



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska Institutionen
FEKN90, Företagsekonomi
Examensarbete på Civilekonomprogrammet
VT 2014

Vad bestämmer utdelningsnivån?

- En studie på börsnoterade företag i Sverige

Författare

Johan Johansson
Vedrana Ladan

Handledare

Claes Svensson

Förord

Vi vill rikta ett stort tack till vår handledare Claes Svensson för de goda råd och stöd han har givit oss under examensarbetets gång. Vi vill också tacka våra opponenter för goda råd och konstruktiv kritik.

Johan Johansson

Vedrana Ladan

Lund den 16 maj 2014

Sammanfattning

Titel:	Vad påverkar utdelningsnivån? – En studie på börsnoterade företag i Sverige
Ämne/kurs:	FEKN90, Examensarbete Magisternivå, Finansiering, 30 högskolepoäng (30 ECTS)
Seminariedatum:	2014-05-26
Författare:	Johan Johansson och Vedrana Ladan
Handledare:	Claes Svensson
Nyckelord:	Utdelningsnivå, signaleringsteorin, agentteorin, finanskris, Sverige, koncentrerat ägande
Syfte:	Studiens syfte är att undersöka vilka företagsspecifika faktorer som påverkar utdelningsnivån i företag listade på Stockholmsbörsens Large Cap- och Mid Cap-listor och huruvida finanskriser har någon effekt på utdelningsnivån.
Teoretiska perspektiv:	Ett flertal utdelningsbaserade teorier ligger till grund för studiens teoretiska perspektiv. De centrala är agentteorin, signaleringsteorin och Linterns teori som tillsammans med tidigare studier kommer att användas som grund för studien.
Metod:	Uppsatsen är uppbyggd som en kvantitativ studie med en deduktiv ansats där multipel regressionsanalys har använts som huvudverktyg.
Empiri:	Studien baserad på data från 92 företag som är registrerade på Stockholmsbörsens (OMX) Large Cap- och Mid Cap-lista under åren 2007 till 2012. Data har hämtats från databasen Capital IQ och företagens årsredovisningar.
Resultat:	Studiens resultat visar att lönsamheten, ägarkoncentration och finanskriser har en inverkan på utdelningsnivån. Sambandet mellan kassaflöde, företagsstorlek, skuldsättningsgrad, aktieåterköp och utdelningsnivån går däremot inte att statistiskt säkerställa.

Abstract

- Title:** What determines the dividend payout ratio?
– A study on listed companies in Sweden
- Course:** FEKN90 Master thesis in business administration, 30 University Credit Points (30 ECTS)
- Seminar date:** 2014-05-26
- Authors:** Johan Johansson and Vedrana Ladan
- Advisor:** Claes Svensson
- Key words:** Dividend payout ratio, signalling theory, agency theory, financial crisis, ownership concentration
- Purpose:** The purpose of the study is to investigate which company selected factors determine the dividend payout ratio in companies listed on NASDAQ OMX Stockholm Large Cap and Mid Cap.
- Theoretical perspectives:** The main theories used in this study are agency theory, signaling theory and Lintner's smoothing theory which will be complemented with previous studies.
- Method:** The study is quantitative and has a deductive approach, with the multiple regression model as the main tool.
- Empirical foundation:** The study includes 92 companies listed on NASDAQ OMX Stockholm Large Cap and Mid Cap.
- Results:** The results show that profitability, ownership concentration and financial impact the dividend payout ratio. However, cash flow, company size, leverage, share repurchases show no significant relationship with dividend payout ratio.

Innehållsförteckning

1. Inledning	7
1.1 Bakgrund	7
1.2 Problemdiskussion.....	9
1.3 Problemformulering	10
1.4 Syfte.....	10
1.5 Avgränsningar	11
1.6 Målgrupp	11
1.7 Disposition.....	11
2. Den svenska kontexten.....	12
2.1 Definition av utdelning.....	12
2.2 Aktiebolagslagen	13
2.3 Aktieägandet i Sverige	13
3. Teoretisk referensram.....	15
3.1 Litteraturoversikt	15
3.1.1 Fågel i handen-teorin.....	15
3.1.2 Lintners utjämnings teori	16
3.1.3 Irrelevansteorin	16
3.1.4 Agentteorin	17
3.1.5 Signalerings teorin	19
3.1.6 Livscykelteorin.....	20
3.1.7 Klienteffekten.....	21
3.1.8 Teorin om catering av utdelning	21
3.1.9 Sammanfattning av teorier	22
3.2 Uppsatsens hypoteser	22
3.2.1 Kassaflöde	23
3.2.2 Lönsamhet	23
3.2.3 Företagsstorlek.....	25
3.2.4 Skuldsättningsgrad	25
3.2.5 Aktieåterköp.....	27
3.2.6 Ägarkoncentration.....	28
3.2.7 Sammanställning av hypoteserna	30

4. Metod	31
4.1 Forskningsansats.....	31
4.2 Val av undersökningsobjekt	31
4.2.1 Val av tidsperiod	31
4.2.2 Definition av population.....	32
4.2.3 Datainsamling	34
4.2.4 Justering av populationen	35
4.2.5 Deskriptiv statistik.....	35
4.3 Källkritik.....	35
4.3.1 Reliabilitet	35
4.3.2 Validitet	36
4.4 Variabler	36
4.4.1 Beroende variabel	36
4.4.2 Oberoende variabler	37
4.4.3 Sammanställning över mätenheter	40
4.5 Regressionsmodellen	41
4.5.1 Paneldataanalys	41
4.5.2 OLS-antaganden.....	43
5. Resultat och Analys	44
5.1 Deskriptiv statistik.....	44
5.1.1 Deskriptiv statistik på samtliga variabler	44
5.1.2 Utdelningsnivå och lönsamhet	45
5.1.3 Ägarkoncentration.....	45
5.1.4 Aktieåterköp.....	46
5.2 Resultat från regressionsanalys	47
5.2.1 Validitetstest	47
5.2.2 Lönsamhet	48
5.2.3 Ägarkoncentration.....	49
5.2.4 Anledningar till icke signifikanta resultat.....	50
5.2.5 Kassaflöde	51
5.2.6 Företagsstorlek.....	52
5.2.7 Skuldsättningsgrad	53
5.2.8 Aktieåterköp.....	54
5.2.9 Tidsperiodens betydelse	55

6. Slutsatser	58
6.1 <i>Sammanfattning och avslutande diskussion</i>	58
6.2 <i>Förslag till vidare studier</i>	60
Referenser	61
Böcker.....	61
Artiklar	61
Elektroniska referenser	66
Övriga referenser	66
Bilagor.....	67
Bilaga 1 – Lista över population	67
Bilaga 2 – Lista över banker och investmentbolag	68
Bilaga 3 – Lista över företag som inte gett utdelning	68
Bilaga 4 – Ej börsnoterade företag	69
Bilaga 5 – Antal inkluderade observationer	69
Bilaga 6 – Validitetstester	70
Bilaga 7 – Artikel	72

1. Inledning

I detta kapitel redogörs bakgrunden till området som ämnas undersökas, vilket lägger grunden för problemdiskussionen som sedan leder till en distinkt problemformulering och ett tydligt syfte.

1.1 Bakgrund

Inom finansiell ekonomi behöver beslutsfattare i företag fatta sina beslut med omsorg när det gäller tre saker; investeringar, hur dessa investeringar skall finansieras samt utdelning. Investeringsbesluten handlar ofta om vilka tillgångar som skall förvärfvas medan finansiering berör hur dessa tillgångar skall finansieras. Utdelning innebär en distribuering av likvida medel till aktieägarna. När företag genererar vinst står de inför ett viktigt beslut, och det är hur stor proportion av vinsten som skall distribueras för att tillgodose sina aktieägare. Ett alternativ till utdelning är att återinvestera dessa likvida medel i verksamheten för att kunna generera större framtida vinster. Oavsett vilket beslut ledningen fattar, måste de balansera mellan målet att maximera företagets värde och aktieägarnas rikedom. I tider då finanskris råder ställs dessa beslut till sin spets, eftersom framtida kassaflöden blir osäkra och tillgången av likvida medel minskar, vilket gör beslutet om återinvestering eller utdelning ännu mer komplext. Hur ledningen fattar beslut om företagets utdelningspolicy är ett föremål för diskussion. De faktorer som ligger till grund för en viss utdelningsnivå framförs vagt och de motiveringar till utdelning som anges i bland annat årsredovisningar varierar bland företagen. Ofta motiveras utdelningshöjningar med hög tillväxt eller rekordvinster, vilket överensstämmer med utdelningens huvudsakliga syfte att dela ut den genererade vinsten, men förklarar inte utdelningsnivån till fullo.

Utdelningspolicy är ett ämne som det har forskats inom under en lång tid som dock fortfarande kan ses som något av en gåta. Det finns alltså ingen komplett bild av vilka företagsspecifika faktorer som uppges påverka ett företags utdelningsnivå i Sverige. Inte heller i andra länder har alla de faktorer som påverkar utdelningen kartlagts. Det har föranlett till ett stort intresse från forskare som framförallt är baserade i USA, och detta intresse har resulterat i flera framstående teorier och studier. Det som ligger till grund för studierna är amerikanska förhållanden, med dess ägarstruktur och lagar. En väl uppmärksammas forskare är Lintner (1956), vars resultat är aktuella än idag, som undersökte hur beslutsfattare i amerikanska företag bestämde utdelningsnivån. Han fann att beslutsfattarna försökte jämna ut utdelningarna på de långsiktiga vinstnivåerna och att de var ovilliga till att göra

utdelningsförändringar som möjligen skulle komma att bli återjusterade. Kritik mot hans resonemang har dock förts fram då resonemanget saknar en klar teoretisk koppling. En teori som försöker förklara utdelningsnivån är signaleringsteorin. Teorin förutsätter att informationsasymmetri existerar mellan ledningen i företaget och investerare. Detta eftersom att ledningen i praktiken har tillgång till mer information än investerarna. Det innebär att beslutsfattarna på något sätt måste förse investerarna med den informationen för att aktiens pris ska avspegla det ”sanna” värdet på företaget. Utdelningarna fungerar då som en signal och förmedlar information till marknaden om företagets framtida kassaflöden, vilket gör att det ”sanna” värdet på företaget avspeglas i aktiens pris (Watts, 1973). En annan teori utgår även den ifrån att informationsasymmetrier existerar mellan ledningen och investerarna. Detta kan ge upphov till principal-agent-problem som uppkommer när ägande och kontroll separeras, eftersom ledningen inte har samma intressen som aktieägare och där aktieägarna inte har någon möjlighet att övervaka ledningen. Ledningen ägnar sig istället åt aktiviteter som gynnar dem personligen och missgynnar aktieägarna. De kostnader som uppstår på grund av principal-agent-problemet kallas agentkostnader. Dessa kostnader kan minskas genom att minska tillgängligheten av likvida medel i företaget, eftersom att det blir en form av övervakning som minskar informationsasymmetriproblemet (Easterbrook, 1984).

Det råder än idag delade meningar om vilka faktorer det är som styr utdelningen i företag trots omfattande forskning. Vad som dock är viktigt att ta hänsyn till är att olika aktieägare har olika preferenser och behov och därför värderar utdelning olika. Investerare som har mindre möjlighet till att förändra sin totala inkomst, exempelvis pensionärer, värderar utdelningar högre än investerare som har större möjlighet att förändra den totala inkomsten. Även psykologiska faktorer, så som inställning till risk påverkar synen på utdelning (Shefrin & Statman, 1984). En undersökning från Aktiespararna som genomfördes 2011, där man undersökte utdelningens betydelse för privatpersoner, visade att 50 procent av respondenterna ansåg att utdelningen är någorlunda viktig för privatekonomin, 34 procent ansåg att utdelningar inte betyder så mycket och för cirka 12 procent var den väldigt viktig (Olsson, 2011). Att det finns ett intresse för de företag som ger den högsta utdelningen har gjorts tydligt genom rubriker såsom ”*Här finns höga utdelningar*”, ”*10 utdelningsmonster att köpa*” och ”*Så får aktieportföljen säkrare utdelning*”.

1.2 Problemdiskussion

Som tidigare konstaterats så råder det oenighet kring vilka faktorer som påverkar utdelningsnivå. Det har bedrivits en stor mängd forskning kring detta ämne där resultaten kan summeras av Blacks (1976, s. 5) välkända formulering om utdelningspusslet som fortfarande är aktuell än idag:

”The harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just don’t fit together.”

Tidigare studier har undersökt företagsspecifika faktorer som exempelvis företagsstorlek, lönsamhet och skuldsättning. Bland annat Fama och French (2001) utförde en studie på amerikanska företag under tidsperioden 1926-1999 som visade ett positivt samband mellan utdelningsnivå och storleken på företaget. De fann att de företag som väljer att dela ut sin vinst är i genomsnitt 13 gånger större än de som inte ger ut någon utdelning. Aivazian, Booth och Cleary (2001) undersökte sambanden mellan lönsamhet och utdelningsnivån i USA och tillväxtmarknader under tidsperioden 1980-1990. De fann ett starkt positivt samband mellan lönsamheten i företagen och deras utdelningsnivå. Sambanden är dock inte givna för de företagsspecifika variablerna eftersom resultaten på studierna som har gjorts har varit varierande och indikerar att det finns landspecifika faktorer som påverkar utdelningen. Företagsspecifika faktorer som har visat sig vara signifikanta i USA, exempelvis lönsamhet, har varit icke signifikanta i andra länder som till exempel Tyskland och Nederländerna (Trotz, 2013). Trotz föreslog att ägarkoncentration skulle kunna vara en förklarande faktor eftersom företag i de båda länderna oftast har koncentrerat ägande, till skillnad från USA, där ägandet brukar vara spritt.

Ingen tidigare studie har undersökt vilka företagsspecifika faktorer som påverkar utdelningsnivån i svenska börsnoterade företag. Svenska förhållanden har vissa faktorer som gör den unik. Till exempel har börsnoterade företag i Sverige, precis som i Tyskland och Nederländerna, ofta en koncentrerad ägarstruktur. Den svenska marknadens landspecifika faktorer, i kombination med att studier har visat att det råder skillnader i resultat länder emellan samt att det saknas studier gjorda på den svenska marknaden, gör det intressant att undersöka vilka företagsspecifika faktorer som påverkar utdelningsnivån i svenska börsnoterade företag.

En annan viktig aspekt är dessutom perioden som avser undersökas. De flesta studier som har gjorts har undersökt perioder som har varit långa och därmed har finanskrisers påverkan jämnats ut och andra har enbart undersökt ett fåtal år där kriser inte har inkluderats. Anledningen till att tidsperioden som undersöks är viktig eftersom till exempel lönsamhet i de flesta studierna har haft ett positivt samband med utdelningsnivån, medan Nguyen et al. (2013) fann ett negativt samband mellan lönsamhet och utdelningsnivå när de undersökte en kortare tidsperiod där en finanskris var inkluderad. De förklarade sambandet med att företag är mer försiktiga när det råder finanskris och vill behålla likvida medel för att ha som säkerhet ifall de skulle behövas. De utdelningsbaserade teorierna förutsätter att företag har förmågan att betala utdelningar, medan förmågan att betala utdelningar minskar vid kriser eftersom att kassaflödena blir mer osäkra vid kriser. Vi avser att, precis som Nguyen et al. (2013) att undersöka en sammanhängande period mellan år 2007-2012 där finanskrisen 2008 inkluderas. Det innebär att studien även avser att undersöka vilka potentiella effekter en finanskris kan ha på utdelningsnivåer.

Det kan även konstateras att det inte enbart finns ett intresse för utdelningar bland forskare, utan intresset är även stort bland investerare. På grund av olika preferenser värderar investerare utdelning olika. Vid val av aktier kan det därför vara av intresse för de olika grupperna att veta vilka företagsspecifika faktorer det är som styr utdelningsnivån. På så sätt kan de och övriga intressenter utefter sina egna preferenser identifiera företag med låg eller hög framtida utdelningsnivå, det vill säga andelen av företagets årliga vinst som delas ut till aktieägarna.

1.3 Problemformulering

Vilka företagsspecifika faktorer påverkar utdelningsnivån i svenska börsnoterade företag och har finanskriser någon påverkan på utdelningsnivån?

1.4 Syfte

Syftet med studien är att undersöka vilka företagsspecifika faktorer som påverkar utdelningsnivån i börsnoterade företag i Sverige och om finanskriser har någon påverkan på utdelningsnivån.

1.5 Avgränsningar

Vi har valt att enbart undersöka tidsperioden mellan 2007 och 2012, för att inkludera både en nedgång och uppgång i konjunkturen, men även för att undersöka hur en finanskris påverkar utdelningsnivån. Ytterligare avgränsningar är att studien endast ämnar undersöka svenska publika företag noterade på Stockholmsbörsens Large Cap- och Mid Cap-listor under hela tidsperioden.

1.6 Målgrupp

Uppsatsen är framförallt ämnad för forskare och studenter inom området finansiering. Även privata investerare och övriga intressenter som vill veta vilka faktorer som påverkar utdelningsnivån hoppas vi ska finna intresse i denna uppsats.

1.7 Disposition

Kapitel 2 – Den svenska kontexten: I detta kapitel ges en introduktion och definition till ämnet utdelning, samt en introduktion till hur aktieägandet kan se ut i Sverige.

Kapitel 3 – Teoretisk referensram: I detta kapitel sammanställs de teorier som är relevanta för den här uppsatsen. Med utgångspunkt i dessa teorier formuleras sedan totalt nio hypoteser.

Kapitel 4 – Metod: I detta kapitel förklaras och redogörs för vilken tidsperiod och population som skall undersökas i denna studie. Vidare beskrivs de variabler som skall testas i regressionsmodellen.

Kapitel 5 – Resultat och analys: I detta kapitel presenteras och analyseras resultaten från regressionsmodellen.

Kapitel 6 – Slutsats: Detta kapitel innehåller författarnas egna reflektioner kring resultatet samt förslag till vidare studier.

2. Den svenska kontexten

I detta kapitel kommer utdelning att definieras och de lagliga ramarna för utdelning att presenteras. Utöver det kommer kapitlet att redogöra för hur det svenska aktieägandet ser ut och vad det kan ha för effekter på utdelning.

2.1 Definition av utdelning

Att definiera begreppet utdelning är inte helt enkelt. Detta eftersom det inte finns någon internationellt erkänd och standardiserad definition på utdelning. En omfattningsrik definition på utdelning är:

*”Alla sätt på vilket företaget ämnar överföra tillgångar från bolaget till dess aktieägare”
(Ross, Westerfield & Jordan, 2006, s. 573).*

Dock innefattar den definitionen fler sätt än utdelning att distribuera tillgångar till företagets aktieägare, varpå en snävare definition av utdelning behövs:

”Nuvarande eller balanserade vinster som kontant betalas ut till aktieägarna” (Ross et al., 2006, s. 573).

