8. Beskrivande statistik över 20722 observationer per variabel (Period 1: 2001.01 – 2011.12)

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.	Skewness	Probability	Observations
<b>TOB</b>	-0.319492	-0.251425	0.191190	-2.518121	0.250871	-2.648954	0.000000	20722
<b>C</b>	1.000000	1.000000	1.000000	1.000000	0.000000	NA	NA	20722
<b>UTD</b>	0.657032	0.204082	100.0000	-250.0000	6.025355	-7.371949	0.000000	20722
<b>LON</b>	0.003998	0.046110	0.483379	-5.260637	0.257229	-9.840841	0.000000	20722
<b>GEO</b>	0.029295	0.000289	31.31638	0.000000	0.759308	40.54445	0.000000	20722
<b>RAN</b>	-82.39525	5.902116	19864.44	-42799.00	1884.832	-13.49460	0.000000	20722
<b>SKU</b>	0.223885	0.200000	1.010791	0.000000	0.175501	0.647782	0.000000	20722
<b>STO</b>	6.572005	6.484442	9.806040	3.933082	1.065872	0.303020	0.000000	20722
<b>TIL</b>	0.188145	0.026337	97.36792	-0.002100	2.541103	34.17431	0.000000	20722

Förklaring av variablernas förkortningar: TOB = approximation av Tobins q. UTD = utdelning. LON = lönsamheten. GEO = Geografisk diversifiering. RAN = räntetäckningsgrad. SKU = skuldsättningsgrad. STO – värde av företagsstorlek. TIL = tillväxtpotentialer.

För statistiken över alla företag under hela perioden ligger det medelvärdet på det approximativa Tobin's q på -0.319, dock är medianvärdet -0.251 (se tabell 8). Högsta Tobin's q för ett företag är 0.191 och det lägsta är -2.518.

För utdelning är medelvärdet 0.657 vilket enligt vår UTD-variabel innebär att företag i genomsnitt delar ut 65,7 öre per krona i vinst per aktie. Detta värde är högt då företag i allmänhet behåller sin utdelning under perioder med tillfälligt lägre resultat vilket samtidigt gör att företag ibland delar ut mer än 100 procent av vinsten. Således kan inte medelvärdet ses som representativt för hur stor del av vinsten som företag delar ut.

Tabell 9. Deskriptiv statistik över 8780 observationer per variabel (Period 2: 2003.04 – 2007.10)

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.	Skewness	Probability	Observations
<b>TOB</b>	-0.327980	-0.251736	0.191190	-2.097461	0.253861	-2.188246	0.000000	8780
<b>C</b>	1.000000	1.000000	1.000000	1.000000	0.000000	NA	NA	8780
<b>UTD</b>	0.527296	0.189138	50.000000	-8.955224	3.447138	11.17507	0.000000	8780
<b>LON</b>	0.027031	0.059963	0.483379	-4.038641	0.223001	-9.161329	0.000000	8780
<b>GEO</b>	0.058910	0.000309	31.31638	0.000000	1.163304	26.53147	0.000000	8780
<b>RAN</b>	-68.16842	8.272321	5885.250	-18502.20	1405.117	-7.629770	0.000000	8780
<b>SKU</b>	0.212596	0.181864	0.788613	0.000000	0.173639	0.698718	0.000000	8780
<b>STO</b>	6.513781	6.406975	9.564671	3.933082	1.076542	0.289180	0.000000	8780
<b>TIL</b>	0.168823	0.026846	36.36364	-0.002100	1.416446	23.12425	0.000000	8780

Förklaring av variablernas förkortningar: TOB = approximation av Tobins Q. UTD = utdelning. LON = lönsamheten. GEO = Geografisk diversifiering. RAN = räntetäckningsgrad. SKU = skuldsättningsgrad. STO – värde av företagsstorlek. TIL = tillväxtpotentialer.

Perioden för högkonjunkturen skiljer sig inte till en större grad när den deskriptiva statistiken undersöks. Medelvärdet för det approximativa Tobin's q är -0.328 med en median på -0.251 (se tabell 9). Högsta Tobin's q för ett företag är precis som för alla andra, vilket bör bero på att detta företag samt denna period är den högsta punkten för hela materialet, 0.191. Den lägsta punkten är -2.097.

Tabell 10. Deskriptiv statistik över 4120 observationer per variabel (Period 3: 2008.01 – 2009.10)

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.	Skewness	Probability	Observations
<b>TOB</b>	-0.313398	-0.251714	0.170888	-2.518121	0.252265	-3.099789	0.000000	4120
<b>C</b>	1.000000	1.000000	1.000000	1.000000	0.000000	NA	NA	4120
<b>UTD</b>	0.591779	0.254813	100.0000	-250.0000	10.07668	-11.83541	0.000000	4120
<b>LON</b>	0.002471	0.036943	0.467272	-1.486367	0.197998	-3.962073	0.000000	4120
<b>GEO</b>	0.011437	0.000347	1.697505	0.000000	0.096055	13.96078	0.000000	4120
<b>RAN</b>	-57.14787	4.958848	8096.333	-11315.50	1040.338	-4.769999	0.000000	4120
<b>SKU</b>	0.239358	0.223503	1.010791	0.000000	0.180556	0.712744	0.000000	4120
<b>STO</b>	6.594340	6.484524	9.716469	4.484271	1.016257	0.437488	0.000000	4120
<b>TIL</b>	0.097428	0.020576	2.729604	0.000000	0.275812	5.536229	0.000000	4120

Förklaring av variablernas förkortningar: TOB = approximation av Tobins q. UTD = utdelning. LON = lönsamheten. GEO = Geografisk diversifiering. RAN = räntetäckningsgrad. SKU = skuldsättningsgrad. STO – värde av företagsstorlek. TIL = tillväxtpotentialer.

Perioden för lågkonjunktur visar inte heller några större förändringar för materialet när det kommer till den deskriptiva statistiken. Medelvärdet för det approximativa Tobin's q är -0.313 med en median på -0.252 (se tabell 10). Högsta Tobin's q för ett företag är 0.171 och det lägsta värdet är -2.52.

I den beskrivande statistiken för studiens bortfall (se tabell 11) kan det utläsas att både medelvärdet och medianen för utdelningen är betydligt lägre än för de tre valda tidsperioderna. För de resterande variablerna är skillnaden inte lika stor. Samtidigt är antalet observationer för variabeln utdelning väldigt lågt jämfört med antalet observationer för andra variabler. Detta gör att de värden som presenterats för utdelningen för bortfallet inte kan ses som representativa för bortfallet. Vidare är olika värden på variabler med ett större antal observationer mindre olika variablerna i de 3 perioderna. Detta gör att det kan antagas att de företag som är inkluderade i bortfallet har små skillnader mot de företag som är inkluderade i analysen.