Enligt Berk och DeMarzo (2011) finns två typer av utdelning:

1. En *ordinarie utdelning*, där företagen i USA delar ut utdelning vid ordinarie tillfällen kvartalsvis, medan företagen i Sverige i huvudsak delar ut utdelning en gång per år. Storleken på utdelningen har liten variation i de amerikanska bolagen.
2. En *extrautdelning*, som vanligtvis är mycket större än en ordinarie utdelning. Dessa sker oregelbundet utöver ordinarie utdelning och är en engångsföreteelse.

Den här studien kommer inrikta sig på den ordinarie utdelningen, då den är regelbundet återkommande teoretiskt sett till skillnad från extrautdelningar. Den ordinarie utdelningen är den form av utdelning som de teorier som kommer redogöras för i kapitel 3 bygger på. Det finns flertalet alternativ till utdelning för bolag att använda sig av för att betala ut sin vinst. Alla dessa alternativ är en del av företagets utdelningspolicy. Exempelvis kan företaget behålla vinsten, och då använda vinsten till att investera i nya projekt eller öka dess likvida

medel. Ett annat sätt är att betala ut denna vinst, och detta kan göras genom att ge ut utdelning eller köpa tillbaka utestående aktier i det egna bolaget (Berk & DeMarzo, 2011).

2.2 Aktiebolagslagen

Beslut om att betala utdelning och dess storlek fattas av bolagsstämman på förslag av bolagets styrelse enligt 18 kap 1 § Aktiebolagslagen (SFS 2005:551). Bolaget kan dela ut hela årets vinst och de balanserade vinsterna. Det är alltså möjligt för ett företag att dela ut hela det fria kapitalet till aktieägarna, oavsett om det har gjort en förlust senaste året, så länge det finns balanserade vinster kvar. Långgivare skyddas genom att det egna bundna kapitalet inte får delas ut, såsom aktiekapital och reservfond enligt 17 kap 3 § Aktiebolagslagen (SFS 2005:551). En aspekt att ta hänsyn till angående utdelning är skatt. Detta eftersom aktieägare drabbas av en dubbelbeskattning då företag delar ut utdelning, eftersom vinsten först har beskattats och sedan beskattas aktieägarna på kapitalbeskattning på utdelningen. Dock behöver inte aktieägare endast vara privata investerare, aktieägare kan också vara institutionella ägare såsom fonder och investmentbolag. Det finns även utländska ägare som beskattas i sina hemländer. Ur vissa aktieägars synpunkt är det därför bättre om företaget väljer att inte dela ut sina vinster och istället behåller dessa i bolaget för att därmed öka värdet på aktien. Detta ämne kommer att behandlas senare i uppsatsen.

2.3 Aktieägandet i Sverige

När man talar om ägarkoncentration talas det ofta om hur stor andel av aktiekapitalet de största ägarna innehar. Äger de en stor del av aktiekapitalet har företaget ett koncentrerat ägande, men är det många mindre ägare är ägandet spritt. På den här punkten skiljer sig ägarstrukturen i svenska börsnoterade företag från ägarstrukturen i andra länder. Framförallt skiljer den sig mot den amerikanska strukturen där det råder ett betydligt mer spritt ägande. Den svenska ägarmodellen karaktäriseras av ett koncentrerat ägande där kontrollen är koncentrerad till en eller två stora ägare. Ofta är det traditionella svenska ägarfamiljer som innehar den här kontrollen, som till exempel Wallenberg- och Lundberg-sfären. Kontrollen upprätthålls oftast med hjälp av röstdifferentierade aktier, vanligtvis kallade A- och B-aktier, vilket innebär att de olika aktierna har olika rösträtt. Det innebär att det går att äga en liten andel av aktiekapitalet, men ha mycket kontroll beroende på vilka aktier som innehavet består av. Även så kallat pyramidägande används för att ha mycket kontroll utan att äga mycket aktiekapital, genom att en aktieägare utövar kontroll av ett företag, som i sin tur kontrollerar ett annat företag. Även förekomsten av korsägande, då två företag äger aktier i varandra

förekommer frekvent. Den amerikanska lagstiftningen har inte varit lika tillåtande av den här typen av kontrollmekanismer, vilket har resulterat i ett mer spritt ägande (Söderström et al, 2003).

Dessa tre kontrollfaktorer har tillsammans gjort det lättare för stora ägare att utöva sin kontroll genom en liten kapitalbas. Bebchuk, Kraakman och Triantis (2004) visade i sin studie att dessa tre faktorer ökar risken för att storägarna ska missbruka sin makt, vilket missgynnar minoritetsägarna. La Porta (1999) fann när han undersökte de 27 rikaste länderna i världen att Sverige var det land där användandet av röstdifferentierade aktier var som störst. Näst efter Belgien var Sverige det land som mest använde sig av pyramidägande och på en tredje plats vad det gäller korsägande. Trots detta menade Holmén och Knopf (2004) att risken är liten för att de stora ägarna missbrukar sin position och att de små aktieägarna blir lidande. De menar således att Sverige har ett bra minoritetsägarskydd. Italien, som generellt har en hög ägarkoncentration och där pyramidägande är väldigt vanligt, undersöktes av Mancinelli och Ozkan (2006). De undersökte sambandet mellan ägarkoncentrationen och utdelningsnivån och fann att utdelningen minskade när ägarkoncentrationen ökade, vilket de hänförde till problemet med att stora ägare exploaterar sin makt och att de mindre ägarna missgynnas.

3. Teoretisk referensram

I detta kapitel kommer vi att presentera relevant teori för frågeställningen och syftet. Därefter presenteras hypoteserna som grundar sig i de redogjorda teorierna samt tidigare studier.

3.1 Litteraturöversikt

Utdelning är ett ämne som det har forskats frekvent inom sedan 1950-talet, vilket har resulterat i en stor mängd teorier och studier som försöker förklara vilka faktorer som påverkar utdelning. Miller och Modiglianis irrelevante teori (1961) lade en fundamental grund då den utgår från att en perfekt marknad råder och av den anledningen är utdelningens nivå irrelevant. Eftersom marknadsimperfectioner existerar, som exempelvis transaktionskostnader och informationsasymmetri, har de flesta teorier haft någon av dessa marknadsimperfectioner som utgångspunkt och genom dessa försökt att förklara utdelningsnivån. För att förstå utdelningens komplexitet följer nedan en redogörelse av de teorier som är rådande i nuläget.

3.1.1 "Fågel i handen"-teorin

"Fågel i handen"-teorin var en av de första teorierna att behandla ämnet utdelning. Den slog fast att utdelningar bidrog till en ökning av företagets värde. På grund av osäkerhet och informationsasymmetrier menade Graham och Dodd (1951) att investerare föredrar att vinsten som genereras delas ut än att den stannar kvar i företaget. Detta minskar osäkerheten kring framtida kassaflöden. De menade dessutom att aktier vars utdelning var hög skulle stiga i pris då efterfrågan på dessa skulle vara högre än utbudet. Enligt detta tänkesätt finns alltså ett starkt samband mellan aktiepris och utdelning.

Denna teori har fått mycket kritik. Bland annat Miller och Modigliani (1961), som diskuteras mer utförligt senare, hävdade att ett företags risk inte alls beror på hur företaget distribuerar sina intäkter, utan snarare på de operationella kassaflödena. Bhattacharya (1979) hävdade i sin tur att det är risken i ett företag som påverkar utdelningsnivån och inte tvärtom, det vill säga att en ökning i utdelningen inte kommer att minska risken i företaget.

3.1.2 Lintners utjämnings teori

John Lintner (1956) var en av de första att undersöka området utdelningspolicy. Den första studien genomfördes år 1956 och syftet var att intervjua beslutsfattare i en högre position om vad som var avgörande när beslut om utdelningar skulle tas. Det han fann var att beslutsfattare fokuserade mer på förändringar i utdelning än absoluta nivåer. Han kom fram till att de försökte jämna ut utdelningen i nivå med de långsiktiga vinstnivåerna. Temporära ökning eller minskningar i vinst bidrog inte till en förändring i utdelningen eftersom att beslutsfattarna var motvilliga till att göra motjusteringar. Även Lipson, Maquieira och Megginson (1998) fann att ledningen inte var villig att göra förändringar i utdelningen förrän de var säkra på att framtida intäkter var hållbara i längden.

Den viktigaste variabeln som förklarade utdelningsnivån enligt Lintner var årets vinst, men han fann även att andra faktorer, exempelvis tillväxtpotentialer och interna kassaflöden, var viktiga för att kunna förklara utdelningsnivån.

3.1.3 Irrelevantsteorin

Miller och Modigliani-teoremet (1961) grundar sig i en perfekt kapitalmarknad och rationella investerare. Enligt Al-Malkawi, Rafferty och Pillai (2010) kan Miller och Modiglianis (1961) antaganden för en perfekt kapitalmarknad summeras på följande vis: (1) utdelningar och kapitalvinster skattas på ett likvärdigt sätt; (2) inga transaktionskostnader vid handel av värdepapper; (3) alla aktörer på marknaden har likvärdig åtkomst till marknaden och tillgång till samma information som dessutom är kostnadsfri; (4) ledningen och ägarna delar intressen, det vill säga, inga principal-agent-problem förekommer; (5) ingen enskild aktör på marknaden har någon effekt på priserna på marknaden.

Miller och Modigliani (1961) hävdade att ett företags utdelningspolicy inte har någon som helst effekt på aktiepriset eller kapitalkostnaden i ett företag och därför är den inte värdeskapande för aktieägarna. Detta innebär i sin tur att aktieägarna borde vara indifferent i valet mellan utdelning och kapitalvinster. Utdelningspolicyn är därför irrelevant och den enda värdeskapande faktorn, enligt Miller och Modigliani (1961), är investeringsbeslutet.

Miller och Modiglianis (1961) teorem har gett upphov till vidare forskning om utdelning. Med irrelevantsteorin som utgångspunkt undersökte Black och Scholes (1974) huruvida det

existerar ett samband mellan aktieavkastning och utdelningspolicy. De fann inget samband mellan en specifik utdelningspolicy och aktiekursen. Detta innebär att beslutsfattare kan göra förändringar i utdelningen utan att påverka kursen vilket är i linje med irrelevante teorin. Även Miller och Scholes (1982) och Bernstein (1996) fann bevis som stödjer irrelevante teorin.

Det finns också studier som inte har lyckats hitta bevis som stödjer Miller och Modiglianis (1961) teori, exempelvis Ball, Brown, Finn och Officer (1979) som undersökte australiensiska förhållanden. Det har även gjorts studier där finansdirektörer tillfrågats om policyns inverkan på aktiepriset, där de har varit övertygade om att det finns ett samband (Baker & Powell, 1999), men det finns även studier som går emot irrelevante teorin och hävdar att utdelningspolicyn påverkar aktiekursen (Baker, Powell & Veit, 2002). Det har däremot varit svårt att utforma och genomföra empiriska tester på irrelevante teorin eftersom att den utgår ifrån en perfekt marknad och man har i de flesta fallen fått lämna på vissa av de fem antagandena (Ball et al. 1979).

Trots alla empiriska försök till att besvara frågan huruvida utdelningspolicyn påverkar aktiekursen är forskarna oeniga om hur relevant Miller och Modiglianis (1961) teori är som förklaring till utdelningspusslet. Det är viktigt att ha i åtanke att den grundar sig i att en perfekt marknad råder och att det är möjligt när marknadsimperfectioner introduceras att utdelningspolicyn är av betydelse.

3.1.4 Agentteorin

Ett av Miller och Modiglianis (1961) antaganden är att inga intressekonflikter mellan ägarna och ledningen existerar. Detta antagande bör ifrågasättas eftersom separation av ägande och kontroll kan ge upphov till principal-agent-problem. Ledningen behöver inte nödvändigtvis ha samma intressen som ägarna. Istället för att ägna sig åt aktiviteter som gynnar aktieägarna och maximerar deras vinst kan de ägna sig åt aktiviteter som gynnar dem personligen. Det kan exempelvis innebära orimliga utgifter och investeringar som inte är ekonomiskt försvarbara ur ägarsynpunkt och som missgynnar investerarna. Des kostnader som uppstår på grund av detta kallas för agentkostnader och det är av denna anledning ägarna måste övervaka ledningens beteende (Ogden, Jen & O'Connor, 2001).

Rozeff (1982) hävdade att agentkostnaderna kan minskas i ett företag genom att minska tillgängligheten av likvida medlen genom utdelning, vilket blir en form av övervakning. Även Easterbrook (1984) föreslår att utdelning minskar agentkostnader. Genom att dela ut vinsten till aktieägarna minskas andelen fritt kassaflöde som ledningen har kontroll över. För att finansiera investeringar får ledningen därför istället vända sig till kapitalmarknaden och finansärer, exempelvis banker och andra analytiker, som då får incitament och möjlighet att övervaka ledningen. Detta i sin tur innebär lägre övervakningskostnader för aktieägarna.

Jensen (1986) framförde även han en teori baserad på agentteorin. Han menade, i linje med Easterbrooks (1984) teori, att ett överflöd av likvida medel ger ledningen större flexibilitet till att använda dessa i egensyfte och fatta beslut som inte är optimala för aktieägarna. Han visade exempelvis att ledningen har incitament till att genomföra investeringar i syfte att öka företagets storlek eftersom att dessa ofta är relaterade till deras ersättning, även om dessa investeringar skulle ha ett negativt nuvärde (NPV). Detta kan ge upphov till ett överinvesteringsproblem. Att minska de likvida medlen via utdelning skulle minimera risken för att ledningen ska överinvestera. Det är på detta sätt utdelning skulle minska agentkostnaderna (Jensen, 1986).

Till skillnad från irrelevante teorier hävdar ovanstående teorier att utdelningspolicy är relevant för ett företags värde genom att den exempelvis minskar överinvesteringsproblemet. Dock måste det tas i åtanke att dessa teorier antar att aktieägarna måste vara villiga att acceptera risken som en ökad belåningsgrad innebär och göra en avvägning mellan de kostnader och fördelar som en ökad utdelningspolicy innebär.

Principal-agent-problemet mellan ledning och aktieägare som diskuterats ovan benämns även som det vertikala principal-agent-problemet. Ett horisontellt principal-agent-problem existerar också och är mellan stora ägare och små ägare. Det innebär att i företag där stora ägare innehar mycket kontroll kan de utnyttja den makt de har på bekostnad av de mindre aktieägarna. Som tidigare diskuterats har företagen i Sverige ofta ett koncentrerat ägande, vilket innebär att den här typen av problem kan uppstå. Detta eftersom röstdifferentierade aktier, korsäggande och pyramidäggande är vanligt förekommande, vilket ökar risken för det horisontella principal-agent-problemet.

3.1.5 Signalerings teorin

Ett annat av Miller och Modiglianis (1961) antaganden är att alla aktörer på marknaden har tillgång till samma information. Även detta är ett antagande som bör ifrågasättas eftersom det antar att ledningen och investerare har tillgång till samma information om ett företags framtida vinster och möjligheter. I praktiken har ledningen tillgång till mer information än vad som finns tillgänglig för investerarna. Det kan innebära att det ”sanna” värdet på företaget inte är tillgängligt för marknaden och att aktiepriset inte nödvändigtvis är en korrekt avspeglning av ett företags värde. Därför behöver beslutsfattarna på något sätt försöka förse investerarna med den information som behövs för att det ”sanna” värdet ska avspeglas i priset.

Enligt signalerings teorin kan ledningen göra information om företags framtida intäkter tillgänglig genom utdelning. Dels genom att hålla utdelningsnivån stabil, men även genom att minska eller öka utdelningen. Det vill säga, utdelningen är en informationsbärare (Miller & Modigliani 1961). Dock måste det antas att ledningen faktiskt har exklusiv information som de även vill synliggöra. En annan förutsättning är att företag med dåliga framtidsutsikter inte ska kunna imitera de signaler som skickas via utdelningar, utan de måste vara pålitliga (Ogden, Jen & O’Connor, 2001). Bland annat Bhattacharya (1979) har i sin studie antytt att utdelningar innebär en transaktionskostnad. I hans fall är det kostnaden som uppkommer vid anskaffandet av extern finansiering.

Antas det att ledningen har mer information än övriga aktörer kan investerarna utläsa vad ledningen tror om företags framtidsutsikter och tillväxt när utdelningen offentliggörs. En ökning i utdelningen skulle ge en signal om att företaget har bra framtidsutsikter vilket även skulle ha en positiv inverkan på aktiepriset. Det innebär i sin tur att en minskning i utdelningen jämfört med föregående år skulle signalera att företaget har dåliga framtidsutsikter och det skulle på liknande sätt påverka aktiepriset (Ogden, Jen & O’Connor, 2001). Eftersom en minskning i utdelning skickar en negativ signal är beslutsfattare motvilliga till att minska utdelningar. Denna teori är i linje med tidigare nämnda utjämnings teorin som säger att ledningen försöker jämna ut utdelningen över perioder och Lipson, Maquieira och Megginson (1998) kunde även de se att ledningen inte gjorde större förändringar förrän de är säkra på att de kan upprätthålla den nivån med hjälp av framtida intäkter.

Bhattacharya (1979) upptäckte att i somliga branscher behöver inte sänkningar i utdelning betyda att framtidsutsikterna är dåliga. Det skulle snarare kunna vara så att ett företag som väljer att minska sin utdelning har goda kort- och långsiktiga investeringsmöjligheter som förväntas generera god avkastning. Andra studier, exempelvis Allen och Michaely (2002) har kritiserat användandet av utdelning som verktyg för att signalera, eftersom det finns billigare alternativ, exempelvis aktieåterköp. DeAngelo, DeAngelo och Skinner (1996) hävdar vidare att förändringar i utdelningen inte är en bra indikator på framtida intäkter.

Om en förändring i utdelningsnivån skickar en positiv signal till investerare skulle det betyda att företag som inte har hög lönsamhet potentiellt skulle vilja imitera signalen. Därför skulle det inte vara möjligt att urskilja de "sanna" signalerna från de "falska". Enligt Majluf och Myers *Pecking Order Theory* (1984) är det väldigt dyrt att använda sig av utdelningen för att skicka en signal till investerare. Detta eftersom företag har en prioritetsordning av finansieringsalternativ. Om ett företag är lönsamt och har många investeringsmöjligheter krävs också finansiering av dessa möjligheter. Teorin baseras på att ledningen i första hand föredrar finansiering i form av internt eget kapital, därefter föredrar de skuldfinansiering och i sista hand finansiering i form av externt eget kapital. Anledningen till denna ordning är informationsasymmetrier som gör de olika finansieringsalternativen olika dyra. Internt genererat kapital är billigast då det förekommer minst informationsasymmetri vid den typen av finansiering. Att låna kapital eller göra en nyemission är dyrt för företaget och därför bör mindre lönsamma företag, för att kunna finansiera sina investeringar med internt genererade medel, inte ge ut utdelning. Därmed blir signalen vid utdelningar svår att imitera och därför kommer det att vara företag som har hög lönsamhet som har en hög utdelningsnivå (Majluf & Myers, 1984).

3.1.6 Livscykelteorin

Under sin livstid går företag igenom olika faser, vilket beskrivs i en teori som avser kallas företagets livscykel (Adizes, 1988). Livscykelteorin som behandlar utdelning hävdar att för att kunna hitta den optimala utdelningspolicyn för ett företag, måste det beaktas var i livscykeln företaget befinner sig. För att hitta den optimala utdelningspolicyn måste det, precis som i agentteorin, göras en avvägning mellan fördelarna och kostnaderna för att införskaffa externt kapital, vilket utvecklas i takt med företagets livscykel. Relativt unga företag ställs inför många investeringsmöjligheter, men ofta genereras inte tillräckligt mycket internt kapital för

att kunna möta behovet vilket innebär att det måste införskaffas externt kapital. Ett resultat av detta blir att företaget ogärna delar ut sin vinst i form av utdelning. När företaget istället börjar närma sig mognadsfasen börjar investeringsmöjligheterna att minska, tillväxttakten avtar och det externa kapitalet blir billigare. Företaget genererar mer likvida medel än vad det kan investera och börjar så småningom med utdelning (DeAngelo, DeAngelo & Stulz, 2006).

Fama och French (2001) genomförde en studie som stöder livscykelteorin. De kom fram till att företag med hög lönsamhet och låga investeringsmöjligheter är mer benägna att ge utdelning än de företag som inte har dessa egenskaper. Även Bulan, Subramanian och Tanlu (2007) har funnit bevis för att företag börjar ge utdelning till sina aktieägare när de har nått mognadsfasen.

3.1.7 Klienteleffekten

Miller och Modigliani (1961) föreslog att de individuella investerarnas val av aktieportfölj eventuellt påverkas av imperfektioner på marknaden, till exempel av transaktionskostnader och skatter. De antydde att dessa friktioner kunde leda till att investerarna valde värdepapper som minimerar dessa kostnader då de är rationella och utgår ifrån vad som gynnar dem själva mest vid val av aktieportfölj. Detta kallas klienteleffekten och teoretiskt innebär det även att företag kan locka till sig olika grupper av aktieägare genom olika utdelningspolicier. Skatteclienteleffekten innebär att aktieägarnas skattesituationer ser olika ut och de investerare som befinner sig i en förmånlig skattesituation gynnas av en höjning i utdelningen, medan de investerare som befinner sig i en sämre missgynnas. Allen, Bernardo och Welch (2000) visade exempelvis att institutionella investerare föredrar att investera i företag som har utdelning eftersom vissa institutioner i till exempel USA har skattefördelar i jämförelse med individuella aktieägare vid utdelning. Klienteleffekten orsakad av transaktionskostnader innebär exempelvis att pensionärer som förlitar sig på utdelningen från aktierna de äger för att täcka sina konsumtionsbehov dras till aktier som har en hög och stabil utdelning. Transaktionskostnaderna för dessa investerare är signifikanta och därför innehar de en aktie under en längre tid.

3.1.8 Teorin om catering av utdelning

Baker och Wurgler (2004) presenterade i sin studie en ny teori om vad som kan påverka utdelningspolicyn. Även de utgick ifrån ett av Miller och Modiglianis (1961) antaganden, att

det inte råder någon informationsasymmetri på marknaden. Essensen i teorin är att ledningen ger investerarna vad de vill ha. De fann bevis för att ändringar i utdelningsnivån kunde förklaras av efterfrågan på aktier som ger utdelning. Det vill säga, när investerarna efterfrågar hög utdelning så korrigerar beslutsfattare sina utdelningar efter detta. Det motsatta gäller när efterfrågan är låg.

3.1.9 Sammanfattning av teorier

Anledningen till den omfattande teorigenomgången är att det inte går att säga vilken som är den mest centrala teorin då studier som har gjorts har fått varierande resultat. Detta har gett upphov till en stor mängd forskning kring utdelning och utdelning är det ämne som det har forskats absolut mest inom finansiell ekonomi (Kinkki, 2001). Det har gjorts försök globalt för att testa teorierna ovan, både kvantitativt och kvalitativt med varierande resultat. Det är dock fortfarande ett pussel, som Black beskrev det. Det har inte gjorts många studier för att undersöka vilka faktorer som påverkar utdelningsnivån i svenska företag. En av få som har undersökt utdelningen i Sverige är Alkebäck (1997) som i sin avhandling undersökte signaleringsteorin kvantitativt genom enkäter som skickades ut till 228 verkställande direktörer i företag listade på Stockholmsbörsen år 1996. Han fann bevis för att företag betalade utdelning för att tillfredsställa aktieägarna, men även att förväntningar på framtida lönsamheten var avgörande för deras utdelningsnivå, vilket är i linje med signaleringsteorin och Lintners teori. Övriga studier som har funnit samband mellan utdelningsnivå och en viss teori genom att undersöka företagsspecifika variabler kommer att presenteras i nästa avsnitt.

3.2 Uppsatsens hypoteser

Av tidigare studier framgår det att det finns ett antal faktorer relaterade till och som påverkar utdelningsnivån i olika länder och vilka är hänförliga till teorier som redogjorts för i avsnitt 3.1. Därför kommer studiens hypoteser att utgå från tidigare använda företagsspecifika faktorer som grundar sig på utdelningsbaserade teorier. Dessa variabler kommer att vara till stöd för att klarlägga vad som påverkar utdelningsnivån i svenska förhållanden. De teorier som är möjliga att testa genom dessa variabler i studiens hypoteser är agentteorin, signaleringsteorin, klienteffekten och cateringteorin. Agentteorin är förknippad med flera variabler, såsom företagsstorlek, kassaflöde, skuldsättningsgrad och ägarkoncentration. Signaleringsteorin är förknippad med lönsamhet, medan klienteffekten och cateringteorin är

förknippade med aktieåterköp. Hypotesernas mätenheter kommer senare redogöras för i metodavsnittet.

3.2.1 Kassaflöde

Kassaflöde är mängden likvida medel ett företag har genererat under en viss tidsperiod. Förändringen i kassaflödet har skett antingen i den operationella, finansiella eller investeringsrelaterade verksamheten i företaget. Som tidigare diskuterats kan utdelningsnivån påverkas av kassaflödet på grund av principal-agent-problemet. Jensen (1986) visade i sin studie att när det fria kassaflödet ökar, ökar även sannolikheten för att principal-agent-problemet ska uppstå och därmed försämra företagets resultat på grund av agentkostnader. För att minska risken för agentkostnader bör tillgängligheten av likvida medel minskas via utdelning. Sambandet mellan kassaflöde och utdelningsnivån bör därför vara positivt. Även Easterbrook (1984) menade att vinsten som genereras skall delas ut till aktieägare för att företagen ska vända sig till kapitalmarknaden vid finansiering av investeringar. Finansiärerna av lånet övervakar företaget, vilket innebär att agentkostnaden i form av övervakning av ledningen försvinner för aktieägare och istället överförs till finansiärerna. Även här bör utdelningsnivån ha ett positivt samband med kassaflödet. La Porta, Lopez-de-Silanes, Schleifer och Vishny (2000a) menade även att investerarskydd inte har någon inverkan på risken för principal-agent-problem. Det vill säga, även om skyddet ökar så har det ingen effekt på risken för agentkostnader.

Flertalet studier stödjer det positiva sambandet. Även här fann Gill, Biger och Tibrewala (2010) ett samband mellan företagets utdelningsnivå och kassaflöde. Mohamed et al. (2008) fann också ett samband och menade att kassaflöde är en mer betydande faktor för utdelningsnivån än vad lönsamhet är. Detta eftersom att företagets förmåga att faktiskt kunna betala utdelning mäts. Därför antas följande hypotes:

H1: Det finns ett positivt samband mellan storleken på kassaflöde och utdelningsnivå

3.2.2 Lönsamhet

Lönsamheten i ett företag är förmågan att generera vinst. Som tidigare nämnts föreslår signaleringsteorin att utdelningen kan användas som ett sätt att signalera framtida vinstmöjligheter eftersom informationsasymmetrier existerar på marknaden. Dessa signaler

minskar därmed informationsasymmetrin mellan ledning och investerare. Därför är lönsamheten en viktig faktor som påverkar utdelningspolicyn. Företag som har en hög lönsamhet borde därför vara villiga att betala en högre utdelning jämfört med de företag som har en lägre lönsamhet. Sambandet mellan ett företags lönsamhet och dess utdelningsnivå bör därför vara positivt. Flera tidigare studier stödjer det här sambandet, bland annat Gill, Biger och Tibrewala (2010). De undersökte amerikanska företag i olika branscher under år 2007 och fann att lönsamheten påverkade ett företags utdelningsnivå. Mohamed et al. (2008) undersökte 200 Malaysiska företag under åren 2003-2005 och fann ett signifikant samband mellan lönsamheten och utdelningsnivån. Al-Malkawi (2005) fann att lönsamheten var den företagsspecifika faktorn som var avgörande för utdelningsnivån när han undersökte företag i Jordanien under åren 1989-2000.

Om en förändring i utdelningsnivån skickar en positiv signal till investerare skulle det betyda att företag som inte har hög lönsamhet potentiellt skulle vilja imitera signalen. Därför skulle det inte vara möjligt att urskilja de ”sanna” signalerna från de ”falska”. Enligt Majluf och Myers *Pecking Order Theory* (1984) är det väldigt dyrt att använda sig av utdelningen för att skicka en signal till investerare. Därmed blir signalen vid utdelningar svår att imitera och därför kommer det att vara företag som har hög lönsamhet som har en hög utdelningsnivå (Majluf & Myers, 1984). Det leder till följande hypotes:

H2: Det finns ett positivt samband mellan lönsamhet och utdelningsnivå

Lintner (1956) fann i sin studie att beslutsfattare fokuserade mer på utdelningsförändringar än absoluta nivåer. Studien kommer att använda måtenheten EBITDA genom totala tillgångar som måtenhet för lönsamheten och som tidigare nämnts är definitionen på utdelningsnivån utdelning per aktie genom vinsten per aktie. Valet av måtenhet kommer att diskuteras mer utförligt i avsnitt 4.4.2. Skulle beslutsfattare inte vilja minska eller öka utdelningen när det sker temporära förändringar i vinsten på grund av att de inte vill göra motjusteringar skulle det innebära att EBITDA och vinsten per aktie ökar medan totala tillgångar och utdelning är konstanta. Nguyen et al. (2013) fann ett negativt samband mellan lönsamhet och utdelningsnivån. De undersökte företag i Vietnam under perioden 2007-2012 och förklarade sambandet med att den vietnamesiska ekonomin var väldigt ostabil under mätperioden. De genomförde intervjuer med experter inom finans som hävdade att företag tenderar att vara mer försiktiga med att betala ut vinsten och vill hellre behålla den i företaget ifall det skulle behövas i framtiden. Därför antas följande hypotes:

H3: Det finns ett negativt samband mellan lönsamhet och utdelningsnivå

Däremot hittade Kuo, Philip och Zhang (2012) att företag i Storbritannien under krisen hade stabila eller ökade utdelningar, vilket stödjer signaleringsteorin eftersom att sänkta utdelningar betyder att företaget inte kommer att ha höga framtida vinster.

3.2.3 Företagsstorlek

Många studier har visade att sambandet mellan företagsstorlek och utdelningsnivå är positivt (Jensen & Meckling, 1976; Lloyd, Jahera & Page, 1985; Holder, Langrehr & Hexter, 1998; Sawicki, 2005). Dock finns det två förklaringar till varför företagsstorleken är signifikant. Jensen och Meckling (1976) menade att företagsstorlek är förknippat med principal-agent-problemet och agentkostnader eftersom att stora företag brukar ha ett mer spritt ägande än mindre företag. Lloyd, Jahera och Page (1985) undersökte det här sambandet i USA och fann att större företag ökade sin utdelningsnivå för att minska sina agentkostnader. Även Sawicki (2005), som undersökte fem asiatiska länder mellan åren 1994-2003, fann att utdelningar kunde minska agentkostnaderna. Anledningen till detta är att informationsasymmetrin i stora företag är större än i mindre företag på grund av att ägandet är spritt och möjligheten för aktieägarna att övervaka ledningen är liten. Utdelningen minskar de likvida medlen och investeringar måste finansieras med lån, vilket gör att övervakning sker av finansiärerna då ägarna inte har möjlighet till att göra det effektivt. Sverige har ett koncentrerat ägande jämfört med USA. Dock hade majoriteten av företagen i Sawickis (2005) studie koncentrerat ägande och där var det positiva sambandet signifikant. Det positiva sambandet bör alltså gälla för börsnoterade företag i Sverige.

Holder, Langrehr och Hexter (1998) menar istället att anledningen till det positiva sambandet mellan företagsstorlek och utdelningsnivån är transaktionskostnader. Detta eftersom att större företag har bättre tillgång till kapitalmarknaden och därmed kan de låna till lägre kostnader än mindre företag. Eftersom kostnaderna är lägre har de mer likvida medel som kan delas ut till aktieägarna i form av utdelning. Med grund i agentteorin och tidigare studier antas följande hypotes:

H4: Det finns ett positivt samband mellan företagsstorlek och utdelningsnivå

3.2.4 Skuldsättningsgrad

Några av de vanligare besluten ledningen i ett företag står inför är hur stor skuldsättningsgrad de ska ha, det vill säga, hur stor andel av investeringarna som ska vara finansierade med lån. Som tidigare diskuterats ökar övervakningen av ledningen vid finansiering med lån istället för internt genererat kapital och aktieägarnas agentkostnader minskar. Dessutom gynnas företaget av en skattesköld. Därför kan företaget ge ut mer pengar i utdelning. Bland annat Nguyen et al. (2013) fann i sin studie att sambandet mellan skuldsättning och utdelningsnivån var positivt. Det leder till följande hypotes:

H5: Det finns ett positivt samband mellan skuldsättningsgrad och utdelningsnivå

Andra studier hävdar dock att skuldsättningsgraden är negativt korrelerad med utdelningen. Bland annat Al-Malkawi (2005) hävdade i sin studie att det finns ett negativt samband. Det negativa sambandet beror på att företag med hög skuldsättningsgrad måste använda de likvida medlen som finns i företaget till att betala skulderna istället för att dela ut dem till aktieägarna. Easterbrook (1984) menade att ett företags ledning kan ändra dess företagsrisk genom att ändra företagets skuldsättningsgrad. Ju lägre skuldsättningsgrad, desto lägre risk för att företaget ska gå i konkurs. Om skuldsättningsgraden faller gynnas företaget befintliga långivare av detta då de får betalt för räntan till en mindre risknivå. Om företaget projekt finansieras med likvida medel som skulle kunnat gå till utdelning, gynnas långivarna på aktieägarnas bekostnad. Aktieägare vill att ledningen tar upp mer risk och samtidigt ökar utdelningen, för att inte långivarna skall gynnas. För att hantera principal-agent-problemet mellan låntagare och finansiär finns det ofta klausuler i kontraktet för lånet som begränsar utdelningar genom att företaget måste göra avbetalningar eller begränsar dem genom att ha en högsta nivå på skuldsättningsgraden. "Covenanter" är restriktiva klausuler i lånekontrakt som begränsar låntagaren från att göra handlingar som minskar förmågan att betala tillbaka lånet. Dessa klausuler finns eftersom låntagaren kan få incitament att göra saker som är till gagn för aktieägare på långgivarens bekostnad. När låntagaren har fått ett lån av långgivaren har denne incitament att öka utdelningen på bekostnad av långgivaren. I ett extremfall kan företaget ta ett lån och sedan sälja av sina tillgångar för att sedan betala ut vinsten (även lånet) i form av utdelning till aktieägarna, och slutligen gå i konkurs. Detta gör att aktieägarna får värdet av företagets tillgångar och behållningen från lånet, medan långgivaren inte får någonting. Detta gör att lånekontrakt ofta innehåller de nämnda klausulerna för att minska beslutsfattarnas förmåga att ge ut utdelning. Det finns även klausuler som hindrar företag från att skuldsätta

sig över en viss nivå och att de exempelvis måste ha en viss del rörelsekapital i företaget. De måste alltså upprätthålla vissa nyckeltal för att få behålla lånet. Om låntagaren bryter mot någon klausul upphör lånet (Berk & DeMarzo, 2011). Eftersom att en större andel av de internt genererade medel går till åter- och räntebetalningar blir följande hypotes som följer:

H6: Det finns ett negativt samband mellan skuldsättningsgrad och utdelningsnivå

3.2.5 Aktieåterköp

Aktieåterköp innebär att ett bolag köper tillbaka aktier i det egna bolaget och behåller dessa för eget förvar. Denna åtgärd är ett sätt att göra sig av med årets vinst och balanserade vinster och kan därmed ses som ett alternativ till aktieutdelning. Det finns olika potentiella motiv till att göra dessa aktieåterköp, och ett exempel är vid intensiva perioder av uppköp av företag. Vid dessa tidpunkter är bolagen benägna att göra aktieåterköp för att undvika att bli uppköpta. Ett annat exempel är när bolagen ger ut aktieoptioner som en del av incitamentsprogram till ledningen, och för att undvika utspädningseffekter av aktien gör bolagen återköp (Dittmar, 2000). Ju mer likvida medel företaget använder till att göra återköp av aktier, desto mindre likvida medel har det tillgängligt för att betala utdelning. Genom att göra återköp av aktier minskar företaget antalet utestående aktier, vilket ökar dess vinst per aktie och utdelning per aktie (Berk & DeMarzo, 2011).

Det finns empiriska studier som visar att bolag gör återköp med ett premium över marknadsvärdet på aktien, huvudsakligen för att signalera positiv information. Å andra sidan finns en negativ signal med att göra återköp, och det är att bolaget gör sig av med överflödiga likvida medel för att det inte har några lönsamma investeringsmöjligheter. En annan anledning att bolag gör återköp är att bolagen är medvetna om att deras aktieägare drabbas negativt av skatteeffekten vid utdelning, och därför besparas aktieägarna denna effekt genom att bolagen gör återköp (Vermaelen, 1981). Baker och Wurglers (2004) studie är i linje med detta då de visade att när aktieägarna efterfrågar låg utdelning korregerar beslutsfattare utdelningsnivån efter detta. Den låga efterfrågan på utdelning kan vara av skatteskal, vilket betyder att de aktieägare som efterfrågar låg utdelning vill att företagen gör återköp istället, för att höja aktiekursen vilket ligger i dessa aktieägares intresse. Det innebär att aktieåterköp blir intressant att undersöka ur klinteleffektens och cateringteorins perspektiv.

Det finns även tidigare studier som visar att återköp inte ersätter utdelningar i företag, som exempelvis Jagannathan, Stevens och Weisbach (2000). I denna studie tenderar återköpen att

fluktuera i storlek från år till år, eftersom de beror på tillfälliga positiva kassaflöden i företaget som sedan används till återköp. Dock hålls utdelningsnivån jämn med tiden. Skinner (2007) visar i sin studie att återköp görs på bekostnad av utdelningar, vilket gör att utdelningar minskar.