Tabell 11. Beskrivande statistik över bortfallet (Period : 2001.01 – 2011.12)

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.	Skewness	Probability	Observations
<b>TOB</b>	-0,4852	-0,3545	-0,0014	-1,3324	0.3429	-1,0851	1.7230e-13	300
<b>C</b>	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	0,0000			1980
<b>UTD</b>	0.0645	0,0000	0.8379	0,0000	0.1824	3.0339	0,0000	316
<b>LON</b>	-0,0103	0.0372	0.3508	-1,4646	0.25194	-3,9154	0,0000	1060
<b>GEO</b>	0.0107	0,0000	0.1480	0,0000	0.0282	3.3242	0,0000	844
<b>RAN</b>	-352,6170	4.3783	858.75	-15420,8640	2221.8648	-5,9549	0,0000	868
<b>SKU</b>	0.1444	0.0654	0.8770	0,0000	0.1911	1.7326	0,0000	1072
<b>STO</b>	5.4209	5.3973	6.5286	2.9242	0.7584	-0,7279	0,0000	1072
<b>TIL</b>	0.1483	0.0247	2.7493	0.0004	0.4363	4.2456	0,0000	892

Förklaring av variablernas förkortningar: TOB = approximation av Tobins q. UTD = utdelning. LON = lönsamheten. GEO = Geografisk diversifiering. RAN = räntetäckningsgrad. SKU = skuldsättningsgrad. STO – värde av företagsstorlek. TIL = tillväxtmöjligheter.

## 5.2 Resultat från regressionsmodellen

I tabell 4, 5 och 6 redovisas regressionsmodellens koefficienter med signifikansnivå för de oberoende variablerna. Första tabellen beskriver regressionen för hela perioden varpå högkonjunktursperioden och lågkonjunktursperioden följer. Den beroende variabeln är som beskrivit för modellen en approximation av Tobin's q. De sju oberoende variablerna som är representerade i tabellerna är utdelning (UTD), lönsamhet (LON), geografisk diversifiering (GEO), räntetäckningsgrad (RAN), skuldsättningsgrad (SKU), ett logaritmerat värde av företagsstorlek (STO) och slutligen tillväxtmöjligheter (TIL).

## Hela perioden

Tabell 12. Hela perioden

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<b>C</b>	-0.906558	0.140093	-6.471101	0.0000
<b>UTD</b>	0.001413	0.000802	1.760795	0.0783
<b>LON</b>	-0.017299	0.031809	-0.543831	0.5866
<b>GEO</b>	-0.020464	0.005169	-3.958546	0.0001
<b>RAN</b>	6.28E-06	8.50E-06	0.738166	0.4604
<b>SKU</b>	0.712157	0.066204	10.75694	0.0000
<b>STO</b>	0.528645	0.173831	3.041140	0.0024
<b>TIL</b>	-0.007270	0.001446	-5.026180	0.0000
<b>R-squared</b>	0.342337	<b>Mean dependent var</b>		-0.319492
<b>Adjusted R-squared</b>	0.337927	<b>S.D. dependent var</b>		0.250871
<b>Sum squared resid</b>	857.6611	<b>Durbin-Watson stat</b>		0.019295
<b>F-statistic</b>	77.63890			
<b>Prob(F-statistic)</b>	0.000000			

Förklaring av variabelernas förkortningar: TOB = approximation av Tobins q. UTD = utdelning. LON = lönsamheten. GEO = Geografisk diversifiering. RAN = räntetäckningsgrad. SKU = skuldsättningsgrad. STO – värde av företagsstorlek. TIL = tillväxtpotentialer.

Tabell 12 ger resultaten för utdelningen (UTD), vilket visar sig vara ett negativt signifikant samband med Tobin's q (0.001413). Signifikansnivån är inte hög, dock är den på 10 procentsnivån (p-värde 0.079).

För de andra variablerna framkommer det att starka signifikanta samband även där. Värt att nämna är lönsamheten (-0.13417) som visar ett negativt samband med företagsvärdet. Vidare är skuldsättningsgrad (SKU) en variabel med större påverkan på företagsvärdet, med koefficienten 0.713 (SKU). Variabeln för tillväxtpotentialer (TIL) visar även den ett samband, dock ett något svagare samband än de ovan nämnda med -0.007. Värdet för Durbin Watson är 0.019. Determinationskoefficienten,  $R^2$ , har i modellen värdet 0.343, vilket innebär att variationen av TOB kan förklaras till ca 34 % av variationen av de oberoende variablerna (Brooks 2008, 197-198). För den justerade determinationskoefficienten (justerade  $R^2$ ) är värdet 0.338. Förklaringsgradens procentenheter är låg på grund av en del av variablerna inte har en särskilt hög signifikansnivå, till exempel lönsamheten med p-värdet 0.672 och

räntetäckningsgraden med p-värdet 0.460. Detta gäller till viss del även utdelning för utdelningen, som dock ligger under signifikansnivån på tio procent.

## Högkonjunktur

Tabell 13. Högkonjunktur

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<b>C</b>	-0.556651	0.051571	-10.79390	0.0000
<b>UTD</b>	-0.000834	0.000249	-3.351794	0.0008
<b>LON</b>	-0.220675	0.016563	-13.32321	0.0000
<b>GEO</b>	-0.054354	0.016628	-3.268780	0.0011
<b>RAN</b>	1.12E-05	1.42E-06	7.874452	0.0000
<b>SKU</b>	0.684979	0.007528	90.98581	0.0000
<b>STO</b>	0.113812	0.064313	1.769644	0.0768
<b>TIL</b>	0.008701	0.000196	44.35765	0.0000
<b>R-squared</b>	0.928821	<b>Mean dependent var</b>	-0.327980	
<b>Adjusted R-squared</b>	0.927059	<b>S.D. dependent var</b>	0.253861	
<b>Sum squared resid</b>	40.27084	<b>Durbin-Watson stat</b>	1.279135	
<b>F-statistic</b>	527.3155			
<b>Prob(F-statistic)</b>	0.000000			

Förklaring av variablernas förkortningar: TOB = approximation av Tobins q. UTD = utdelning. LON = lönsamheten. GEO = Geografisk diversifiering. RAN = räntetäckningsgrad. SKU = skuldsättningsgrad. STO – värde av företagsstorlek. TIL = tillväxtpotentialer.

I tabell 13 visar det sig att utdelningen (UTD) har ett negativt signifikant samband med Tobin's q (-0.000835). Det är väldigt hög signifikans (p-värde 0.0008), dock är sambandet relativt svagt.

För de andra variablerna framkommer det att starka signifikanta samband förekommer även där. Värt att nämna är lönsamheten (-0.218) som visar ett negativt samband med företagsvärdet. Vidare framkommer även att skuldsättningsgrad (SKU) samt geografisk diversifiering (GEO) är variabler med större påverkan på företagsvärdet, med koefficienterna 0.687 (SKU) och -0.054 (GEO). Variabeln för tillväxtpotentialer (TIL) visar även ett samband, dock ett något svagare samband än de ovan nämnda med 0.009. En annan variabel som är värd att nämna är den logaritmerade storleken som har en låg signifikansnivå med p-värdet 0.3939. Determinationskoefficienten,  $R^2$ , har i modellen värdet 0.929, vilket innebär att variationen av TOB kan förklaras till ca 93 % av variationen av de oberoende variablerna (Brooks 2008, 197-198). För den justerade determinationskoefficienten (justerad  $R^2$ ) är

värdet 0.927. Varför förklaringsgraden är hög beror på den starka signifikansen som finns mellan många av variablerna och Tobin's q.