Sedan år 2000 tillåter lagstiftningen i Sverige återköp, men återköpet är begränsat till max 10 procent av den totala aktiestocken. Ett godkännande av bolagsstämman krävs dessutom för att kunna göra ett återköp (Prop. 1999/2000:34). Återköp är inte bindande mot aktieägarna på samma sätt som utdelning är, då ett uteblivet aktieåterköp inte är en lika stark signal som en utebliven utdelning, vilket är positivt för bolagen. Vidare behöver inte aktieägarna acceptera ett återköp av aktier, utan det är frivilligt att acceptera företagets erbjudande. Det finns en skattemässig fördel i att anskaffningskostnaden kan avräknas, samt att överföringen av värde till företaget kan kvittas mot förluster eftersom det kan beskattas som försäljning (Tivéus, 2000). Enligt 65 kap 7 § i Inkomstskattelagen (SFS 1999:1229) gäller samma skattesats (30 procent) för reavinst vid avyttring av aktier och aktieutdelning.

Då aktieåterköp ses som ett alternativ till utdelning formuleras följande hypotes:

H7: Det finns ett negativt samband mellan gjorda aktieåterköp och utdelningsnivå

3.2.6 Ägarkoncentration

När ägarkoncentration kommer på tal talas det ofta om hur stor andel av aktiekapitalet de största ägarna äger. Äger de en stor del av aktiekapitalet har företaget ett koncentrerat ägande, men är det många små ägare istället är ägandet spritt. Ägarkoncentrationen har ofta diskuterats parallellt med principal-agent-problemet. Anledningen till detta är att företag med hög ägarkoncentration har stora aktieägare som kan övervaka företagets ledning och därför minska agentkostnaderna. I företag med spritt ägande har aktieägarna inte samma möjligheter att övervaka eftersom "free-rider"-problemet existerar. "Free-rider"-problemet existerar eftersom ingen aktieägare har incitament att övervaka ledningen på grund av att de själva skulle ta alla övervakningskostnader medan de övriga aktieägarna skulle gynnas och vara "free-riders". Då aktieägarna övervakar ledningen när företaget har hög ägarkoncentration fattar ledningen beslut som är mer i linje med aktieägarnas intressen vilket höjer värdet på företaget (Schleifer & Vishny, 1986). Claessens och Djankovs (1999) studie på 706 tjeckiska företag mellan åren 1992-1997 visade att företag med hög ägarkoncentration hade ett högre företagsvärde. Övervakningen minskar även antalet projekt som har ett nuvärde som är

mindre än noll. Dessa två faktorer bidrar till att mer pengar kan betalas ut till aktieägarna i form av utdelning och vilket även minskar de likvida medel som kan stå till grund för principal-agent-problem som tidigare diskuterats i avsnitt 3.2.1. Följande hypotes formuleras med utgångspunkt i nämnda studier:

H8: Det finns ett positivt samband mellan ägarkoncentration och utdelningsnivå

Studierna som har behandlat ägarkoncentration och utdelning har inte enbart fokuserat på principal-agent-problemet mellan ledning och ägare, utan även principal-agent-problemet mellan stora och små aktieägare. La Porta et al. (1999) menade exempelvis att de stora aktieägarnas intressen kan skilja sig från de små aktieägarnas intressen. Då kan de stora aktieägarna utnyttja kontrollen som de innehar på grund av sin stora ägarandel på bekostnad av de små aktieägarnas intressen. Det kan till exempel vara så att lönsamma investeringar uteblir på grund av att de stora aktieägarna istället använder medlen till aktiviteter som gynnar dem privat, vilket minskar företagets värde och i sin tur utdelningsnivån. Claessens och Djankov (1999) fann, förutom att ägarkoncentrationen kunde öka företagets värde, att företagets värde minskade vid en hög ägarkoncentration vilket de förklarade med att det fanns en risk för att stora aktieägare förbisåg de små aktieägarnas intressen.

Flera studier har funnit ett negativt samband mellan ägarkoncentration och utdelningsnivå. Gugler och Yurtoglu (2003) undersökte tidsperioden 1992-1998 tyska företag. De fann bevis för att sannolikheten för att de stora aktieägarna skulle ägna sig åt aktiviteter som gynnar dem, men inte de små aktieägarna, var högre för företag med hög ägarkoncentration än i de med lägre ägarkoncentration. De fann även att denna sannolikhet var högre i företag med pyramidstrukturer och korsägande. Fanns det en andra stor aktieägare minskade även detta utdelningsnivån. Andra tidigare studier har gjorts i länder som även de har funnit ett negativt samband mellan ägarkoncentration och utdelning. Bland annat Maury och Pajuste (2002) undersökte finska företag och fann att utdelningsnivån minskade ju mer kontroll den största och näst största ägaren hade. Även i Italien, vilket är ett av länderna med högst ägarkoncentration i Europa, tenderar ägarkoncentrationen ha en negativ inverkan på utdelningsnivån enligt Mancinelli och Ozkan (2006). De studerade 139 italienska företag under 2001 och fann i enlighet med Gugler och Yurtoglu att den största ägarens andel av rösterna hade negativt samband med utdelning. Följande hypotes formuleras med utgångspunkt i nämnda studier:

H9: Det finns ett negativt samband mellan ägarkoncentration och utdelningsnivå

3.2.7 Sammanställning av hypoteser

Hypotes	Studie	Teori
<i>H1: Det finns ett positivt samband mellan kassaflöde och utdelningsnivå.</i>	Gill, Birger & Tibrewala (2010)	Agentteorin
<i>H2: Det finns ett positivt samband mellan lönsamhet och utdelningsnivå.</i>	Gill et al. (2010) Al-Malkawi (2005)	Signaleringsteorin, Lintners utjämningssteori.
<i>H3: Det finns ett negativt samband mellan lönsamhet och utdelningsnivå.</i>	Nguyen et al. (2013)	Signaleringsteorin, Lintners utjämningssteori.
<i>H4: Det finns ett positivt samband mellan företagsstorlek och utdelningsnivå.</i>	Sawicki (2005)	Agentteorin.
<i>H5: Det finns ett positivt samband mellan skuldsättningsgrad och utdelningsnivå.</i>		Agentteorin.
<i>H6: Det finns ett negativt samband mellan skuldsättningsgrad och utdelningsnivå.</i>	Al-Malkawi (2005)	Agentteorin.
<i>H7: Det finns ett negativt samband mellan aktieåterköp och utdelningsnivå.</i>	Dittmar (2000)	Klienteffekten, Cateringsteorin.
<i>H8: Det finns ett positivt samband mellan ägarkoncentration och utdelningsnivå.</i>	Mancinelli & Ozkan (2001)	Agentteorin.
<i>H9: Det finns ett negativt samband mellan ägarkoncentration och utdelningsnivå.</i>	Gugler & Yurtoglu (2003)	Agentteorin.

Tabell 3.1 Sammanställning av hypoteser

4. Metod

I metodkapitlet kommer val av ansats samt metod slås fast varpå studiens population redogörs. Empiriinsamlingens tillvägagångssätt presenteras och därefter kommer en diskussion om studiens kvalitet att föras. Avslutningsvis kommer den statistiska metod som ligger till grund för hypotesprövningen att presenteras.

4.1 Forskningsansats

Syftet med studien är att undersöka vilka företagsspecifika faktorer som påverkar utdelningen i svenska börsnoterade företag. Studien utgår från existerande teorier och hypoteser formuleras utifrån dessa. Formuleringen av hypoteser påverkar vilken data som insamlas och därefter testas hypoteserna. Beroende på resultaten förkastas eller bekräftas hypoteserna och teoriernas hållbarhet testas (Bryman & Bell, 2013).

Tidigare studier som har undersökt företagsspecifika faktorer har främst varit kvantitativa. Anledningen till att de har varit kvantitativa är för att de har undersökt en stor mängd historisk data från ett stort antal företag. Enligt Bryman och Bell (2013) är den kvantitativa ansatsen att föredra när en stor mängd historisk data ämnar undersökas. Därför avser även den här studien att använda en kvantitativ ansats. För att få en mer kompletterande bild av vad som påverkar utdelningsnivån skulle dock vissa psykologiska faktorer behöva testas för, genom exempelvis en mer kvalitativ ansats med intervjuer med beslutsfattare. Det kommer att tas i beaktande vid analysen av de resultat som ges att vissa faktorer behöver kompletteras med en mer kvalitativ ansats för att förklara utdelningsnivån i en högre grad.

4.2 Val av undersökningsobjekt

4.2.1 Val av tidsperiod

För att resultaten ska vara aktuella ämnar studien att inkludera så aktuell data som möjligt. För att kunna undersöka en utdelningsnivå är det lämpligt att jämföra nivån på utdelningen under en sammanhängande tidsperiod. Skulle enstaka år undersökas var för sig blir det svårare att förklara en utdelningsnivå, då resultatet kan bero på konjunkturläget som råder under det undersökta året. Resultaten kan därför bli, om enbart enstaka år undersöks, snedvridna.

Det är även viktigt att vara noggrann vid valet av de sammanhängande åren. Att välja ett antal år där samtliga år ingår när lågkonjunktur råder skulle med stor sannolikhet snedvrída resultatet. Vid en granskning av OMX Stockholm PI i *diagram 4.1* nedan, som är ett index över samtliga aktier på Stockholmsbörsen, kan man urskilja en nedgång som börjar år 2007 och en uppgång som börjar vid 2009 och slutar vid 2011. För att studiens resultat ska vara aktuella och för att täcka både en nedgång och uppgång i konjunkturen blir den valda tidsperioden 2007-2012. Därigenom inkluderar vi även finanskrisen för att kunna undersöka om och i så fall hur utdelningsnivån påverkas av finanskriser. År 2013 kan dock inte undersökas eftersom att årsredovisningar för samtliga företag inte rapporterats och därför skulle studien få stora bortfall.

OMX Stockholm PI



Diagram 4.1 Utvecklingen på Nasdaq OMX Stockholm Nordic för perioden 1996-2014.
Källa: Avanza (2014)

4.2.2 Definition av population

Företag som enbart har varit noterade på någon av Stockholmsbörsens huvudlistor Large Cap och Mid Cap har inkluderats i studien. Utöver Stockholmsbörsens huvudlistor finns ett antal andra marknadsplatser, exempelvis Aktietorget och OMX alternativa lista First North. Anledningen till att enbart Stockholmsbörsen har valts är eftersom att de nämnda listorna kännetecknas av små tillväxtbolag som sällan lämnar utdelning, vilket gör avgränsningen obetydlig. Dessutom är regleringen på dessa listor annorlunda och mindre tvingande än på huvudlistorna. Small Cap-listan utesluts även ur studien. Företag listade på Small Cap har en lägre tendens att ge utdelning och därutöver stod Small Cap enbart för 2 procent av det totala börsvärdet på Stockholmsbörsen år 2006 (Thulin, 2006), vilket betyder att Large Cap och Mid

Cap är av större intresse för bland annat investerare eftersom majoriteten av aktierna som köps och säljs är från dessa två listor.

Samtliga banker och investmentbolag har exkluderats från studien eftersom dessa företags karakteristika, bland annat skuldsättningsgrad, skiljer sig i betydande utsträckning från de övriga bolagen som är listade på Large Cap och Mid Cap. Att inkludera dessa företag i studien kan snedvrída resultaten och att exkludera dem är i enlighet med andra studier som har undersökt vilka företagsspecifika faktorer som påverkar utdelningsnivån (Ahmed & Javid, 2006; Al-Kuwari, 2009).

Enligt Jain, Shekhar och Torbey (2009) är företag som börsintroduceras mindre benägna att betala ut utdelning till sina aktieägare perioden efter introduktionen. Dessutom är majoriteten av studierna som har gjorts för att undersöka utdelningsnivån gjorda på redan etablerade företag. När Fama och French (2001) gjorde sin studie på amerikanska företag mellan 1978-1999 fann de att den genomsnittliga utdelningsnivån hade gått ner från 66 procent till 21 procent på grund av nya börsintroduktioner. I enlighet med andra studier, är därför syftet i den här studien att undersöka etablerade företag på börsen och därför exkluderas företag som under perioden 2007-2012 inte har varit börsnoterade på Stockholmsbörsens Large Cap- eller Mid Cap-lista. Ytterligare en anledning till varför företagen utesluts är för att minska risken för obalanserad data, vilket diskuteras mer i avsnitt 4.5.1.

Utdelningsnivån definieras, som tidigare nämnt, som utdelning per aktie genom vinsten per aktie. Då utdelningsnivån kommer att utgöra den beroende variabeln, som diskuteras mer utförligt i avsnitt 4.4.1, kommer de företag som inte har gett någon utdelning ett år ha värdet noll. I linje med andra studier (Maniagi et al. 2013; Rehman & Takumi, 2012) kommer de observationerna där utdelningsnivån är lika med noll tas bort för att få ett så rättvisande resultat som möjligt. Det betyder även att företag som inte har gett utdelning någon gång under åren 2007-2012 kommer att utelämnas ur studien.

För populationen gäller sammanfattningsvis:

1. Företaget har varit börsnoterat samtliga år mellan 2007-2012
2. Företaget är listat på Stockholmsbörsens (OMX) Large Cap- eller Mid Cap-lista
3. Företaget är *inte* en bank eller ett investmentbolag

4. Företaget har gett utdelning minst en gång mellan åren 2007-2012

4.2.3 Datainsamling

En företeckning över de företag som varit börsnoterade på Stockholmsbörsen under den aktuella tidsperioden sammanställdes med hjälp av Affärsvärldens Large Cap- och Mid Cap-listor.

Med utgångspunkt i bolagsförteckningen användes informationsdatabasen S&P Capital IQ som en källa för att avgöra vilka av företagen som ingår i populationen. De företag på Stockholmsbörsens Large Cap- och Mid Cap-listor som inte täcks av studien är listade i 2-4. S&P Capital IQ är en finansiell databas som samlar stora mängder finansiell data, däribland företagens årsredovisningar som finns tillgängliga för nedladdning. Databasen används frekvent både inom näringslivet och inom forskning, vilket gör att källan kan ses som pålitlig vilket är av betydelse för att säkerställa att studiens frågeställning kan undersökas på ett tillförlitligt sätt.

I de fall där företagens årsredovisningar av någon anledning inte funnits tillgängliga genom S&P Capital IQ har det aktuella företags officiella årsredovisning använts för att samla in data. Den data som hämtats från S&P Capital IQ samt företagens officiella årsredovisningar är: utdelning per aktie, vinst per aktie, totala tillgångar, totala skulder, EBITDA, kassaflöde, aktieåterköp samt information om de största ägarna i företagen.

Eftersom utdelningen som redovisas år $t+1$ är hänförligt till företagets karakteristika och resultat år t måste detta tas hänsyn vid beräkning av utdelningsnivån. S&P Capital IQ har redan justerat för att utdelning år $t+1$ är listat för år t , vilket även har kontrollerats med stickprov i företagens officiella årsredovisningar. I de fall där företagen lämnat utdelning i annan valuta än svenska kronor har utdelning per aktie och vinst per aktie räknats om till svenska kronor där den aktuella växlingskursen per den sista december det aktuella året har använts. För att ta fram de historiska valutakurserna har Riksbankens listor över historiska valutakurser använts (Riksbanken, 2014). En mer detaljerad beskrivning av mätenheterna kommer att ges i avsnitt 4.4.

Till det Herfindahls index som framställts för att mäta företags ägarkoncentration och som diskuteras mer utförligt i avsnitt 4.4.2.6, har enda källan varit årsredovisningar där de fem största ägarnas ägarandel har listats.

4.2.4 Justering av populationen

Då alla variabler som används, förutom ägarkoncentration, är tillgängliga via årsredovisningarna och inget företag har avnoterats under den valda tidsperioden har inga bortfall skett på grund av att information inte funnits tillgänglig. Den information som var nödvändig för att mäta ägarkoncentration var de fem största ägarnas ägarandel i procent. För tre av företagen i populationen, ABB, Tele2 och TeliaSonera, var enbart en eller två av de största ägarna listade. För att minimera bortfallet i studien uppskattades ägarkoncentrationen med hjälp av dessa två. Tele2 och TeliaSoneras största ägare ägde cirka 47 respektive 37 procent av rösterna och ABB:s aktieägare, med undantag från den största aktieägaren, ägde enskilt mindre än 3 procent av rösterna. Detta bör inte påverka resultatet eftersom ägarkoncentrationen beräknas genom att kvadrera de största ägarna och summera dem.

De företag som betalar utdelning trots förlust får en negativ utdelningsnivå. En negativ utdelningsnivå är svår att tolka och därför räknas de observationer där utdelningsnivån är negativ som bortfall. Det är dock inte något företag som har negativ utdelningsnivå samtliga år. Mid Cap-företaget Balder betalade inte någon utdelning mellan åren 2008-2012. Det enda året de gav utdelning var 2007 och då rapporterade de en förlust, vilket betyder att den enda observationen för Balder exkluderas, vilket innebär ett bortfall.

4.2.5 Deskriptiv statistik

Under 2012 var totalt 141 företag listade på Stockholmsbörsens som Large Cap eller Mid Cap. Av dessa var 17 företag antingen banker eller investmentbolag. Antalet företag som börsintroducerades under 2007-2012 och därmed inte ingår i populationen var 19 och antalet företag som inte gav någon utdelning under något av åren mellan 2007-2012 var 14. Vår population består därmed av 91 företag, där bortfallet blev ett företag vilket resulterar i totalt 92 inkluderade företag som hittas i *bilaga 1*.

4.3 Källkritik

4.3.1 Reliabilitet

För att en studie ska ha hög reabilitet bör andra som följer de angivna stegen kunna replikera studien (Bryman & Bell, 2013). Studien bör heller inte ha påverkats av författarnas subjektivitet. Data har inhämtats från S&P Capital IQ och årsredovisningar. Detta är oberoende källor vilket gör att andra forskare skulle kunna replikera studien och få samma resultat.

Stickprov på cirka 5 procent av datamaterialet har gjorts där data från S&P Capital IQ har jämförts med data i företagens årsredovisningar. Stickprov på 5 procent av det insamlade datamaterialet av insamlad paneldata har även gjorts. Alla observationer i genomförda stickprov var korrekta. Stickproven gjordes eftersom att den mänskliga faktorn är en källa till fel och denna åtgärd gör att risken för fel är liten. De källor som studien hänvisar till är skrivna av forskare och hänvisar ofta till samma fakta, vilket innebär en ökad reliabilitet.

4.3.2 Validitet

Enligt Bryman och Bell (2013) är validitet ett mått på om en studie faktiskt mäter det som avser att mätas. För att uppnå hög validitet har valet av variabler och tillvägagångssätt i studier som behandlar utdelningsnivåer undersökts. Därefter har variabler och tillvägagångssätt som ska stå till grund för studiens regression valts. Då undersökningen är kvantitativ anser vi att risken för subjektivitet i studien är liten eftersom det inte finns mycket utrymme för tolkning under mätningen.