## Lågkonjunktur

Tabell 14. Lågkonjunktur

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<b>C</b>	-5.776310	0.134326	-43.00214	0.0000
<b>UTD</b>	-0.000136	2.55E-05	-5.342232	0.0000
<b>LON</b>	-0.454948	0.004742	-95.93271	0.0000
<b>GEO</b>	0.124688	0.001161	107.3904	0.0000
<b>RAN</b>	6.97E-05	3.24E-07	215.3303	0.0000
<b>SKU</b>	0.567177	0.008457	67.06886	0.0000
<b>S_LG</b>	6.549187	0.168332	38.90634	0.0000
<b>TIL</b>	-0.007292	0.000396	-18.41374	0.0000
<b>R-squared</b>	0.927746	<b>Mean dependent var</b>	-0.313398	
<b>Adjusted R-squared</b>	0.923532	<b>S.D. dependent var</b>	0.252265	
<b>Sum squared resid</b>	18.93945	<b>Durbin-Watson stat</b>	1.726206	
<b>F-statistic</b>	220.1486			
<b>Prob(F-statistic)</b>	0.000000			

Förklaring av variablernas förkortningar: TOB = approximation av Tobins q. UTD = utdelning. LON = lönsamheten. GEO = Geografisk diversifiering. RAN = räntetäckningsgrad. SKU = skuldsättningsgrad. STO – värde av företagsstorlek. TIL = tillväxtmöjligheter.

I tabell 14 framgår det att utdelningen (UTD) har ett negativt signifikant samband med Tobin's q (-0.000163). Det är väldigt hög signifikans (p-värde 0.0000) dock är sambandet ännu svagare än vad det var under perioden för högkonjunktur och har därmed inte en lika stor påverkan på företagsvärdet.

De andra variablerna har även vissa starka signifikanta samband. Variablerna som är värda att nämna är lönsamheten (-0.470), vilken visar ett negativt samband med företagsvärdet. Vidare framkommer även att skuldsättningsgrad (SKU), storlek (STO) samt geografisk diversifiering (GEO) visar sig vara variabler med stor påverkan på företagsvärdet, med koefficienterna 0.545 (SKU), 0.511 (STO) och 0.130 (GEO). Variabeln för tillväxtmöjligheter (TIL) visar även den, likt variabeln för lönsamhet, ett negativt samband med företagsvärdet, om än svagt med koefficienten -0.007. Detta skiljer sig från perioden för högkonjunktur där TIL visade ett positivt samband, dock stämmer det överrens med resultatet för hela perioden. Determinationskoefficienten,  $R^2$ , har i modellen värdet 0.928, vilket innebär att variationen av

TOB kan förklaras till ca 93 % av variationen av de oberoende variablerna (Brooks 2008, 197-198). För den justerande determinationskoefficienten (justerad  $R^2$ ) är värdet 0.924. Varför förklaringsgraden är hög beror på den starka signifikansen som finns mellan samtliga av variablerna och Tobin's q, även i denna period.

## 6 Analys

I detta kapitel kommer studiens resultat att diskuteras och analyseras utifrån tidigare forskning och vald teori.

### 6.1 kontrollvariabler

Vilka variabler som blivit signifikanta skiljer sig mellan de olika perioderna. För period 1 har signifikans på 5 procents nivå uppmäts på geografisk diversifiering, skuldsättning, storlek och tillväxtmöjligheter, samtidigt är utdelningen signifikant på 10 procents nivå (se tabell 15). För period 2, högkonjunkturen, har fler variabler visat hög signifikans. För den perioden är samtliga variabler förutom storlek signifikanta. För period 3, lågkonjunkturen, har samtliga visat signifikans på 1 procents nivå. Således finns det klara skillnader mellan de valda perioderna i studien.

Tabell 15. Koefficienter och signifikansnivå för samtliga perioder och variabler

		UTD	LON	GEO	RAN	SKU	STO	TIL
Period 1	Koefficient	0.001412	-0.013417	-0.020524	6.30E-06	0.713161	0.035214	-0.007231
	Signifikans	0.0790	0.6720	0.0001	0.4597	0.0000	0.0011	0.0000
Period 2	Koefficient	-0.000835	-0.218184	-0.053605	1.12E-05	0.687042	0.003411	0.008979
	Signifikans	0.0008	0.0000	0.0013	0.0000	0.0000	0.3939	0.0000
Period 3	Koefficient	-0.000163	-0.470663	0.129823	6.88E-05	0.545191	0.511163	-0.007047
	Signifikans	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Förklaring av variabelernas förkortningar: TOB = approximation av Tobins q. UTD = utdelning. LON = lönsamheten. GEO = Geografisk diversifiering. RAN = räntetäckningsgrad. SKU = skuldsättningsgrad. STO = värde av företagsstorlek. TIL = tillväxtmöjligheter.

Det är intressant att storlek inte visar signifikans för period 2 men för de andra två perioderna trots att storleken beräknas som logaritmeringen av totala tillgångar och där totala tillgångar även är en faktor i beräkningen av Tobin's q. Alltså ska en förändring i storleken på företaget ge en förändring i Tobins q om resterande variabler inte förändrats. En förklaring till avsaknaden av signifikans för period 2 är att mindre företag inom vissa branscher så som läkemedelsbranschen, teknikbranschen och råvarubranschen har höga marknadsvärden för att investerare har förhoppningar om exempelvis patent på läkemedel eller oljefynd. Investerare

är således intresserade att betala en premium i förhoppningen om framtida vinster vilket ger bolagen höga marknadsvärden samtidigt som de ofta har låga tillgångar. Samtidigt är sambandet positivt för samtliga perioder vilket innebär att investerare är beredda att betala mer för större företag än för mindre sett till Tobin's  $q$  vilket kan bero på att risken för finansiella problem kan ses som lägre för större företag.

Signifikansnivån för lönsamhet är väldigt hög i period 2 och 3 men för period 1 är lönsamhet inte alls signifikant (se tabell 15). Lönsamhet har alltså ingen tydlig påverkan på företagets Tobin's  $q$  för period 1 trots att signifikansen är hög för period 2 och 3 som innefattas i period 1. Det kan antas att lönsamhetens effekt avtar under perioder där tydliga konjunkturer saknas och där investerare är oroliga för den kortsiktiga framtiden. Under sådana perioder kan enskilda nyheter styra börsbolagens aktiekurser vilket kan göra det svårare att välja placeringsstrategi. Att signifikansen sedan är hög i period 2 och 3 kan styras av att investerare lättare kan välja placeringsstrategi då man har kännedom om var i konjunkturcykeln marknaden befinner sig. En annan förklaring kan vara de skillnader som finns mellan olika branscher, vilket också nämndes som en förklaring på skillnaderna för signifikansnivån för storlek. Mindre företag i vissa branscher värderas snarare för framtida lönsamhet än för den lönsamhet som kan uppvisas nu samtidigt som andra mer etablerade företag värderas efter nutida och historisk lönsamhet. Ovanstående förklaring kan också användas som anledning till att lönsamhet har en negativ påverkan på Tobin's  $q$ . Enligt studien är det alltså negativt, om man endast ser till Tobin's  $q$ , för företag att vara lönsamma. Detta samband visar att investerare föredrar företag som inte lyckats med lång och stabil lönsamhet framför företag vars affärsidé redan visat god lönsamhet.

Även för räntetäckningsgraden finns skillnader i signifikansnivån mellan de olika perioderna (se tabell 15). Precis som för lönsamhet är det stark signifikans för period 2 och 3 men inget tydligt samband kan ses för period 1. Det är möjligt att liknande förklaring som för tidigare skillnader mellan perioderna kan användas som förklaring till skillnaden som kan ses för räntetäckningsgraden. Sambandet är positivt för samtliga perioder vilket inte är speciellt förvånande då tidigare studier visat på liknande samband (Bartram, Brown & Fehle, 2009). Samtidigt kan räntetäckningsgraden delvis användas för att visa avståndet till finansiella problem vilket är ännu en förklaring till varför sambandet är positivt.

Genom att endast fokusera på signifikansnivåerna kan det antagas att investerare inte längre använder fundamentala värden för att värdera företag under perioder där tydliga låg- och

högkonjunkturer saknas. Vidare har fundamentala värden en tydlig effekt på Tobin's q när tydliga låg- och högkonjunkturer förekommer. En förklaring som redan förts fram i studien kan vara att investerare enklare kan välja en placeringsstrategi då det är mer tydligt var i konjunkturcykeln marknaden befinner sig.

## 6.2 Utdelning

Utdelningen påverkar Tobin's q med hög signifikans för period 2 och 3. För period 1 är sambandet signifikant på 10 procents nivå vilket gör att nollhypotesen förkastas för den perioden också (se tabell 15). Trots att sambandet är negativt för period 2 och 3 och att båda dessa perioder är inkluderade i period 1 är utdelningens påverkan på Tobin's q för hela tidsperioden positivt. Den positiva korrelationen för period 1 ligger i linje med Hoyt och Liebenbergs (2011) studie som syftade till att undersöka ett eventuellt samband mellan ERM och värderingen på företaget. Samtidigt visar andra studie, så som Lang och Stulz (1994), på ett negativt samband mellan utdelning och Tobin's q precis som för period 2 och 3 i denna studie. Resultatet av studien är helt i motsatts till Miller och Modigliani (1961) teori om utdelnings irrelevans och visar på att utdelning har en tydlig påverkan på företagets Tobin's q.

Precis som signifikansnivåerna skiljer sig även storleken på koefficienterna starkt mellan de olika perioderna. För period 1 är koefficienten på 0,001412 (se tabell 15) vilket innebär att för varje enhet som utdelningen förändras, förändras approximationen av Tobin's q med 0,001412. För period 2 är koefficienten istället -0,000835 vilket är betydligt lägre än för period 1 och därmed har utdelningen en lägre påverkan på Tobin's q. För period 3 är koefficienten ännu lägre, endast -0,000163 därmed visar studien att utdelning har som minst påverkan på Tobin's q under lågkonjunkturer. De stora skillnaderna är intressanta då de visar att investerare värderar utdelningen olika under olika perioder av konjunkturcykeln. Just skillnader beroende på val av period av konjunkturcykeln kan vara en anledning till det något spretiga resultatet som tidigare studier visat. Även om den svenska marknaden skiljer sig från marknader som den amerikanska finns det anledning att tro att investerare värderar utdelningen olika under olika perioder av konjunkturcykeln även i USA. Vidare skulle detta innebära att de motsättningar i resultaten som olika studier så som Hoyt och Liebenbergs (2011) och Lang och Stulz (1994) visat angående utdelningens påverkan kan bero på att de tidsperioder som valts har varit under olika delar av konjunkturcykeln.

Då det är en approximation av Tobin's q som är den beroende variabeln och approximationen är en logaritmering av Tobin's q måste koefficienterna av de oberoende variablerna beräknas om för att få en tydlig uppfattning om hur stor påverkan en förändring i utdelningspolicy har på företagets Tobin's q. Period 1 har en utdelningskoefficient på 0,001412 vilket ger en förändring på Tobin's q på 0,14121 (se tabell 16) om utdelningen per aktie genom vinst per aktie ökade med 100 procentenheter. För ett företag med exempelvis 20 miljarder kronor i totala tillgångar, inga skulder och ett Tobin's q på 1,5 kan en ökning av utdelningsandelen av vinsten med 20 procentenheter ge ett höjt marknadsvärde med 847,26 miljoner kronor. Den beräknade påverkan kan anses vara relativt stor, trots det är utdelningen endast en av många faktorer som påverkar ett företags marknadsvärde. Om ett företag med väldigt högt marknadsvärde skulle välja att höja sin utdelning kan effekterna på dess Tobin's q och vidare dess marknadsvärde bli märkbara om förändringen i utdelningen är stor. Det faktum att denna studie visar att utdelningens påverkan på företagets Tobin's q är stor gör ämnet högst intressant, inte bara för teoretiker utan även för personer i och runt omkring företag av större storlek.

Samtidigt visar tabell 15 att effekten blir negativ för period 2 och 3 vilket gör att företag snarare är intresserade av att minska sin utdelning och därigenom få en positiv effekt på dess Tobin's q. Dock anser Lintner (1956) att utdelning ska vara stabil och att företag bestraffas av investerare i form av sänkt marknadsvärde om förändringar görs i utdelningen vilket skulle begränsa företags möjligheter att utnyttja de skillnader som finns för konjunkturcykelns olika perioder. Om Lintners teori är felaktig kan företags värdering gynnas av att endast dela ut pengar under perioder av stor osäkerhet kring rådande konjunkturläge samt under svagare konjunkturer för att dra nytta av den positiva effekt som uppmätts i denna studie. Samtidigt ska kostnader som uppstår i samband med utdelningen tas i beaktning. Den positiva effekten av utdelning måste överstiga dess kostnader för att göra utdelning lönsam för företag.