4.4 Variabler

Då utdelningspusslet fortfarande inte är löst och många studier har gjorts har även många måtenheter använts för att mäta de olika företagsspecifika faktorerna. Nedan följer därför en grundlig genomgång av valet av variabler som kommer att utgöra den beroende variabeln och de förklarande variablerna i regressionen. Måtenheterna som använts för varje variabel samt alternativa metoder kommer att presenteras och diskuteras.

4.4.1 Beroende variabel

4.4.1.1 Utdelningsnivå

Den beroende variabel som denna studie avser undersöka är utdelningsnivå. Detta mäts genom att ta utdelning per aktie år $t+1$ genom vinst per aktie år t och det blir ett mått för

utdelningspolicy. Det finns tidigare studier som använder utdelningsnivå som ett mått för utdelningspolicy (Gugler & Yurtoglu, 2003). La Porta et al. (2000b) använder tre olika mått för utdelningsnivå, där alla tre har gemensam täljare i utdelning, och varje mått har olika nämnare i kassaflöde, nettovinst och omsättning. Av dessa variabler valdes utdelning delat med nettovinst som beroende variabel för denna studie.

Data till denna variabel, både utdelning per aktie och nettovinst per aktie, har samlats in från S&P Capital IQ, som ger tillgång till de börsnoterade företagens årsredovisningar. De företag vars årsredovisningar av någon anledning inte funnits tillgängliga på S&P Capital IQ har data fått samlas in manuellt genom att söka efter informationen i företagens egna årsredovisningar.

Till denna studie har det valts att ta utdelning år $t+1$ genom nettovinst år t . Anledningen till detta är att vissa företag betalar ut sin utdelning vid olika tidpunkter, och för att kunna härleda utdelningen till den nettovinst den baseras på har det valts att göra på detta sätt. Det finns även fler anledningar för företagen att ha en jämn utdelningsnivå, såsom den generella utdelningspolicyn.

Det finns en nackdel med att använda denna ratio mellan utdelning och nettovinst, och det är att nettovinst kan manipuleras genom olika typer av ”earnings management” och redovisningsprinciper. Det gör att detta mått är känsligt för denna typ av ”smoothing” och kan ge ett missvisande resultat.

Årets resultat är definierat som vinst efter företagsskatt respektive undersökt år, det vill säga nettovinst. Utdelningen är som tidigare nämnts för år $t+1$. S&P Capital IQ har justerat för detta i data från årsredovisningar, och detta har kontrollerats genom stickprov för att säkerställa att denna metod har använts i alla undersökta bolagen, vilket den har gjort också.

Mätenhet:

$$\text{Utdelningsnivå} = \text{Utdelning per aktie} / \text{Vinst per aktie}$$

4.4.2 Oberoende variabler

4.4.2.1 Kassaflöde

En oberoende variabel i denna studie är kassaflöde, vilket definieras som årets kassaflöde genom totala tillgångar. Är denna ratio hög visar det på att företaget har mycket likvida medel

som det kan använda till att antingen återinvestera i företaget eller dela ut till aktieägare. Kassaflöde kan även användas som ett mått på investeringsmöjligheter enligt Kaplan och Zingales (1997). Tidigare studier som använt den här mätenheten är bland annat Pajuste (2004) som undersökte olika faktorer som påverkade utdelningsnivån i finska företag och använde kassaflöde dividerat med totala tillgångar för att mäta detta mått.

Mätenhet:

$$\text{Kassaflöde} = \text{Kassaflöde} / \text{Totala Tillgångar}$$

4.4.2.2 Lönsamhet

En av de oberoende variablerna i denna studie är lönsamhet. I Fama och French (2001) används EBITDA dividerat med totala tillgångar som ett mått på lönsamhet, vilket även denna studie gör. EBITDA definieras som vinster innan ränta, skatt, avskrivningar och amorteringar (Berk & DeMarzo, 2011). En positiv sak med att använda EBITDA är att det är svårare att påverka och justera än nettoresultatet med redovisningsprinciper. Andra studier (Aivazian, Booth & Cleary, 2003) har använt avkastning på eget kapital som ett mått på lönsamhet, men det måttet beskriver mer hur lönsamt företaget är ur ett aktieägarperspektiv då det beror på det egna kapitalet, vilket gör att det inte används här. Lönsamhet definieras som EBITDA dividerat med totala tillgångar.

Mätenhet:

$$\text{Lönsamhet} = \text{EBITDA} / \text{Totala tillgångar}$$

4.4.2.3 Företagsstorlek

En oberoende variabel som denna studie använder är företagsstorlek. Den har tidigare använts av exempelvis Fama och French (2001), som använde måttet totala tillgångar på företagsstorlek. Det måttet används även i denna studie. Företagsstorlek har definierats på olika sätt i olika studier. Exempelvis Al-Kuwari (2009) använder företagets börsvärde som ett mått på företagets storlek. Det visar alltså marknadsvärdet på bolaget vilket speglar både interna och externa faktorer som påverkar utdelningspolicyn. Nackdelen med detta mått är att det beror på marknadsvärdet på företagets aktier, vilket innebär att om aktien är under- eller övervärderad så kommer börsvärdet att ge en missvisande bild av företagets riktiga storlek. Det som är intressant med att välja totala tillgångar för vår del är att Dittmar (2000) fann ett

signifikant samband mellan tillgångar och återköp av egna aktier, eftersom vi också använder variabeln aktieåterköp.

Mätenhet:

$$\text{Företagsstorlek} = \text{Totala Tillgångar}$$

4.4.2.4 *Skuldsättningsgrad*

En annan oberoende variabel i denna studie är skuldsättningsgrad. Gugler och Yurtoglu (2003) använder totala skulder dividerat med totala tillgångar som ett mått på skuldsättningsgrad. I Al-Kuwari (2009) mäts skuldsättningsgraden som skulder dividerat med eget kapital för att få fram en skuldsättningsratio. Nackdelen med det måttet är att det är marknadsvärdet på eget kapital, vilket kan fluktuera under tiden. Totala tillgångar har valts till nämnaren i denna studie då det måttet är stabilt under tiden. När totala skulder dividerat med totala tillgångar används fås ett mått på hur stor del av företagets tillgångar som finansieras genom lån. Ju större denna ratio är, desto större risk är associerat till företagets operationer. Ration indikerar hur stor lånekapacitet företaget har, och det är alltså ett mått på företagets finansiella flexibilitet (Berk & DeMarzo, 2011).

Mätenhet:

$$\text{Skuldsättningsgrad} = \text{Totala Skulder} / \text{Totala Tillgångar}$$

4.4.2.5 *Aktieåterköp*

En oberoende variabel som denna studie använder är återköp av aktier. Enligt Dittmar (2000) är återköp av aktier ett sätt att göra sig av med överskott av kapital, vilket därför kan ses som ett alternativ till utdelning. Denna studie kommer att använda sig av en dummyvariabel för aktieåterköp, som tar värdet 1 de år som företaget gjort aktieåterköp, och 0 de år företaget inte har gjort det. Posten Repurchase of Common Stock på S&P Capital IQ:s årsredovisningar visar om ett företag genomfört återköp av aktier. Fama och French (2001) har mätt denna variabel genom den procentuella förändringen i antalet ägda aktier i egna bolaget mellan 31 december föregående år och 31 december det undersökta året. Då detta är svårt att mäta med den data som är tillgänglig används istället en dummyvariabel för att mäta denna variabel.

Mätenhet:

Aktieåterköp = Värde 1 om företaget gjort återköp, annars 0 (dummyvariabel)

4.4.2.6 Ägarkoncentration

En oberoende variabel i denna studie är ägarkoncentration, vilket räknas fram genom ett Herfindahlindex där man kvadrerar största ägarna och summerar dessa. Herfindahlindex har tidigare använts till att analysera marknadskoncentration, men kan även appliceras på analysen av ägarkoncentration (Overland, Mavruk & Sjögren, 2012). Ägarna definieras som de fem ägare som har störst andelar aktier med rösträtt i bolaget. Styrkan med detta mått är att koncentrationen ökar om någon aktieägares andel ökar på bekostnad av en mindre aktieägares andel. På grund av begränsad data i företagens årsredovisningar har endast de fem största aktieägarnas rösträtter tagits med i beräkningen av Herfindahlindex. Bland annat Pajuste (2004) använder Herfindahlindex som ett mått på ägarkoncentration, och ju högre värde på indexet desto högre ägarkoncentration. Mancinelli och Ozkan (2006) använder sig av flera mått för att mäta ägarkoncentration, och ett av dessa mått är största ägarens procentandel av aktier med rösträtt. När det måttet används inkluderar det även en dummyvariabel, där den antar värdet 1 om det är en kontrollerande majoritetsägare och 0 annars. Problemet med den här typen av dummyvariabel är att i de olika studierna så har gränsen dragits för en kontrollerande majoritetsägare vid olika procentsatser, vilket gör måttet godtyckligt vart gränsen skall dras. Exempelvis drar Mancinelli och Ozkan gränsen för största aktieägaren vid 5 procent medan Gugler, Mueller och Yurtoglu (2003) drar samma gräns vid 10 procent.

Mätenhet:

Ägarkoncentration = Största fem ägarna kvadreras och summeras

4.4.3 Sammanställning över mätenheter

Hypotes	Variabel	Mätenhet	Förväntat samband
	BEROENDE		
	0. Direktavkastning	Utdelning per aktie/Vinst per aktie	N/A
	OBEROENDE		
H1	1. Kassaflöde	Kassaflöde/Totala tillgångar	Positivt
H2	2. Lönsamhet	EBITDA/Totala tillgångar	Positivt
H3			Negativt
H4	3. Företagsstorlek	Totala tillgångar	Positivt
H5	4. Skuldsättningsgrad	Totala skulder/Totala tillgångar	Positivt
H6			Negativt
H7	5. Aktieåterköp	Dummyvariabel (1/0)	Negativt
H8	6. Ägarkoncentration	Herfindahlindex	Positivt
H9			Negativt

4.5 Regressionsmodellen

I studien kommer en multipel linjär regression användas. En multipel linjär regression analyserar sambandet mellan en beroende variabel och ett antal oberoende variabler. Målet är att förklara den beroende variabelns beteende i relation till de oberoende variabelernas beteende. Ordinary Least Squares är metoden som oftast används när regressionsanalyser görs och det är den metoden som avser användas för att undersöka sambandet mellan den beroende variabeln och de oberoende variablerna (Al-Kuwari, 2009). För att testa regressionen kommer det statistiska programmet Eviews 8 att användas. Regressionsmodellen för studien är:

$$Utdelningsnivå_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Kassaflöde} + \beta_2 \text{Lönsamhet} + \beta_3 \text{Företagsstorlek} + \beta_4 \text{Skuldsättningsgrad} + \beta_5 \text{Aktieåterköp} + \beta_6 \text{Ägarkoncentration} + \varepsilon_{it}$$

4.5 Regressionsmodellen

4.5.1 Paneldataanalys

Det finns tre typer av data när regressionsanalyser görs. De är (1) tvärsnittsdata, (2), tidsseriedata och (3) paneldata. Tvärsnittsdata är data som är observationer på flera olika variabler vid en tidpunkt och ger bara en ögonblicksbild. Tidsseriedata är observationer på en variabel, exempelvis utdelningsnivån, över en viss tidsperiod med jämna intervaller. Kombinerar man tidsseriedata och tvärsnittsdata får man paneldata, det vill säga, data som består av observationer av flera olika variabler över en viss tidsperiod. Anledningen till varför tvärsnittsdata inte används är som tidigare diskuterat för att det skulle finnas en risk för snedvridna resultat om studien enbart undersökte vilka företagsspecifika faktorer som påverkar utdelningsnivån under ett visst år. Därför är den valda tidsperioden 2007-2012 och studie innefattar både tvärsnitt och tidsserier, det vill säga paneldata.

Det finns två typer av paneldata: (1) balanserad paneldata och (2) obalanserad paneldata. Balanserad paneldata innebär att varje tvärsnitt har samma antal tidsobservationer och har tvärsnitten olika antal observationer är det obalanserad paneldata (Al-Kuwari, 2007). Eftersom studien har valt att utesluta observationer där utdelningsnivån är noll eller negativa kommer det vara obalanserad paneldata.

Fördelen med paneldata är att det ger mer variation, mindre kollinearitet mellan variablerna och en större förklaringsgrad genom fler frihetsgrader. Den eliminerar även så kallad *bias*

orsakad av utelämnade variabler. En stor nackdel är att de statistiska programmen inte är fullt utvecklade för att analysera paneldata och tester som görs för att utvärdera regressionsmodellens lämplighet är inte lättgenomförliga.

Det enklaste sättet att hantera paneldata är att all data estimeras med hjälp av OLS-metoden, man använder sig av en så kallad "pooled regression". Modellen har dock sina begränsningar eftersom att variablernas medelvärden estimeras och relationerna mellan dem är konstant över både tidsperiod och tvärsnitt. Heterogenitet får inte heller existera, vilket inte är troligt för studiens dataunderlag eftersom det troligen finns ett samband mellan ett företags utdelningsnivå år t och år $t+1$. Det finns två olika metoder att hantera den här problematiken, nämligen *Random Effects Model* och *Fixed Effects Model*. För att avgöra vilken modell som är lämpligast används ett Hausman-test (Brooks, 2008).

4.5.1.1 *Random Effects-modellen*

Jämfört med Fixed Effects är Random Effects generellt sett mer effektiv. Dock är modellens antaganden mer strikta. Modellen har olika intercept för varje enhet, dock är de konstanta över tiden. Random Effects-modellen har ett intercept som ursprungligen kommer från ett gemensamt intercept. Interceptet är samma både över tidsperioden och tvärsnittet och den har även en slumpmässig variabel som varierar över tvärsnitten men är konstant över tiden. Eftersom att modellen generellt sett är mer effektiv än Fixed Effects-modellen testas modellen lämplighet. Ett Hausman-test som finns i *bilaga 6* visar att modellen är inte är lämplig för datamaterialet eftersom att resultatet är signifikant och nollhypotesen, att Random Effects-modellen är en bra estimator, kan förkastas. Istället bör, om lämpligt, Fixed Effects-modellen användas (Brooks, 2008).

4.5.1.2 *Fixed Effects-modellen*

Fixed Effects-modellen kan antingen fånga tvärsnittsvariation eller tidsserievariation i paneldata. Interceptet i regressionsmodellen tillåts skilja sig åt över antingen tvärsnittet eller tidsserien, medan den andra är konstant. Modellen skapar dummyvariabler för antingen företagen eller åren, vilket innebär att om den exempelvis skapar dummyvariabel för företagen så kan regressionsmodellen skilja sig mellan företag, men inte över tid. För att avgöra om dummyvariabler ska skapas antingen över tiden eller företagen måste ett lämplighetstest göras. Genom att göra ett Redundant Fixed Effects-test för skapandet av

dummyvariabel för tidsserien kan vi förkasta nollhypotesen som innebär att tidsserie-dummyvariabler är passande (Brooks, 2008). Testet hittas i *bilaga 6*.

Samma test görs för dummyvariabler över tvärsnitten som hittas i *bilaga 6*. Resultatet av testet är signifikant, vilket innebär att Fixed Effects-modellen som konstruerar dummyvariabler över tvärsnitten, det vill säga företagen, är en lämplig modell och kommer att användas för studiens dataunderlag.

4.5.2 OLS-antaganden

För att studiens regressionsmodell ska vara gällande måste följande antaganden vara uppfyllda:

1. De oberoende variablerna i regressionsanalysen får inte vara korrelerade med feltermen eftersom att om så är fallet kommer inte koefficienterna att vara väntevärdesriktiga (Brooks, 2008).
2. *Homoskedasticitet* – Regressionsmodellen bör vara homoskedastisk, vilket den är om feltermen har konstant varians. Även här skulle konsekvenserna av en icke konstant varians på residualerna, även kallat heteroskedasticitet, bli ogiltiga hypoteser. För att testa för heteroskedasticitet används ett Breusch-Pagan-test (Brooks, 2008).
3. *Multikolinjäritet* – De oberoende variablerna får inte vara korrelerade med varandra. Om de är korrelerade med varandra uppstår multikolinjäritet och mäter därmed samma sak. För att testa för multikolinjäritet används en korrelationsmatris (Brooks, 2008).
4. *Normalitet* – Feltermen bör vara normalfördelad. Normalfördelningen kan testas med ett Jarque-Bera-test (Brooks, 2008).
5. *Stationaritet* – Variabelns medelvärden och standardavvikelsen bör inte förändras över tiden. Detta bör inte utgöra något problem eftersom att tvärsnittet är stort och tidsserien relativt kort (Brooks, 2008).
6. *Autokorrelation* – Den beroende variabelns standardfel bör vara oberoende av de oberoende variablerna. Autokorrelation är när feltermen och de oberoende variablerna är korrelerade. Även här skulle hypoteserna riskera att bli ogiltiga. Dock är tester för autokorrelation svåra att göra på paneldata och tidsperioden för studien är relativt kort för att upptäcka en trend över tiden. Därför kommer inga test för autokorrelation att göras (Brooks, 2008).

5. Resultat och analys

I detta kapitel kommer vi att presentera våra resultat från regressionsmodellen och som vidare kommer att analyseras. Innan resultatet redovisas kommer deskriptiv statistik för variablerna samt resultat från validitetstesterna att presenteras. Därefter kommer resultatet redovisas och hypoteserna analyseras.

5.1 Deskriptiv statistik

För att få en bättre förståelse för dataunderlaget i studien kommer de olika variablerna att presenteras och analyseras. Även en korrelationsmatris kommer att inkluderas. Detta görs för att få en bättre förståelse för resultaten från regressionsanalysen.

5.1.1 Deskriptiv statistik på samtliga variabler

Nedan i *tabell 5.1* summeras deskriptiv statistik för den beroende variabeln och samtliga oberoende variabler. Tabellen visar att den genomsnittliga utdelningsnivån mellan åren 2007-2012 bland de 92 inkluderade företagen är 51 procent. Maxvärdet för utdelningsnivån är 430 procent, vilket betyder att ett företag ett år betalade ut 4,3 gånger mer än vad det hade i vinst samma år. Den här typen av extrema värden är orsakade av att måtenheten har vinst per aktie i nämnaren och eftersom att den kan anta väldigt små värden, utan att utdelningen ändras orsakar den värden som är väldigt höga. De värden som avvek kraftigt, så kallade outliers, togs bort för att det inte skulle snedvrída resultatet. Till exempel hade företaget Aarhus Karlshamn år 2008 en utdelningsnivå på 16 357 procent, vilket hade snedvridit resultat om observationen hade tagits med. Totalt togs 13 outliers bort.