Tabell 16. Effekten på Tobin's q vid ökning av utdelningspolicy

	Koefficient	10%	20%	50%
<b>Period 1 (hela tidsperioden)</b>	0,001412	0,014121	0,028244	0,0706249
<b>Period 2 (Högkonjunktur)</b>	-0,000835	-0,0083503	-0,0167014	-0,0417587
<b>Period 3 (Lågkonjunkturen)</b>	-0,000163	-0,00163	-0,0032601	-0,0081503

En tydlig skillnad som kan ses mellan de olika perioderna är nivåerna på signifikansen. För perioden med lågkonjunktur är samtliga variabler signifikanta på 1 procents nivå vilket tyder på att dessa har en stark påverkan på företags Tobin's q. För de andra två perioderna är signifikansnivåerna inte lika starka för vissa variabler. Även om skillnader i antalet observationer kan vara en förklaring till skillnaden mellan perioderna så är det nog rimligt att antaga att de oberoende variablerna har en tydligare påverkan på studiens beroende variabel för period 3. Dock är de oberoende variabelernas påverkan på den beroende variabeln i ett flertal fall mindre för period 3 även om den är tydligare. Således kan det antagas att investerare i högre grad under lågkonjunkturer värderar företag utifrån nyckeltal och andra värden som kan utläsas ur dess bokslut än vad investerare skulle göra under högkonjunkturer och perioder av osäkerhet om rådande konjunkturläge. Vidare kan den stora skillnaden mellan koefficienterna mellan period 2 och 3 bero på de investeringsmöjligheter som finns under högkonjunkturer. Under perioder av stark högkonjunktur kan det antas att investerare hellre ser företag använda sina kortsiktiga finansiella tillgångar till nya investeringar än att dela ut dem till aktieägare. Således kan utdelning under starka högkonjunkturer precis som enligt Hoyt och Liebenberg (2011) ses som negativt då det också kan vara ett tecken på att företag inte längre har tillräckligt med projekt med positivt nettonuvärde att investera i. Utdelningen skulle därigenom bestraffas av investerare med ett lägre marknadsvärde på företaget vilket också studien visat. Samtidigt går det att argumentera för det motsatta vid tidsperioder med stor oro på marknaden. Vid sådana perioder kan investerare vara intresserade av utdelning för att erhålla likvider samtidigt som ägarandelarna behålls. Detta är i linje med Baker och Wurgler (2004) teori om ett premium för utdelning.

Då det ses till de olika perioderna och utseendet på utdelningens påvekan på tobin's q är det en stor procentuell skillnad. Dock är det fortfarande inga extrema värden när det kommer till storlek. För de två konjunkturerna är värdena  $-0.000163$  (lågkonjunktur) och  $-0.000835$  (högkonjunktur). Det är inga höga värden men effekterna kan bli stora om stora förändringar görs i utdelningspolicyn vilket det tidigare räkneexemplet visat. I jämförelse med andra variabler är koefficienterna små och skillnaderna mellan perioderna kan bero på många olika faktorer. Det faktum att det är inte några extrema skillnader kan bero på antingen signaler som utdelning ger eller andra faktorer. En teori som kommer väl till pass då en förklaring till att dessa enbart är små skillnader är Lintners (1956) teori om utdelningens utjämning (dividend smoothing). Oavsett lågkonjunktur eller högkonjunktur finns en stabilitet i förändringen i utdelningen och ett tydligt mönster. Det hela beskrivs till och med som en

cyklisk stabilitet och uttrycks genom att företagen inte utnyttjar utdelning till fullo vid goda tider, ingen större förändring i utdelningsnivåerna. Att skillnaden inte är extrem vid de olika perioderna kan enligt Lintners teorier visas vara tanken, att företagen räknar med detta. Att inte utnyttja utdelning helt och hållet när det är finansiellt möjligt för att inte chockera investerarna med sämre förändringar vid dåliga tider. Likt dessa teorier kan denna studies resultat visa på en jämn påverkan på värderingen av företag, sett till utdelning under lågkonjunktur jämfört med högkonjunktur.

Trots att utdelning, enligt denna studie, har en klar negativ effekt på företagets Tobin's q för period 2 och 3 är medelvärdet och medianen för utdelning högt vilket innebär att företag i genomsnitt delar ut en stor del av vinsten till aktieägarna. Även om medelvärdet påverkas starkt av olika extremvärden som orsakats av perioder där företag gjort låga vinster och ändå fortsatt med sin utdelningspolicy visar dessa att företag delar ut stora delar av vinsten. Dock visar analysen på en positiv effekt av utdelning under period 1 som är en lång tidsperiod över 12 år. Det kan dock ifrågasättas om utdelning görs då företagsledare sett den positiva effekten som ges på dess Tobin's q. Möjligheten finns att teorier om positiva effekter av utdelning som framförts av bland annat Baker och Wurgler (2004) och Miller och Rock (1985) kan påverka utdelningspolicyen. Agentteorin som framfördes av Jensen och Meckling (1976) kan fortfarande vara användbar även om investerare inte värdesätter en minskning av agentkostnaderna positivt i starka låg- och högkonjunkturer. Samtidigt visar Habib och Ljungqvist (2005) i sin estimering av agentkostnaderna i de 200 största amerikanska företagen att de är 16 % av deras marknadsvärde. Vilket gör det till ett väldigt stort problem som borde vara intressant för aktieägare att lösa. Således kan utdelningens reducerande av agentkostnaderna vara en viktig faktor bakom den starka positiva effekt som uppvisats för period 1.

Lika troligt är kanske att ägare med stora kontrollandelar så som ägarfamiljer och pensionsfonder önskar utdelning och att mindre investerare som saknar stora kontrollandelar reagerar negativt i vissa perioder vilket får effekter på aktiekursen. Då pyramidägandeskap och dubbelklassiga aktier tillåts i Sverige kan långsiktiga ägare som är intresserade av att bibehålla kontrollandelen men samtidigt söker ökade privata likvida medel, styra företag mot utdelning trots att detta inte är i mindre ägares intresse. Detta scenario känns rimligt för många företag som kontrolleras av ägarfamiljer eller pensionsfonder. Vidare visade Agnblad et al (2001, s. 229) att den största ägaren i företag på Stockholmsbörsen hade ett ägande per

kapital på 1,47 vilket innebär att stora ägare kontrollerar större andel av företaget än av kapitalet. Trots att den studien har några år på nacken är det möjligt att antaga att liknande relation existerar fortfarande då det inte gjorts några förändringar i lagstiftningen. Således kan ägare med stora kontrollandelar men mindre kapitalandelar gå emot ägare som är i motsatt situation vilket skulle kunna ge effekt på aktiekursen. Ett sådant exempel skulle kunna vara förändringar i utdelningspolicy. Samtidigt har utdelning en positiv effekt under period 1 som varar i 12 år och innefattar både period 2 och 3 vilket gör att de företag som valt att använda utdelning under hela period 1 gynnats av investerare.

Vidare kan det diskuteras varför denna studie funnit ett samband som är motsatt det Lang och Stulz (1994) fann. De egenskaper, som tidigare nämnts, som skiljer den svenska marknaden från många andra kan vara en förklaring. Äldre aktieägare har enligt Miller och Modigliani (1961) ett intresse av att erhålla utdelning och enskilda ägare och ägarfamiljer har i Sverige möjlighet att erhålla stora kontrollandelar trots mindre kapitalandelar. Samtidigt kan Lang och Stulz val av tidsperiod vara en avgörande faktor. Denna studie har funnit tydliga skillnader mellan olika tidsperioder vilket också gör att valet av tidsperiod är direkt avgörande för resultatet. Vidare kan de nämnda skillnaderna i beskattningen för investerare länder emellan vara en viktig faktor i sammanhanget. Då skattesatsen är samma för utdelning som för kapitalvinst i Sverige har inte skatten någon påverkan på investerarens preferenser. Detsamma kan inte sägas om länder som USA där kapitalvinst beskattas som vanlig inkomst medan utdelning har en egen skattesats (Deloitte's International Tax and Business Guides 2012). De många olikheter som finns mellan den svenska och den amerikanska aktiemarknaden gör det problematiskt att hitta en ensam förklaring bakom de olika resultat som denna studie och studier som Lang och Stulz (1994) funnit. Val av tidsperiod samt skillnader mellan ländernas skattesatser och ägarstruktur kan alla ha en stark påverkan på resultatet. Oberoende vilken faktor som haft en avgörande påverkan har denna studie visat på att det finns tydliga skillnader i hur marknaden värderar utdelning. Skillnader finns inte bara mellan länder som Sverige och USA utan även mellan olika tidsperioder.