Företagens skuldsättningsgrad är i genomsnitt 58 procent. Skuldsättningsgraden för ett av företagen, Swedish Match, var 114 procent. Anledningen till att de har en skuldsättningsgrad som är över 100 procent är eftersom att de har ett negativt eget kapital, vilket innebär att totala skulder överstiger totala tillgångar. Det företag som har lägst skuldsättningsgrad har enbart finansierat 5 procent av sina tillgångar med skulder. Variablernas max- och minvärden varierar kraftigt, särskilt företagsstorleken, vilket stödjer valet av dummyvariabel för tvärsnittet. Vidare logaritmerades företagsstorlek, utdelningsnivå och ägarkoncentration för att minska förekomsten av extremvärden.

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
Utdelningsnivå	0.510343	0.447176	4.297146	0.053790	0.335068
Kassaflöde	0.009463	0.002488	0.580710	-0.294075	0.061573
Lönsamhet	0.143503	0.124079	0.840933	-0.010893	0.097128
Företagsstorlek	33498.08	8909.500	372419.0	85.14100	62874.26
Skuldsättningsgrad	0.582995	0.603496	1.142718	0.050494	0.147131
Aktieåterköp	0.272926	0.000000	1.000000	0.000000	0.445950
Ägarkoncentration	0.163716	0.106478	0.769235	0.001186	0.161721

Tabell 5.1 Deskriptiv statistik

5.1.2 Utdelningsnivå och lönsamhet

Tabell 5.2 visar den genomsnittliga utdelningsnivån och den genomsnittliga lönsamheten för de undersökta åren. Den genomsnittliga utdelningsnivån är som lägst 48 procent och som högst 54 procent. Variationen i den genomsnittliga lönsamheten är inte särskilt stor, dock kan man se en tendens till att när den genomsnittliga lönsamheten minskar, ökar utdelningsnivån och när den ökar istället, minskar utdelningsnivån. Förändringarna är marginella, men vid en översiktssbild av studiens paneldata och de individuella företagens observationer ser man det negativa sambandet tydligare. Som tidigare diskuterat i avsnitt 3.1.2 skulle det kunna tala för Lintners utjämningssteori eftersom EBITDA, vinsten per aktie och totala tillgångar varierar med hur det går för företaget, men om beslutsfattarna vill jämna ut utdelningen per aktie hålls utdelningen per aktie konstant, vilket leder till ett negativt samband när de övriga variablerna i måtenheterna varierar.

År	Genomsnittlig utdelningsnivå	Genomsnittlig lönsamhet
2007	48%	0,1292
2008	50%	0,1239
2009	54%	0,1220
2010	52%	0,1275
2011	49%	0,1266
2012	53%	0,1152

Tabell 5.2 Genomsnittlig utdelningsnivå och lönsamhet under åren 2007-2012

5.1.3 Ägarkoncentration

Som tidigare nämnt har företag i Sverige generellt mer koncentrerat ägande än USA. Tabell 5.3 visar att största ägaren i företagen i studien äger cirka 30-31 procent av rösterna och ägarinnehavet är stabilt över tiden. Forte (2006) mätte ägarkoncentrationen i Storbritannien, Tyskland, Italien och Frankrike. Hans undersökning visade att den största aktieägaren i

Tyskland ägde 15 procent av rösterna, i Italien ägde den största ägaren 52 procent av rösterna och i Frankrike ägde den största ägaren 29 procent av rösterna. Medelvärdet för Tyskland var inte tillgängligt, men medianen låg på 55 procent.

Största ägarna i företag i Sverige äger större andel än ägarna i Storbritannien, som också är ett common law-land och därför är det inte förvånande att största ägaren i företagen i studien har större andel röster. Jämför man istället med Italien, som är känt för att ha hög ägarkoncentration, har största ägaren i företagen i studien en lägre andel röster.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Genomsnittlig Ägarkoncentration	30%	0%	30%	31%	31%	31%

Tabell 5.3 Genomsnittlig ägarkoncentration under åren 2007-2012

5.1.4 Aktieåterköp

Under år 2007 och 2008 är det mellan 40-42 procent av företagen som har gett ut utdelning som har gjort aktieåterköp. Under åren 2009-2010 sjunker denna siffra markant till 18 % för båda åren, vilket är ett tydligt tecken på finanskrisens påverkan på företagens strategi vad gäller aktieåterköp. När läget stabiliseras under 2011-2012 ökar andelen företag som gör återköp till 23 procent.

De Ridder och Råsbrandt (2014) gjorde en studie på aktieåterköp på svenska förhållanden där de undersökte 125 företag på Stockholmsbörsen som gjort återköp. De hittar också en markant minskning av återköp under 2009, och de listar finanskrisen som en möjlig anledning till denna minskning. De visar även på att antalet återköp har sin topp under åren 2007 och 2008, vilket även gäller för denna studie.

Att den genomsnittliga utdelningsnivån enligt tabellen ovan är högre under 2009-2010 än de två föregående åren kan betyda att återköp ses i linje med studien som Jagannathan, Stevens och Weisbach (2000) har gjort, det vill säga att återköp inte ersätter utdelningar. Detta eftersom utdelningsnivån ökar under de år som aktieåterköpen minskar. Skinner (2007) visar att återköp görs på bekostnad av utdelningar, vilket gör att utdelningar minskar. Under denna tidsperiod är det tvärtom, att när utdelningar ökar så minskar återköpen.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Genomsnitt
Andel företag som ger utdelning som gör aktieåterköp	41%	42%	18%	18%	23%	23%	27%

Tabell 5.4 Sammanställning av antalet gjorda aktieåterköp per år under åren 2007-2012 i procent

5.2 Resultat från regressionsanalys

Avsnittet kommer att presentera resultaten från regressionsanalysen och varje variabel kommer att analyseras var för sig. Varje analys kommer att utgå från teorierna i avsnitt 3.1 och tidigare gjorda studier. De signifikanta variablerna kommer att analyseras först och därefter analyseras de icke signifikanta.

5.2.1 Validitetstest

För att resultaten ska vara så korrekta som möjligt har validitetstester genomförts utifrån de kriterier som beskrivs i avsnitt 4.5.2. En korrelationsmatris har ställts upp för att kontrollera för multikolinjäritet (se *bilaga 6.4*). Vid en granskning av korrelationsmatrisen finns inget värde som överstiger 0,8 eller som är mindre än -0,8. Det största värdet är 0,314, vilket innebär att det inte finns några tecken på multikolinjäritet och alla variabler kan användas i regressionen. Vidare visade Breusch-Pagan-testet att heteroskedasticitet existerar eftersom nollhypotesen för homoskedasticitet kunde förkastas. För att åtgärda detta har ”white cross section” använts. För att testa om residualerna är normalfördelade har Jarque-Bera-testet använts (se *bilaga 6.5*). Residualerna är inte normalfördelade eftersom nollhypotesen kan förkastas, dock bör detta inte vara något problem eftersom att kurvan ser normalfördelad ut vid en okulär granskning.

Observationer: 458			
Variabel	Coefficient	Std. Error	Prob.
C	-1,204093	0,846907	0,156
Kassaflöde	0,035438	0,411739	0,9315
Lönsamhet	-1,707312	0,49095	0,0006***
Ägarkoncentration	-0,196771	0,079222	0,0135**
Aktieåterköp	-0,028046	0,058121	0,6297
Storlek	0,040619	0,091362	0,6569
Skuldsättningsgrad	-0,321825	,403774	0,4259
R-squared	0,579515	F-statistic	5,251688
Adjusted R-squared	0,469167	Prob (F-statistic)	0

*p=10%, **p= 5%, ***p= 1%

Tabell 5.5 Regressionsutfall

5.2.2 Lönsamhet

H2: Det finns ett positivt samband mellan lönsamhet och utdelningsnivå

H3: Det finns ett negativt samband mellan lönsamhet och utdelningsnivå

Hypotesen i regressionsmodellen som säger att det inte finns något samband mellan lönsamhet och utdelningsnivå kan förkastas eftersom att lönsamhetsvariabeln har ett p-värde som är 0,0006. Regressionsmodellen visar att det finns ett starkt signifikant samband mellan lönsamhet och utdelningsnivå. Sambandet är negativt och har en lutningskoefficient som är 1,7 vilket betyder att när lönsamheten ökar med 1,7 EBITDA/totala tillgångar sänks utdelningsnivån med 1 procent. Att resultatet är negativt är inte i linje med de flesta studier som har gjorts (Gill et al, 2010; Al-Malkawi, 2005) som har undersökt sambandet mellan lönsamhet och utdelningsnivå. De har, som tidigare nämnt, fått ett positivt samband.

Däremot stöds resultatet av Nguyen et al. (2013) som fick ett negativt samband mellan utdelningsnivån och lönsamhet. Precis som den här studien undersökte de tidsperioden 2007-2012 och fann att beslutsfattare är mer försiktiga med de likvida medlen när det råder stor osäkerhet på marknaden. Resultaten går emot Kuo et al. (2012), som undersökte företag i Storbritannien under 1989-2009, eftersom företagen här valde att öka sin utdelningsnivå under den valda tidsperioden. Däremot undersöktes inte de åren som författarna anser är kritiska för vårt resultat, nämligen 2010-2012, vilket eventuellt kan förklara det motstridiga resultatet i Kuo et al. (2012).

I avsnitt 5.1.3 presenterades att de undersökta företagens största ägare i genomsnitt ägde ungefär 30-31 procent av rösterna och att koncentrationen var lägre än i Sverige. Precis som i Sverige är ägarkoncentrationen i Vietnam hög eftersom staten innehar en stor andel aktier i företagen (Nguyen et al. 2013). Möjligtvis är det så att stora ägare riskerar mer i finanskriser än mindre aktieägare eftersom de innehar en större andel aktiekapital och sänker utdelningen eftersom att de är rädda för att få likviditetsproblem genom att dela ut för mycket av vinsten. Då minoritetsägare riskerar mindre kapital än stora ägare är de möjligen inte lika riskaverta som de stora ägarna då det råder finanskris och vill ha en högre utdelningsnivå än de stora ägarna. I länder med spritt ägande kan det därför vara så att utdelningsnivån inte sänks eftersom att det inte finns någon majoritetsägare som utövar sin kontroll över utdelningsnivån. Det negativa sambandet i studien är därför inte överraskande då Nguyen et al. (2013) undersökte samma tidsperiod och dessutom undersökte Vietnam som har koncentrerat ägande. Således stödjer vår studie fynden i studien av Nguyen et al. Det kan vara så att beslutsfattare

trodde att konjunkturen var på väg uppåt 2009-2012, men valde att inte skicka några ”signaler” då dessa skulle bli alltför kostsamma eller att det rådde så pass stor osäkerhet att framtida vinster var osäkra, vilket innebär att det blir svårt att signalera.

Alkeback (1997) fann i sin studie att utdelningsnivån sattes efter de förväntade framtida utdelningsnivåerna. Då det råder stor osäkerhet på marknaden vilket innebär att de framtida förväntade vinsterna är osäkra är det svårt att justera för dessa under en finanskris. Väljer företagen att, som i vår studie, hålla utdelningen per aktie konstanta på grund av osäkerheten på marknaden medan totala tillgångar, vinst per aktie och EBITDA ökar kommer utdelningsnivån att sjunka. Därmed är vår studie i linje med Alkebäck's fynd, vilket Alkebäck kopplade till Lintners (1956) modell, där beslutsfattarna försöker jämna ut utdelningarna med den långsiktiga vinstnivån. Då de inte väljer att förändra den kan de tyda på att signaleringsteorin gäller eftersom att de helt enkelt inte vet hur framtiden kommer att se ut och inte kan signalera. Beslutsfattare kan bli mer återhållsamma i kristider, vilket gör att de vill hålla utdelningen per aktie jämn eftersom att de framtida vinstnivåerna är osäkra, de vet inte om de kommer att vara låga eller höga och kan därmed inte fatta ett beslut.

5.2.3 Ägarkoncentration

H8: Det finns ett positivt samband mellan ägarkoncentration och utdelningsnivå

H9: Det finns ett negativt samband mellan ägarkoncentration och utdelningsnivå

Hypotesen i regressionsmodellen som säger att det inte finns något samband mellan ägarkoncentration och utdelningsnivå kan förkastas eftersom att ägarkoncentration har ett p-värde som är 0,0135. Sambandet är dessutom negativt. I enlighet med principal-agentproblemet mellan ledning och aktieägare, menade Schleifer och Vishny (1986) att värdet på företaget går upp när det har ett koncentrerat ägande. Detta eftersom stora aktieägare har större möjlighet till att övervaka än små ägare på grund av ”free-rider”-problemet. De stora aktieägarna kan genom övervakning förhindra att dåliga investeringar görs, samt minska likvida medel som enligt Rozeff (1982), Easterbrook (1984) och Jensen (1986) ökar risken för att ledningen ska använda den i syften som gynnar dem själva och inte aktieägarna. Därför bör sambandet vara positivt mellan ägarkoncentration och utdelningsnivå. Dessa studier utgår från amerikanska förhållanden, vilket är annorlunda i det avseendet att ägandet är mer spritt i amerikanska företag. I svenska företag är ägandet som tidigare nämnts mer koncentrerat, vilket kan vara förklaringen till att detta positiva samband inte gäller för svenska

förhållanden. Resultatet från regressionen i denna studie stödjer inte deras slutsatser och sambandet är istället negativt.

Däremot är sambandet i linje med Gugler och Yurtoglu (2003), Maury och Pajuste (2002) och Mancinelli och Ozkan (2006). I deras undersökningar är sambandet signifikant och negativt mellan ägarkoncentration och utdelningsnivå. De utgår från att det finns ett principal-agent-problem mellan små och stora aktieägare. Stora ägare använder sig av sin kontroll för att dra nytta av fördelar som missgynnar minoritetsägare. Resultatet finner bevis för teorin om att ett horisontellt principal-agent-problem existerar mellan stora och små ägare.

Enligt Maury och Pajuste (2002) ägde den största ägaren i genomsnitt 38 procent av rösterna under studiens tidsperiod i de finska företagen och i Italien äger, som tidigare diskuterat, den största ägaren generellt sett en stor andel av rösterna. Under studiens tidsperiod ägde den största ägaren 30-31 procent av rösterna i företagen, vilket är mindre än i dessa två undersökta länder. Det kan bero på att koncentrationen är tillräckligt hög för att den ska ge upphov till det horisontella principal-agent-problemet, men det kan bero på att det i Sverige är vanligt med pyramidstrukturer, korsägande och röstdifferentierade aktier, vilka ökar risken för det horisontella principal-agent-problemet mellan stora och små aktieägare enligt Bebchuk et al. (2004).

5.2.4 Anledningar till icke signifikanta resultat

Det kan finnas flera anledningar till att det inte hittas något samband mellan kassaflöde och utdelningsnivå. En kan vara att en viktig oberoende variabel som förklarar den beroende variabeln har utelämnats från regressionen. En sådan variabel kan vara en variabel som är svår att mäta, till exempel en icke-kvantitativ variabel såsom är en psykologisk faktor som beslutsfattarens inställning till risk. Konsekvensen av en utelämnad variabel är att de estimerade koefficienterna på alla andra variabler kommer att vara snedvridna och inkonsekventa om inte den exkluderade variabeln är okorrelerad med alla de inkluderade variablerna. Även om detta villkor är uppfyllt kommer estimeringen av koefficienten av konstanten vara snedvriden, vilket innebär att alla förutsägelser från modellen kommer vara snedvridna. Standardfelen kommer också att vara snedvridna, och därför kan hypotestester ge olämpliga slutsatser (Brooks, 2008).

Ett annat problem kan vara om en irrelevant variabel har tagits med i regressionen. Konsekvensen av att inkludera en irrelevant variabel är att koefficientestimeringen fortfarande

skulle vara konsekvent och rättvisande, men estimeringen skulle vara inkompetent. Det innebär att standardfelen för koefficienterna troligen går upp relativt de värden som de skulle ha fått om den irrelevanta variabeln inte hade inkluderats. Variabler som annars skulle ha varit marginellt signifikanta är inte det när irrelevanta variabler finns med i regressionen. Generellt sett kan det också sägas att graden av effektivitetsförlust kommer att bero positivt på det absoluta värdet av korrelationen mellan den inkluderade irrelevanta variabeln och de andra oberoende variablerna (Brooks, 2008). Enligt Brooks är problemet med en utelämnad variabel värre än att ta med en irrelevant variabel, och därför väljs hellre att ta med en irrelevant variabel vid en avvägning mellan inkonsekvens och effektivitet.

Ett vanligt förekommande problem i studier av denna art är att korrekt fastställa vilka oberoende variabler som påverkar den beroende variabeln. Att i synnerhet undersöka en beroende variabel som är utdelningsnivå gör inte uppgiften lättare. Detta eftersom det nämnts tidigare att utdelning ses som ett pussel (Black, 1976, s. 5). Det är alltså ett flertal variabler som enligt teorin påverkar utdelningsnivån, men att välja den ultimata kombinationen av variabler för att få en hög R-squared är svårt. R-squared för denna studie är som tidigare nämnts 57 procent, vilket innebär att det är 43 procent som förklaras utanför regressionen. De variabler som förklarar dessa 43 procent kan möjligtvis vara icke-kvantitativa variabler som är av kvalitativ art. Det betyder att dessa variabler måste mätas med en kvalitativ ansats för att kunna förklara vad som påverkar utdelningsnivån. Ett exempel på en sådan variabel i studiens regressionsmodell skulle kunna vara beslutsfattarnas riskaversion.

5.2.5 Kassaflöde

H1: Det finns ett positivt samband mellan storleken på kassaflöde och utdelningsnivå

Variabeln för kassaflöde i regressionsanalysen visar att det finns ett positivt samband med utdelningsnivå. Att riktningskoefficienten är positiv är förenligt med tidigare studier, exempelvis Gill et al. (2010) och Mohamed et al. (2008). Det är även förenligt med Rozeff (1982), Easterbrook (1984) och Jensen (1986) som förslog att det var hänförligt till vertikala principal-agent-problemet. Eftersom att ett stort överskott på likvida medel ökar risken för agentkostnader bör företag betala ut dessa för att minska risken för att ledningen använder dem i egensyfte som missgynnar aktieägarna, vilket görs via utdelning. Därför bör företag som har stort kassaflöde ha hög utdelning.

Däremot är sambandet icke signifikant, vilket betyder att regressionsmodellens nollhypotes inte kan förkastas. Det är inte förenligt med de tidigare nämnda studierna eftersom att de funnit ett positivt signifikant resultat. Vad som skulle kunna förklara det här icke signifikanta resultatet ur den svenska kontextens perspektiv är att det är vanligt med korsägande och att de stora ägarna ofta är involverade i många företag. Att som verkställande direktör utnyttja informationsasymmetrier som existerar mellan dem och aktieägarna är möjligtvis för riskfullt eftersom att den svenska marknaden är relativt liten jämfört med andra och risken att få ett dåligt rykte är för stor. Möjligtvis kan studien Nguyen et al. (2013) förklara det icke signifikanta sambandet i studiens regressionsmodell. Enligt deras studie är beslutsfattare mer försiktiga när det råder ekonomisk ostabilitet. De framtida kassaflödena är inte lika förutsägbara som under "normala" förhållanden. Då är det möjligtvis så att företag med både stora och små kassaflöden väljer att behålla dessa för att parera sig mot potentiella framtida ekonomiska svårigheter eller för att ha till investeringar och därav det icke signifikanta sambandet. Det utesluter heller inte att agentteorin är irrelevant då det under normala omständigheter är tänkbart att ledningen i ett företag har mer utrymme för att handla opportunistiskt och att aktieägare då vill övervaka genom att minska de likvida medlen genom utdelning då framtida kassaflöden är mer säkra.

En annan anledning till att variabeln inte blir signifikant kan vara att det mått som avsetts mäta kassaflöde inte varit helt representativt. Andra studier har endast använt måttet kassaflöde, exempelvis Gill et al. och inte kassaflöde dividerat med totala tillgångar, vilket kan ha haft en påverkan på resultatet, eftersom studierna mäter måttet på ett skilt sätt.

5.2.6 Företagsstorlek

H4: Det finns ett positivt samband mellan företagsstorlek och utdelningsnivå

Variabeln för företagsstorlek i regressionsanalysen visar att det finns ett positivt samband med utdelningsnivå. Att riktningskoefficienten är positiv är förenligt med tidigare teorier, då exempelvis Jensen och Meckling (1976) menade att sambandet är positivt. De menade att det här sambandet beror på att stora företag har ett mer spritt ägande och har därför mindre möjlighet att övervaka. Att ha en hög utdelningsnivå blir ett sätt att övervaka för de mindre ägarna. I studiens regressionsmodell är sambandet dock inte signifikant, vilket betyder att det inte finns något statistiskt säkerställt samband. Anledningen till det kan vara att ägarkoncentrationen i företagen i studien är relativt hög och att det inte blir ett mer spritt ägande när företaget är större. Lloyd, Jahera och Pages (1985) studie visade att större företag

gav ut större utdelningar för att minska agentkostnader. Företagen som har undersökts är listade på Stockholmsbörsens Large Cap och Mid Cap-lista, vilket är relativt sett stora företag. Möjligtvis är det så att det icke signifikanta resultatet beror på att ägarbild och storleken inte är relaterade på samma sätt som Jensen och Meckling (1976) föreslår. Precis som i kassaflöde är det möjligtvis andra sociala och psykologiska faktorer på grund av de svenska förhållandena som eliminerar det horisontella principal-agent-problemet.

Holder et al. (1998) föreslog istället att anledningen till det positiva sambandet mellan företagsstorlek och utdelningsnivå är transaktionskostnader. Detta då större företag har bättre tillgång till kapitalmarknaden och därmed kan de låna till lägre kostnader än mindre företag. Eftersom att kostnaderna är lägre har de mer pengar som kan delas ut till aktieägarna i form av utdelning. Även här kan det vara så att sambanden icke är signifikanta då populationen eventuellt inte varierar tillräckligt vad gäller möjligheten till att låna pengar på kapitalmarknaden. Andra faktorer kan påverka tillgången till kapital utöver företagets storlek.

Att resultatet inte blir signifikant i denna studie kan bero på tidigare nämnda anledningar inom utelämnade eller irrelevanta variabler. Andra studier har som nämnts tidigare använt den naturliga logaritmen av tillgångar vilket gör att författarna inte tror att det har gjorts något mätfel av variabeln i sig. Som tidigare nämnts kan konjunkturen även vara en förklaring för det icke signifikanta resultatet då finanskrisen kan ha tvingat investerare till att vara mer försiktiga med sina internt genererade medel.

5.2.7 Skuldsättningsgrad

H5: Det finns ett positivt samband mellan skuldsättningsgrad och utdelningsnivå

H6: Det finns ett negativt samband mellan skuldsättningsgrad och utdelningsnivå

Variabeln för skuldsättningsgrad i regressionsanalysen visar att det finns ett negativt samband med utdelningsnivå. Att riktningskoefficienten är negativ är förenligt med tidigare studier, exempelvis Al-Malkawi (2005), vilket betyder att företag med en hög skuldsättningsgrad måste betala av skulderna med likvida medel istället för att betala ut dem som utdelning till aktieägarna. Jensen (1986) visar också att högt skuldsatta företag betalar mindre utdelning.

Klausuler i lån, eller ”covenanter”, är en intressant aspekt att ta upp när det gäller skuldsättningsgraden. Bankerna kan ha blivit strängare med dessa klausuler under finanskrisen när de gav ut lån, eftersom att under en sådan tidsperiod upplever de en stor

osäkerhet förknippat med att ge ut lån. Att ha med dessa klausuler i lånekontrakten minskar osäkerheten för bankerna och ställer krav på företagen att inte dela ut större utdelningar än vad de har kapacitet till. Principal-agent-problemet minskar för bankerna när de som långgivare bifogar dessa klausuler i lånen. Detta innebär att de företag som har svårt att möta dessa klausuler därmed har svårt att ta upp lån, vilket innebär att deras skuldsättningsgrad minskar, vilket kan förklara det negativa sambandet i studien. Enligt Easterbrook (1984) kan företag ändra sin företagsrisk genom att minska sin skuldsättningsgrad, och dessa klausuler kan innebära en ”ofrivillig” minskning av skuldsättningsgraden. Det betyder även att de befintliga långgivarna får betalt för räntan till en lägre risknivå.

En alternativ måtenhet som hade kunnat användas i studien istället för totala skulder dividerat med totala tillgångar är skulder dividerat med eget kapital, en så kallad ”D/E-ratio”. Den måtenheten används i Al-Kuwaris (2009) och Al-Malkawis (2005) studier och skillnaden är att marknadsvärdet på eget kapital används i nämnaren istället för totala tillgångar. Marknadsvärdet på egna kapitalet fluktuerar under tiden, vilket gör att finanskrisen hade kunnat snedvrída resultatet på variabeln för skuldsättningsgrad med måtenhet ”D/E-ratio” ändå. Al-Kuwari (2009) fick ett starkt signifikant negativt samband, vilket betyder att när skuldsättningsgraden gick upp, gick utdelningsnivån ner. Anledningen till detta negativa samband är att när företag är högt skuldsatta, bär de också en stor börda när det gäller transaktionskostnader från den externa finansieringen. Det betyder i sin tur att företagen behöver använda det internt genererade kapitalet för att kunna betala dessa nämnda transaktionskostnader, istället för att betala utdelning (Al-Malkawi, 2005).

Om denna undersökning gjorts på vanliga förhållanden utan påverkan av finanskris skulle det finnas ett negativt samband mellan skuldsättningsgrad och utdelning. Detta innebär att när skuldsättningsgraden minskar så delar företagen ut större utdelningar. Detta eftersom när skuldsättningsgraden minskar så minskar även transaktionskostnaderna som är hänfödda till skuldsättningen. Det i sin tur innebär att företagen har bättre möjligheter och mer pengar till att dela ut större utdelningar, eftersom även risken har gått ner. Dock är denna tidsperiod under finanskrisen snedvrída, så företagen vill möjligtvis inte dela ut större utdelningar, utan de vill spara pengar i likvida medel istället för att kunna parera för osäkerheten som uppkommer med finanskrisen. Med en kris blir det exempelvis dyrare att ta upp lån på grund av osäkerheten, vilket gör att transaktionskostnaderna går upp. Detta eftersom det inte hittats signifikans i sambandet som ändå är negativt i denna studie.

5.2.8 Aktieåterköp

H7: Det finns ett negativt samband mellan aktieåterköp och utdelningsnivå

Variabeln för aktieåterköp i regressionsanalysen visar att det finns ett negativt samband med utdelningsnivå. Att riktningskoefficienten är negativ är förenligt med tidigare studier, som exempelvis Skinner (2008), som visar i studien att nivån av aktieåterköp beror på vinsterna ett företag genererar. Jagannathan et al. (2000) visar däremot att återköp inte görs på bekostnad av utdelning. De visar att återköpen fluktuerar från år till år och beror på tillfälliga positiva kassaflöden, som genererar likvida medel för att genomföra dessa återköp. Det negativa sambandet stämmer in på de teorier vi har redogjort för tidigare, då aktieåterköp ses som ett alternativ till utdelning. Under finanskrisen hade företagen svårare att generera vinster, vilket gjorde att frekvensen av både utdelning och återköp gick ner under den perioden. I studiens regressionsmodell är sambandet inte signifikant, vilket betyder att det inte är förenligt med Skinners studie, men däremot stödjer det studien av Jagannathan et al. eftersom att de menade att aktieåterköp inte görs på bekostnad av utdelning. Att antalet aktieåterköp har minskat (se *tabell 5.4*) stödjer även det här sambandet eftersom att sannolikheten för de tillfälliga positiva kassaflödena under en finanskris förmodligen är mindre än en under en ”normal” period. Att väldigt få företag faktiskt väljer att göra aktieåterköp under de undersökta åren kan även bidragit till att det har varit svårt att hitta något samband mellan aktieåterköp och utdelningsnivå.

Det nämndes i mätenheten för hypotesen att det fanns ett alternativt mått på aktieåterköp som Fama och French (2001) använt sig av, nämligen genom att mäta denna variabel genom den procentuella förändringen i antalet ägda aktier i egna bolaget mellan 31 december föregående år och 31 december det undersökta året. Efter att ha undersökt den deskriptiva statistiken och funnit att endast i snitt 27 procent av företagen gjort återköp av aktier under året de gjort utdelning visar att det hade blivit ett ännu mer intetsägande mått.

5.2.9 Tidsperiodens betydelse

De tidigare undersökningarna som har hittat signifikanta samband mellan någon av de oberoende variablerna och utdelningsnivån har inte undersökt en hel konjunkturcykel där en finanskris har varit inkluderad under enbart sex år. Gill et al. (2010) undersökte år 2007, precis innan finanskrisen 2008 började. Al-Malkawi (2005) undersökte åren 1989-2000, vilket

är en period som innefattar tolv år och möjligen jämnar ut effekter från kraftiga nedgångar. Sawicki (2005) undersökte perioden 1994-2003, vilket inte innefattar någon kris och dessutom är tio år vilket också kan få en utjämnings effekt. Även i Dittmars (2000) resultat från åren 1977-1996 är effekterna från finanskriser utjämnade. Gugler och Yurtoglu (2003) undersökte inte en hel konjunkturcykel som innefattade enbart en lågkonjunktur, varav den räknas som en finanskris, och en högkonjunktur.

Den enda som har undersökt en hel konjunkturcykel där lågkonjunkturen är en finanskris är Nguyen et al. (2013) som fick ett signifikant negativt samband mellan lönsamheten och utdelningsnivån. De fick genom en kombinerad kvalitativ och kvantitativ studie reda på att det här sambandet berodde på att beslutsfattare är mer försiktiga med sina likvida medel när det råder osäkerhet i ekonomin, övriga variabler i deras studie som även den inkluderade storlek var icke signifikanta. Som tidigare nämnt inkluderade Kuo et al. (2012) finanskrisen i sin studie och fick fram att utdelningsnivåerna ökade för att signalera. Deras tidsperiod var dock på tolv år och de utelämnade de kritiska åren 2010-2012 då ekonomin var på väg uppåt, men det fortfarande rådde osäkerhet och beslutsfattarna där möjligen kan ha agerat mer försiktigt. Dessutom kan den långa tidsperioden ha jämnat ut finanskrisens effekter. Därför kan man dra slutsatsen att valet är tidsperiod vid undersökning av utdelningsnivå är kritiskt då finanskrisen ändrar förutsättningarna för företag att betala utdelning. Det är också möjligt att finanskrisen i den här studien, som tidigare diskuterat, synliggör de stora aktieägarnas riskbeteende under en finanskris då ägarkoncentration hade ett negativt samband med utdelningsnivå. Eftersom att man har större chans att påverka ju mer kontroll man har, kan det innebära att stora ägare, om de blir mer riskaverta under finanskriser, utövar kontrollen och minskar utflödet av likvida medel från företaget. Dock förutsätter det att de övriga investerarnas preferenser för utdelning skiljer sig från de stora ägarnas. Det stödjer det horisontella principal-agent-problemet, då de stora ägarnas intressen skiljer sig från minoritetsägarnas intressen. Dock kan det negativa sambandet även bero på, som tidigare diskuterat, att de stora aktieägarna använder de likvida medel för personligt bruk och att de istället på det sättet påverkar minoritetsägarna negativt. Detta är i linje med Pajuste (2004) och Mancinelli och Ozkan (2006) som fann ett negativt signifikant samband mellan ägarkoncentration och utdelningsnivå. Skulle det istället vara av den anledningen sambandet är signifikant skulle det betyda att oavsett konjunktur så rådet det här sambandet, vilket gör att det blir generaliserbart oavsett tidsperiod och ett horisontellt principal-agent-problem mellan stora och små ägare existerar.

Många av de kvantifierbara företagsspecifika faktorerna har inget signifikant samband i tiden där det råder finansiellt oro. R-squared, det vill säga, hur mycket av utdelningens varians som kan förklaras av de oberoende variablerna är enbart 57 procent, vilket betyder att det finns andra exkluderade faktorer som påverkar. Det vore intressant att undersöka en tidsperiod där konjunkturcykeln är längre och mindre ”brant” eftersom att fler av de oberoende variablerna skulle vara enliga med de övriga studier som visar ett signifikant samband. Möjligtvis skulle R-squared vara högre, vilket skulle innebära att finanskriser potentiellt förstärker andra icke kvantifierbara variabler såsom beslutsfattares sätt att hantera risk och osäkerhet. Att en konjunkturcykel som innefattar en finanskris och som påverkar resultaten innebär att det inte kan exkluderas att förekomsten av bland annat det vertikala principal-agent-problemet påverkar de inkluderade företagsspecifika faktorerna över en längre period där finanskrisens effekter jämnas ut.

6. Slutsatser

I detta kapitel kommer vi att återkoppla till studiens frågeställning och syfte och därefter ge en kort sammanfattning av studiens resultat och analys. Avslutningsvis kommer förslag att presenteras till vidare forskning som grundar sig i insikter vi har fått under arbetets gång.

6.1 Sammanfattning och avslutande diskussion

Syftet med uppsatsen var att undersöka vilka företagsspecifika faktorer som påverkar utdelningsnivån och en finanskris potentiella påverkan på resultatet. Vi formulerade nio hypoteser som har förankring i tidigare utdelningsbaserade teorier som vi testade på 92 svenska börsnoterade företag på Mid Cap och Large Cap under tidsperioden 2007-2012.

Två av de sex företagsspecifika faktorerna som undersöktes hade ett signifikant samband med utdelningsnivån. Lönsamheten hade ett negativt signifikant samband med utdelningsnivån, vilket går emot de flesta studier (Gill et al., 2010; Al-Malkawi) eftersom att de antar ett positivt samband råder. Sambandet i vår studie visar att när lönsamheten går upp så går utdelningsnivån ner. Det är det i linje med Nguyen et al. (2013), som undersökte samma tidsperiod och fann bevis för att företag under finanskriser är försiktiga med att dela ut sina likvida medel och hellre vill spara dessa medel då det råder osäkerheter på marknaden. Våra resultat visar att utdelningen per aktie har varit någorlunda stabil under de sex åren vilket, tillsammans med regressionsutfallet, är i linje med Lintners teori och signaleringsteorin. Då de förväntade framtida vinsterna var osäkra för beslutsfattare under den valda tidsperioden har de varken sänkt den eller ökat den eftersom att de inte har vetat om vinsterna kommer att öka eller minska och därför inte kunnat signalera.

Vidare hade ägarkoncentration negativt signifikant samband med utdelningsnivån vilket betyder att utdelningen minskar när ett företag har högre ägarkoncentration. Det är i linje med Pajuste (2004) och Mancinelli och Ozkan (2006) som fann att ägarkoncentrationen hade ett negativt samband med utdelningsnivån. Resultatet stödjer förekomsten av det horisontella principal-agent-problemet mellan stora och små ägare, vilket inte är förvånande med tanke på Sveriges svaga skydd för minoritetsägare och förekomsten av pyramidägande, korsägande och röstdifferentierade aktier, vilka samtliga ökar sannolikheten för det horisontella agentproblemet. Däremot kan det här sambandet även vara en indikation på att beslutsfattare utövar kontroll på grund av sitt riskbeteende.

De fyra övriga oberoende variablerna kassaflöde, företagsstorlek, skuldsättningsgrad och aktieåterköp var alla icke signifikanta. Att kassaflöde inte var signifikant innebär att inget stöd för att det vertikala agentproblemet finns. Även det icke signifikanta sambandet mellan företagsstorlek och utdelningsnivå innebär att inget stöd för det vertikala principal-agent-problemet då stora företag enligt teorin bör ha mer agentkostnader vilka skulle minskas genom utdelning. Agentteorin kan inte heller styrkas av skuldsättningsgraden då sambandet mellan skuldsättningsgrad och utdelningsnivå inte är signifikant. Vi finner därmed inga bevis för det vertikala principal-agent-problemet under svenska förhållanden, med det inte sagt att det inte existerar eftersom att förutsättningar för företag att ge utdelning ändras under finanskriser.

Vi anser att valet av tidsperiod har varit avgörande för resultaten eftersom att studien visar att förutsättningarna för utdelningen förändras då det råder finanskris. Vi finner stöd för studien gjord av Nguyen et al. (2013) som säger att beslutsfattare är mer försiktiga då det råder finanskris och vill hellre spara de likvida medlen vid en ökad lönsamhet. Även om ett företag skulle vilja minska sina potentiella agentkostnader via en högre utdelningsnivå efter en finanskris, skulle de riskera att råka ut för likvida svårigheter då framtida kassaflöden fortfarande är osäkra och kassaflödena under finanskrisen kan ha lägre än väntat. Därför är förutsättningarna olika att betala utdelning i tidsperioder då det inte råder finanskris, då framtida vinster är mer förutsägbara, och finanskriser. Det bör tas hänsyn till att R-squared är 0,57 vilket innebär att regressionen enbart förklarar 57 procent av variationen i utdelningsnivå vilket tyder på att det finns andra faktorer som påverkar utdelningsnivån vilket kan betyda att andra icke-kvantitativa faktorer som exempelvis beslutsfattarnas inställning till risk kan påverka utdelningsnivån. Då förutsättningarna att ge utdelning förändras under en period som innefattar en finanskris kan det vara så att de icke-kvantitativa variabelernas påverkan under den typen av perioder förstärks. Det vore möjligt att, genom en studie under en tidsperiod som omfattar en längre konjunkturcykel som inte inkluderar en finanskris undersöka samma oberoende variabler och se om förklaringsgraden blir högre. Skulle den bli det skulle det styrka antagandet om att det råder olika förutsättningar under ”normala” tider och finanskriser att ge utdelning, vilket antingen ökar eller minskar de icke-kvantifierbara variabelernas inverkan på utdelningsnivån.