## 7. Slutsats

Detta arbete studerar hur ett företags utdelning påverkar dess Tobin's q samt huruvida påverkan skiljer sig åt under olika delar av en konjunkturcykel. Studiens resultat visar att utdelningen har en negativ påverkan under starka låg- och högkonjunkturer men en positiv påverkan under svagare delar av konjunkturscykeln. Storleken på den uppmätta påverkan som utdelning har på ett företags Tobin's q skiljer sig också åt mellan de olika perioderna. Under den valda lågkonjunkturen har utdelningen en negativ effekt som endast är en femtedel så stor som för den valda högkonjunkturen. Resultatet visar således att utdelningen har olika effekt under olika delar av konjunkturscykeln vilket också kan vara en förklaring till det spridda resultat som tidigare studier visat (Lang & Stulz 1994; Zou 2010; Hoyt & Liebenberg 2011). Vidare innebär detta att investerare värdesätter utdelning olika beroende på var i konjunkturcykeln man befinner sig. Detta kan även vara en förklaring till varför teorin inom området är så omfattande och väldiskuterat samtidigt som teoretiker fortfarande inte är överens om vilken påverkan utdelning har.

Den starka negativa effekt som utdelningen har på Tobin's q under högkonjunkturen skulle kunna förklaras av Hoyt och Liebenberg (2011) teori om att utdelning är ett tecken på att företaget inte längre har tillräckligt med lönsamma investeringsmöjligheter. Samma teori är en möjlig förklaring till den negativa påverkan som utdelning har under lågkonjunkturen. En annan förklaring kan vara att investerare hellre ser att företag behåller sina likvider under sämre tider som en buffert än att dela ut dem till aktieägare. Trots den negativa påverkan för låg- och högkonjunkturen som analysen resulterat i är påverkan positiv för den längre perioden som inkluderar de två ovannämnda perioderna. Utdelningen värderas positivt under de delar av konjunkturscykeln som inte är lika starka som de valda låg- och högkonjunkturerna. En förklaring till detta kan vara att utdelning är en effektiv metod att minska agentkostnaderna med. En estimering av Habib och Ljungqvist (2005) visar på att agentkostnaderna i de 200 största amerikanska företagen är 16 % av deras marknadsvärde vilket gör det till ett omfattande problem. Samtidigt kan den positiva påverkan för perioden förklaras av Wurglers (2004) teori om att investerare betalar ett premium för aktier med utdelning. Den svenska aktiemarknaden består av många stora ägarfamiljer och pensionsfonder som är intresserade av att erhålla likvider utan att minska sina kontrollandelar. Detta gör att det kan antagas att dessa betalar ett premium för aktier med utdelning.

## 8. Förslag till fortsatta studier

Kapitlet kommer ge förslag på fortsatta studier inom ämnet. Studiens resultat har uppmärksammat ett flertal intressanta områden som kommer diskuteras nedan.

Studien har visat att utdelning har en stark påverkan på företags Tobin's q och att påverkan skiljer sig mellan olika delar av konjunkturcykeln. Således har det bevisats att utdelningen påverkar företags Tobin's q och vidare dess värdering olika beroende på hur den rådande konjunkturen ser ut. Då denna studie endast inkluderat en låg- och en högkonjunktur skulle det kunna vara av intresse att studera en längre tidsperiod med ett flertal tydliga uppdelningar av konjunkturerna. En sådan studie kan tydligare visa på det samband som denna studie upptäckt. Vidare är det också möjligt att undersöka om sambandet existerat under tidigare perioder.

Denna studie har endast studerat företag noterade på NASDAQ OMX Nordic Stockholm vilket gör att resultatet endast går att applicera på den svenska marknaden. Samtidigt har många av de tidigare studierna som gjorts gällande utdelningens effekt på företagets värdering varit på den amerikanska marknaden. Resultaten från dessa har varit varierande och därför kan det vara av intresse att analysera den amerikanska aktiemarknaden utifrån det perspektiv som valts i denna studie. Om liknande samband upptäcks på andra aktiemarknader än den svenska skulle det kunna vara en förklaring till det varierande resultatet från tidigare studier.

Den svenska lagstiftningen har gjort att ägarstrukturen för företag noterade i Sverige skiljer sig från länder som USA. Det skulle således vara intressant att undersöka huruvida skillnader i ägarstruktur mellan olika marknader har någon tydlig effekt på hur vanligt förekommande utdelning är samt hur den påverkar företags värdering. I denna studie antogs det att utdelning värderas positivt av stora aktieägare som ägarfamiljer och pensionsfonder. Då svensk lagstiftning möjliggör stora kontrollandelar trots mindre kapitalandelar antogs det att ägarstrukturen var en stark faktor bakom studiens resultat. Genom att studera ägarstrukturens påverkan på utdelningen och värderingen kan eventuella skillnader mellan olika länder förklaras.

En intressant fortsättningsstudie kan vara att studera vilka teorier inom ämnet som kan förklara de tydliga skillnader som upptäckts mellan olika delar av konjunkturen. Ämnet innefattar ett stort antal olika teorier som kan vara förklaringar till varför investerare värderar utdelningen som de gör. Samtidigt har få teorier tagit konjunkturcykeln i beaktning utan förutsätter att den har låg påverkan. Det är därför möjligt att anta att olika teorier gäller under

olika perioder av konjunkturcykeln. Genom att studera vilka faktorer som är avgörande för investerare under olika perioder är det möjligt att förstå de skillnader för olika perioder som denna studie visat.

## 9. Källförteckning

### Litteratur:

Agnblad, J., Berglöf, E., Högfeldt, P., & Svancar, H. (2001). Ownership and Control in Sweden: Strong owners, weak minorities and social control. I Barca, F., & Marco, B. 2001: *The control of corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press, s. 228-259

Brooks, C. (2008). *Introductory Econometrics for Finance*. 2 ed. Cambridge: Cambridge University Press.

Denscombe, M. (2000). *Forskningshandboken – för småsakliga forskningsprojekt inom Samhällsvetenskaperna*. Lund: Studentlitteratur, Lund.

### Vetenskapliga artiklar:

Alkeback, P. (1997). *Do Dividend Changes Really Signal? - Evidence from Sweden*. Stockholm: Report No. 1997:6, School of Business, Stockholm University.

Allayannis, G., & Weston, J., (2001). The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value. *Review of Financial Studies* 14, s. 243-276.

Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A Catering Theory of Dividends. *The Journal of Finance*, Vol. LIX, NO. 3.

Bartram, S. M., Brown, G. W., & Fehle, F. R. (2009). International Evidence on Financial Derivatives Usage. *Financial Management*, s. 185-206.

Bergman, M. (2011). *Tidsbestämning av svensk konjunktur 1970-2010*. Rapport till Finanspolitiska rådet 2011/2, Københavns Universitet, ERRU, FRU och Finanspolitiska rådet.

Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and the 'Bird in the Hand' Fallacy. *Bell Journal of Economics*, Spring 1979, 10(1), s. 259-70.

Blundell, R., Bond, S., Devereux, M and Schiantarelli, F. (1992). Investment and Tobin's Q: Evidence from company panel data. *Journal of Econometrics*. Vol 51, Issues 1-2, January-February 1992, s. 233-257.

Bradley, M., Capozza, D. R., & Seguin P.J. (1998). Dividend Policy and Cash-Flow Uncertainty. *Real estate economics* V2e 4: s. 555-560.

Brav, A., Graham, J.R., Harvey, C.R., & Michaely, R. (2005). Payout Policy in the 21st Century. *Journal of Financial Economics* 77 (2005) s. 483-527.

Carter, D., Rogers, D., & Simkins, B. (2006). Does Hedging Affect Firm Value? Evidence from the U.S. Airline Industry. *Financial Management* (Spring 2006), s. 53-86.

- Chen, C., & Wu, C. (1999). The Dynamics of Dividends, earnings and prices: evidence and implications for dividend smoothing and signaling. *Journal of Empirical Finance* 6(1999) s. 29-58.
- Crutchley, C. E., & Hansen, R.S. (1989). A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *The Journal of the Financial Management*, December 1. 1989.
- DeAngelo, H., & DeAngelo. L. (2006). The irrelevance of MM dividend irrelevance theorem. *Journal of Financial Economics* 79 (2006), s. 293-315.
- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics* 89 (2008), s62-82.
- Easterbrook, F. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review* 72, s. 650-58.
- Eisenhardt, K.M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*. Vol. 14, No. 1, s. 57-74.
- Fama, E.F. (1965). Random Walks In the Stock Market Prices. *Financial Analysts Journal* Vol. 21 (1965) s. 55-59.
- Fama, E.F. French, K.R. (1988). Dividend Yields and Expected Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 22 (1988) s. 3-25.
- Fama, E.F. French, K.R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lover propensity to pay?. *Journal of Financial Economics* 60 (2001) s. 3-43.
- Fatemi, A.M., & Bildik, R. (2012). Yes, dividends are disappearing: Worldwide evidence. *Journal of Banking & Finance* 36 (2012) s. 662-667
- Fazzari, S.M., Hubbard, R.G., Petersen, B.C., Blinder, A.S., & Poterba, J.M. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1988, No. 1 (1988), s. 141-206.
- Ghosh, C., & Sirmans, C. F. (2006). Do managerial motives impact dividend decisions in REITs?. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 32(3), s. 327–355
- Gordon, M.J. (1959). Dividend, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 41. No. 2, Part 1 (1959), s. 99-105
- Griffith, J. (1999). CEO ownership and firm value. *Managerial and Decision Economics*, vol. 20, nr. 1, s. 1-8
- Hoyt. R. E., & Liebenberg, A. P. (2011). The Value of Enterprise Risk Management. *Journal of Risk and Insurance* 00(0), s. 1-28
- Jankensgård, H. (2011). *Essays on Corporate Risk Management*. Lund: Lund Institute of Economics Research School of Economics and Management.

- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Costs and Capital Structure. *Journal of Financial Economics* (1976). s. 305-360
- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, Vol 76. No 2. May 1986, s. 323-329
- Jin, Y., & Jorion, P. (2006). Firm Value and Hedging: Evidence from U.S. Oil and Gas Producers. *Journal of Finance* 61(2), s. 893-919
- Johnsen, B. (2010) Jargon alert : Information Asymmetry, Federal Reserve Bank of Richmond. *Region Focus*, 2010 4Q, s 10
- Kose, J., & Williams, J. (1985). Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium. *Journal of Finance*, 1985, 40(4), s. 1053-70
- Klock, M., Baum, C.F., Thies, C.F. (1996). Tobin's Q, Intangible Capital, and Financial Policy. *Journal of Economics and Business* 1996 Volume 48, Issue 4, s. 387 - 400
- Lang, L. H. P., & Stulz, R. M. (1994). Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance. *Journal of Political Economy* 102(6), s. 1248-1280
- Gordon, L.A., & Myers, M.D. (1998). Tobin's q and overinvestment. *Applied Economics Letters*, Jan 1998, Vol.5 Issue 1, s. 1-4
- Leary, M.T., & Michaely, R. (2011). Determinants of Dividend Smoothing: Empirical Evidence. Oxford: Oxford University Press, *The Society for Financial Studies* (2011), 24 (10): 3197-3249
- Lindenberg, E.B., & Ross, S.A. (1981) Tobin's q Ratio and Industrial Organization. *The Journal of Business*, vol 54, nr 1, s. 1-32
- Lintner, J. (1956). Distributions of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, Vol. 46, No. 2 (1956) s. 97-113
- Lintner, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 44, No. 3 (1962), s. 243-269
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, 54: s. 471-517
- Magni, C.A. (2010). Relevance or Irrelevance of Retention for Dividend Policy Irrelevance. *International Review of Applied Financial Issues and Economics*, Vol. 2, No. 2, s. 232-247
- Miller, M.H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, vol 34, No 4, Okt 1961, s. 411-433
- Miller, M.H., & Rock, K. (1985). Dividend Policy Under Asymmetric Information. *Journal of Finance*, September 1985, 40(4), s. 1031-51

Norohna, G. M., Shorme, D.K., & Morgan, G.E. (1996). The monitoring rationale for dividends and the interaction of capital structure and dividend decisions. *Journal of Banking and Finance* 20, s. 439-459

Sekerci, N. (2012). *Working paper: Does Enterprise Risk Management Create Value for Firms?: Evidence from Nordic Countries*. Lund: Lund Institute of Economics Research School of Economics and Management.

Zou, H. (2010). Hedging Affecting Firm Value via Financing and Investment: Evidence from Property Insurance Use. *Financial Management* (2010), s. 965-995.

### **Elektroniska Källor:**

Deloitte's International Tax and Business Guides 2012, April 14, 2012 från:  
[http://www.deloitte.com/view/en\\_GX/global/services/tax/cross-border-tax/international-tax/taxation-and-investment-guides/26563f95c3efd110VgnVCM100000ba42f00aRCRD.htm](http://www.deloitte.com/view/en_GX/global/services/tax/cross-border-tax/international-tax/taxation-and-investment-guides/26563f95c3efd110VgnVCM100000ba42f00aRCRD.htm)

### **Databaser:**

Thompson Reuters Datastream (Datastream)

## Bilaga 1. Definition av variabler

### Definitionen av variabler

<b>Variabler</b>	<b>Definition</b>	<b>Källa</b>
<b>Tobin's q</b>	Logaritmerat värde av $((\text{Marknadsvärdet av eget kapital}_T + \text{Totala skulder}_T) / \text{Totala tillgångar}_T)$	Datastream
<b>Storlek</b>	Logaritmerat värde av totala tillgångar <sub>T</sub>	Datastream
<b>Skuldsättningsgrad</b>	$\text{Totala skulder}_T / \text{Totala tillgångar}_T$	Datastream
<b>Lönsamhet</b>	$\text{Nettoresultat}_T / \text{Totala tillgångar}_T$	Datastream
<b>Tillväxtpöjligheter</b>	$\text{Investeringar}_T / \text{Totala intäkter}_T$	Datastream
<b>Utdelning</b>	$\text{Utdelning per aktie}_T / \text{Vinst per aktie}_T$	Datastream
<b>Geografisk diversifiering</b>	$(\text{Försäljning utomlands}_T / \text{Totala intäkter}_T) * 100$	Datastream
<b>Räntetäckningsgrad</b>	$\text{EBIT}_T / \text{Räntebetalningar på skulder}_T$	Datastream

Not: Samtliga värden är bokförda värden från respektive företags årsredovisningar men har beräknats på månadsbasis om inget annat nämns.

## Bilaga 2. Exkluderade företag

Följande företag har exkluderats från studien då tillräcklig finansiell data saknats

---

<b>Nummer</b>	<b>Företagets namn</b>
1	AUTOLIV
2	BOULE DIA
3	CAVOTEC
4	CDON GROUP AB
5	CELLAVISION
6	CLOETTA
7	COASTAL CONTACTS
8	CONCENTRIC
9	DEDICARE
10	DGC ONE
11	ENQUEST
12	ETRION CORP
13	FINNVEDENBULTEN
14	KAROLINSKA
15	LUNDIN MINING
16	MILLICOM INTL
17	MOBERG DERMA
18	MQ HOLDING AB
19	NORDIC MINES AB
20	SAGAX
21	SEMAFO
22	STORA ENSO
23	SWECO AB B
24	TRANSMODE HOLDING AB

### Bilaga 3. Stickprov

Följande företag innefattades i det stickprov som gjordes för åren 2002, 2006 samt 2011

---

<b>Nummer</b>	<b>Företagets namn</b>
1	Boliden
2	Connecta AB
3	Duni AB
4	Holmen AB
5	Lammhults
6	Mekonomen AB
7	Modern Times Group (MTG)
8	SKF AB
9	Svenska Cellulosa AB
10	AB VOLVO

## Bilaga 4. Artikel

### Effekten av utdelning på företags värdering under olika delar av konjunkturcykeln – Utdelning på Nasdaq OMX Nordic Stockholm

---

**Hur påverkar egentligen utdelning värderingen på svenska börsnoterade bolagen? Finns det några tydliga skillnader för valet av period, om exempelvis en konjunkturcykel undersöks? Tidigare forskning har varit minst sagt oense om hur stor, eller om utdelning överhuvudtaget har en påverkan på marknadsvärdet på bolag. Denna artikel syftar till att presentera ny forskning kring ämnet, baserat på den svenska börsen och åren 2001-2011 med en uppdelning på tre perioder. En slutsats är att lönsamhetens effekt kan antas avta under perioder där investerare har oro inför den kortsiktiga framtiden. Om ingen tydlig konjunkturtrend visar sig finner sig istället investerare i osäkerhet.**

*Av Mikael Helgesson och Niklas Lindberg*

Grunden till forskningsarbetet bakom denna artikel var att kunna utröna utdelningens betydelse på den svenska börsen för marknadsvärdet på bolagen. Tidigare forskning har oftast kretsat kring andra länder, där resultaten inte är applicerbara för den svenska skattemodellen när det kommer till utdelning. Samt att forskningen koncentrerat sig på en period i taget. Teorierna och litteraturen är riklig när det kommer till utdelning. Det stora problemet är dock de icke definitiva slutsatser som dragits i forskningens namn. Olika länder samt de olika perioder som använts har öppnat upp för både ett negativt och ett positivt samband för utdelning och

marknadsvärdet. För att ta fram en djupare insikt med fokus på den svenska börsen under 2000-talets början togs det hänseende till periodens delar, där konjunkturcykelns påverkan undersöks.

#### *Perioden 2001-2011*

Perioden för studien är indelad i tre delar, en del för hela perioden, enligt de typiska tidigare studier som gjorts, med de två kvarstående delarna som representerar lågkonjunkturen samt högkonjunkturen under perioden. Konjunktursbestämningen utgick från tidigare studier av Mikael Bergman ("Tidsbestämning av svensk konjunktur 1970-2010", 2011). Uppdelningen är enligt; 2003-2008 högkonjunktur med en vändning 2008-2009 till lågkonjunktur samt hela perioden 2001-2011 som en period av mer än en hel konjunkturcykel. Den sista perioden, vilken studiens upphovsmakare anser, innefattar kortare perioder av osäkerhet och svagare konjunktur.

#### *Utdelning*

Utdelning har länge diskuterats och i över femtio år har teorierna samt forskningen fortsatt och är fortfarande aktuell. Ingenting kring utdelning är ett faktum då stora forskare inte ens kan enas kring dess betydelse för företagsvärdering. Oavsett om sambandet är negativt eller positivt finns det många teorier som argumenterar för en påverkan. De flesta stora studier pekar på ett negativt samband varför resultaten från denna studie ger intressanta svar, med både negativa och positiva samband, beroende på vilken period som undersöks.

#### *Slutsats*

Studien visar att utdelningen har en negativ påverkan under starka låg- och

högkonjunkturer. Det intressanta är dock att för hela perioden visar utdelningen ett positivt samband, alltså en positiv påverkan under svagare delar av konjunkturcykeln. De olika resultaten som tidigare givits av forskare stämmer även de in på denna studie. Effekterna visade sig vara olika för olika delar av konjunkturcykeln, för lågkonjunktur är den negativa effekten en femtedel av den negativa effekten under högkonjunkturer. Då hela perioden visar ett ännu starkare positivt samband än de negativa sambanden under de starka konjunkturperioderna. Detta skulle innebära att investerare värdesätter utdelning olika beroende på var i konjunkturcykeln marknaden befinner sig. Då detta inte tagits till vara på under andra undersökningar är kanske inte de olika resultaten lika förvånande.

#### *Forskningsstudien*

*Slutsatserna i artikeln grundar sig på resultat från en studie utförd av Mikael Helgesson och Niklas Lindberg (2012). Resultaten i denna artikel framställdes med en regressionsmodell, the fixed effects model, vilken avser att testa sambandet mellan utdelning och företagsvärde. Den beroende variabeln och studiens mätvariabel för företagsvärde var Tobin's q. Regressionen utfördes på 255 företag börsnoterade på Nasdaq OMX Nordic Stockholm, efter ett bortfall på 24 från de samtliga 280 noterade bolagen.*