6.2 Förslag till vidare studier

Det hade varit intressant att göra studien under en längre tidsperiod än de sex år som gjordes i denna studie. Detta för att se vad resultatet hade blivit genom att undersöka en längre tidsperiod som inte påverkas så starkt av en finansiell kris som vår tidsperiod. Det skulle exempelvis kunna vara en period för 10-20 år sedan för att replikera vår studie på en tidsperiod som inte kännetecknas av en finanskris. Det skulle kunna visa vilka variabler som är signifikanta under mer ”normala” förhållanden. Denna studie visade på fyra icke signifikanta variabler som möjligtvis hade fått ett annat utfall under ett annat förhållande än under finanskrisen.

I denna studie framgår det att 57 procent av variationen i utdelningsnivå förklaras av de oberoende variablerna. Därmed kan resterande 43 procent bero på variabler av mer kvalitativ natur. För att undersöka de icke-kvantifierbara faktorerna skulle en kvalitativ ansats vara lämplig. Det skulle kunna vara en kombination av en kvantitativ och kvalitativ studie, för att dels mäta de variabler som påverkar utdelningsnivån genom en regressionsmodell, och dels undersöka vilka faktorer som är viktiga för beslutsfattare, institutioner och privata investerare. Det är alltså faktorer inom agentteorin och investerares preferenser som skulle vara intressant att mäta på ett kvalitativt sätt för att kunna komplettera regressionsmodellen i denna studie.

Referenser

Böcker

Adizes, I. (1988). *Corporate Lifecycles: How and Why Corporations Grow and Die and What to Do About It*, Harlow: Prentice Hall.

Allen, E. & Michaely, R. (2002). "Payout Policy," i Constantinides, G., Harris, M., & Stulz, R. (Eds.), *North-Holland Handbooks of Economics*, Amsterdam: Elsevier.

Berk, J. & DeMarzo, P. (2011). *Corporate Finance (Andra upplagan)*. Pearson, Prentice Hall.

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

Bryman, A. & Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder(Andra upplagan)*. Stockholm: Liber.

Correia da Silva, L., Goergen, M. & Renneboog, L. (2004). *Dividend Policy and Corporate Governance*. Oxford Scholarship Online.

Dodd, D. L. & Graham, B. (1951). *Security Analysis (Tredje upplagan)*, McGraw-Hill.

Löfqvist, R. (2001). *Tax Avoidance, Dividend Signaling and Shareholder Taxation in an Open Economy*. Uppsala: Universitetstryckeriet.

Ogden, J. P., Jen, F. C. & O'Connor, P. F. (2001). *Advanced Corporate Finance: Policies and strategies*, Harlow: Prentice Hall.

Ross, S., Westerfield, R. W. & Jordan, B. D. (2006). *Fundamentals of Corporate Finance (Sjunde upplagan)*. New York: McGraw-Hill.

Söderström, H. T., Berglöf, E., Holmström, B., Högfeldt, P. & Meyersson Milgrom, E. M. (2003). *Ägarmakt och omvandling: den svenska modellen utmanad*. Stockholm: SNS.

Artiklar

Ahmed, H. & Javid, A. (2009). Dynamics and Determinants of Dividend Policy in Pakistan (Evidence from Karachi Stock Exchange Non-Financial Listed Firms). *International Research Journal of Finance and Economics*, 25, s. 148-171.

Aivazian, V., Booth, L. & Cleary S. (2003). Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies from U.S. firms?. *Journal of Financial Research*, (26), s. 371-387.

Alkeback, P. (1997). Do Dividend Changes Really Signal? Evidence from Sweden. *School of Business Research Report*, 6.

Al-Kuwari, D. (2007). Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries. Cardiff Business School, University of Cardiff. Tillgänglig online: <http://orca.cf.ac.uk/55651/1/U584170.pdf> [Hämtad 14 maj 2014]

Al-Kuwari, D. (2009). Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries. *Global Economy & Finance Journal*, 2(2), s. 38-63.

Allen, F., Bernardo, A. E. & Welch, I. (2000). A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. *Journal of Finance*, 55, s. 2499-2536.

Al-Malkawi, H. (2005). Dividend Policy of Publicly Quoted Companies in Emerging Markets: The Case of Jordan. University of Western Sydney.

Al-Malkawi, H., Rafferty, N. M. & Pillai, R. (2010). Dividend policy: a review of theories and empirical evidence. *International Bulletin of Business Administration*, 9, s. 7-18.

Baker, H. K. & Powell, G. E. (1999). How Corporate Managers View Dividend Policy. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 38, s. 17-35.

Baker, H. K., Powell, G. E. & Veit, E. T. (2002). Revisiting the Dividend Puzzle: Do All of the Pieces now fit?. *Review of Financial Economics*, 11, s. 241-261.

Baker, M. P. & Wurgler, J. (2004). A Catering Theory of Dividends. *Journal of Finance*, 59(3), s. 1125-1165.

Ball, R., Brown, P., Finn, F. J. & Officer, R. R. (1979). Dividend and the Value of the Firm: Evidence from the Australian Equity Market. *Australian Journal of Management*, 4, s. 13- 26.

Bebchuk, L. A., Kraakman, R. & Triantis, G. (2004). Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual ClassEquity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights. *Concentrated Corporate Ownership*, s. 445-460.

Bernstein, P. L. (1996). Dividends: The Puzzle. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9, s. 16-22.

Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "the Bird in the Hand" Fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10, s. 259-270.

Black, F. (1976). The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2, s. 5-8.

Black, F. & Scholes, M. S. (1974). The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. *Journal of Financial Economics*, 1, s. 1-22.

Bulan, L., Subramanian, N. & Tanlu, L. (2007). On the Timing of Dividend Initiations. *Financial Management*, 36, s. 31-65.

- Claessens, S. & Djankov, S. (1999). Ownership Concentration and Corporate Performance in the Czech Republic. *Journal of Comparative Economics*, 27(3), s. 498-513.
- Dittmar, A. K. (2000). Why Do Firms Repurchase Stocks?. *Journal of Business*, 73(3), s. 331-355.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Skinner, D. J. (1996). Reversal of fortune dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Financial Economics*, 40(3), s. 341-371.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Stulz, R. (2006). Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Lifecycle Theory. *Journal of Financial Economics*, 81, s. 227-254.
- De Ridder, A. & Råsbrandt, J. (2014) Share repurchases: does frequency matter?. *Studies in Economics and Finance*, 31(1), s. 88-105.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4), s. 650-659.
- Fama, E. F. & French K. R. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?. *Journal of Financial Economics*, 60(1), s. 3-43.
- Farinha, J. (2003). Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(9), s. 1173-1209.
- Frankfurter, G. M. & Wood, B. G. Jr., (2002). Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests. *International Review of Financial Analysis*, 11, s. 111-138.
- Gill, A., Biger, N. & Tiberwala, R. (2010). Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States. *The Open Business Journal*, 3, s. 8-14.
- Gugler, K., Mueller, D. C. & Yurtoglu, B. B. (2003). Corporate Governance and the Returns On Investments. *ECGI - Finance Working Paper*, 6.
- Gugler, K. & Yurtoglu, B. B. (2003). Corporate Governance and Dividend Pay-Out Policy in Germany. *European Economic Review*, 47, s. 731 – 758.
- Holder, M. E., Langrehr, F. W. & Hexter, J. L. (1998). Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory. *Financial Management*, 27(3), s. 73-82.
- Holmén, M. & Knopf, J. (2004). Minority Shareholder Protections and the Private Benefits of Control for Swedish Mergers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39, s. 167-191.
- Jain, B. A., Shekhar, C. & Torbey, V. (2009). Payout initiation by IPO firms: The choice between dividends and share repurchases. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(4), s. 1275-1297.
- Jagannathan, M., Stevens, C. P. & Weisbach, M. S. (2000). Financial Flexibility and the Choice Between Dividends and Stock Repurchases. *Journal of Financial Economics*, 57, s. 355-384.

- Jensen, M. C. (1986). Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), s. 323-329.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 4(3), s. 305-360.
- Kaplan, S. N. & Zingales, L. (1997). Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1), s. 169-215.
- Kinkki, S. (2001). Dividend Puzzle – A Review of Dividend Theories. *LTA*, s. 58-97.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, 54, s. 471-517.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (2000a). Agency Problems and Dividend Policies Around the World. *Journal of Finance*, 55, s. 1-33.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (2000b). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), s. 3-27.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review*, 46, s. 97-113.
- Lipson, M. L., Maqueira C. P. & Megginson, W. (1998). Dividend Initiations and Earnings Surprises. *Financial Management*, 27, s. 36-45.
- Lloyd, W. P., Jahera J. S. & Page, D. E. (1985). Agency Costs and Dividend Payout Ratios. *Financial Review*, 20(3), s. 78.
- Majluf, N. S. & Myers, S. C. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), s. 187-221.
- Mancinelli, L. & Ozkan, A. (2006). Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence From Italian Firms. *The European Journal of Finance*, 12(3), s. 265-282.
- Maniagi, G. M., Ondiek, B. A., Musiega, D., Maokomba, O. C. & Egessa, R. (2013). Determinants Of Dividend Payout Policy Among Non-Financial Firms On Nairobi Securities Exchange, Kenya. *International Journal of Scientific & Technology Research*, 2(10).
- Maury, B. C. & Pajuste, A. (2002). Controlling Shareholders, Agency Problems, and Dividend Policy in Finland. *LTA*, 1, s. 15-45.
- Miller, M. H. & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34, s. 411-433.
- Miller, M. H. & Scholes, M. S. (1982). Dividend and Taxes: Some Empirical Evidence. *Journal of Political Economy*, 90, s. 1118-1141.

Mohamed, N., Hui, W. S., Omar, N. H., Rahman, R. A., Mastuki, N., Azis, M. A. & Zakaria, S. (2008). Empirical Analysis of Determinants of Dividend Payment: Profitability and Liquidity. University of Teknologi Malaysia.

Nguyen, K. T., Le, V. T., Duong, T. T. A. & Hoang, T. N. (2013). Determinants of Dividend Payments of Non-Financial Listed Companies in Ho Chi Minh Stock Exchange. *Journal of Economics and Business*, 29(5E), s. 16-33.

Overland, C., Mavruk, T. & Sjögren, S. (2012). Keeping it real or keeping it simple? Ownership concentration measures compared. University of Gothenburg. Tillgänglig online: http://www.cff.handels.gu.se/digitalAssets/1382/1382969_overland-mavruk-sjogren--120121-.pdf [Hämtad 14 maj 2014]

Pajuste, A. (2004). Corporate Governance and Controlling Shareholders. Stockholm: Elanders Gotab.

Rehman, A. & Takumi, H. (2012). Determinants of Dividend Payout Ratio: Evidence From Karachi Stock Exchange (KSE)*. *Journal of Contemporary Issues in Business Research*, 1(1), s. 20-27.

Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *The Journal of Financial Research*, 5(3), s. 249-259.

Sawicki, J. (2005). An Investigation into the Dividend of Firms in East Asia. Working Paper, Nanyang Technological University, Singapore.

Shefrin, H. M. & Statman, M. (1984). Explaining Investor Preference For Cash Dividends. *Journal of Financial Economics*, 13(2), s. 253-282.

Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, 94(3), s. 461-488).

Skinner, D. (2007). The Evolving Relation between Earnings, Dividends and Stock Repurchases. *Journal of Financial Economics*, 87(3), s. 582-609.

Smith, C. W. & Watts, R. L. (1992). The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3), s. 263-292.

Tivéus, U. (2000). Återköp av egna aktier. *Skattenytt Årsskrift 2000*, s. 253-260.

Travlos, N., Trigeorgis, L. & Vafeas, N. (2001). Shareholder Wealth Effects of Dividend Policy Changes in an Emerging Stock Market: The Case of Cyprus. *Multinational Finance Journal*, 5, s. 87-112.

Trotz, K. (2013). Comparing Dividend Policies Between Germany and the Netherlands: A Test of the Life-cycle Theory. University of Twente.

Vermaelen, T. (1981). Common Stock Repurchases and Market Signalling: An Empirical Study. *Journal of Financial Economics*, 9(2), s. 139-183.

Watts, R. (1973). The information Content of Dividends. *The Journal of Business*, 46(2), s. 191-211.

Elektroniska referenser

Avanza (2014) OMX Stockholm PI. *Avanza Bank*, tillgänglig online:
<https://www.avanza.se/index/om-indexet.html/18988/omx-stockholm-pi>
[Hämtad 12 mars 2014]

Olsson, T. (2011). Webbfrågan: Lever du på aktieutdelningar?, *Aktiespararna*, 9 maj, tillgänglig online: <http://www.aktiespararna.se/Artikelarkiv/Opinion/2011/maj/Webbfragan-Lever-du-pa-aktieutdelningar/> [Hämtad 12 maj 2014]

Riksbanken (2014). *Sök räntor och valutakurser*. [Elektronisk]. Tillgänglig online:
<http://www.riksbank.se/sv/Rantor-och-valutakurser/Sok-rantor-och-valutakurser/>
[Hämtad 12 maj 2014]

Thulin, G. (2006). Small Cap är större än man tror, *Hallvarsson & Halvarsson*, tillgänglig online:
<http://www.halvarsson.se/Nyheter/2006/Small-Cap-ar-storre-an-man-tror/> [Hämtad 11 mars 2014]

Övriga referenser

Proposition 1999/2000:34. Justitiedepartementet, tillgänglig online:
http://www.riksdagen.se/sv/Dokument-Lagar/Forslag/Propositioner-och-skrivelser/Forvarv-av-egna-aktier_GN0334/?text=true [Hämtad 12 maj 2014]

Kollegiet för svensk bolagsstyrning, *Svensk kod för bolagsstyrning*, (2010).

SFS 1999:1229. *Inkomstskattelagen*. Stockholm: Justitiedepartementet.

SFS 2005:551. *Aktiebolagslagen*. Stockholm: Justitiedepartementet.

S&P Capital IQ

Bilagor

Bilaga 1 – Lista över population

Large Cap	Mid Cap
AAK	Addtech
ABB	B&B TOOLS
Alfa Laval	Beijer Alma
ASSA ABLOY	Betsson
AstraZeneca	Bilia
Atlas Copco	BiaGaia
Atrium Ljungberg	Clas Ohlson
Autoliv	Corem Property Group
Axfood	Diös Fastigheter
Axis	Duni
BillerudKorsnäs	Eniro
Boliden	Fagerhult
Castellum	Fast Partner
Electrolux	Fenix Outdoor
Elekta	G & L Beijer
Ericsson	Gunnebo
Fabege	Haldex
Getinge	Heba
Hennes & Mauritz	IFS
Hexagon	Indutrade
Hexpol	ITAB Shop Concept
Holmen	KappAhl
Hufvudstaden	Klövern
Husqvarna	Kungsleden
ICA Gruppen	Lagercrantz Group
Intrum Justitia	Lindab International
JM	Mekonomen
Meda	Nederman Holding
Millicom Int. Cellular SDB	Net Entertainment
MTG	New Wave Group
NCC	Nobia
NIBE Industrier	Nolato
Oriflame	OEM International
Peab	Proffice
SAAB	Rezidor Hotel Group
Sandvik	Sagax
SCA	SECTRA
SCANIA	SkiStar
Securitas	Sweco
Skanska	Swedol
SKF	Systemair
SSAB	Unibet Group SDB
Swedish Match	Wihlborgs Fastigheter
Tele 2	ÅF
TeliaSonera	
Trelleborg	
Wallenstam	
Volvo	
Totalt 48	Totalt 44

Bilaga 2 – Lista över banker och investmentbolag

Banker och investmentbolag
Avanza
Bure Equity
East Capital Explorer
Industrivärden
Investor
Kinnevik
Latour
Lundbergföretagen
Melker Schörling
Nordea
Nordnet
Ratos
SEB
Swedbank
Svenska Handelsbanken
Vostok Nafta Investment SDB
Öresund
Totalt 17

Bilaga 3 – Lista över företag som inte har gett utdelning

Ingen utdelning mellan 2007-2012
Active Biotech
Aerocrine
Arcam
Black Earth Farming SDB
Fingerprint Cards
HiQ International
Lundin Mining
Lundin Petroleum
Medivir
Orexo
SAS
Swedish Orphan Biovitrum
Tethys Oil
Victoria Park
Balder*
Totalt 15
*Balder hade utdelning 2007, men på grund av att det var en outlier inkluderades inte observationen

Bilaga 4 – Ej börsnoterade företag

Ej börsnoterade alla åren mellan 2007-2012
Bufab Holding
Byggmax Group
Catena
Cavotec
CDON Group
Cloetta
Concentric
Creades
EnQuest
Hemfosa Fastigheter
Loomis
Opus Group
Platzer Fastigheter Holding
Recipharm
Sanitec
SEMAFO
Transmode
Tribona
Totalt 18

Bilaga 5 – Antalet inkluderade observationer per år

År	Observationer
2007	84
2008	62
2009	72
2010	83
2011	78
2012	79
Totalt antal observationer	458

Bilaga 6 – Validitetstester

6.1 Random Effects Model – Hausman Test

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	17.367135	6	0.0080

6.2 Period Fixed – Redundant Fixed Effects Test

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test period fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Period F	1.415446	(5,446)	0.2173
Period Chi-square	7.210587	5	0.2054

6.3 Cross Section Fixed – Redundant Fixed Effects Test

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

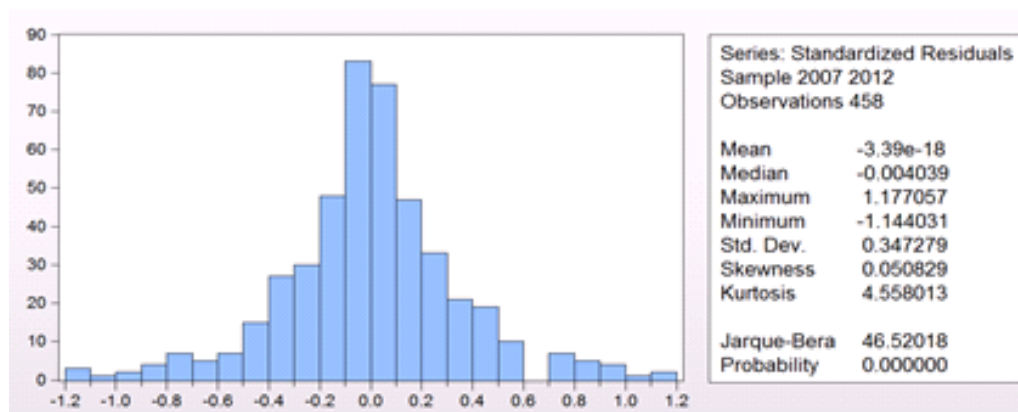
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	5.139122	(89,362)	0.0000
Cross-section Chi-square	374.142930	89	0.0000

6.4 Korrelationsmatris

	Utdelnings-nivå	Kassaflöde	Lönsamhet	Ägar-koncentration	Återköp	Företags-storlek	Skuldsättnings-grad
Utdelningsnivå	1						
Kassaflöde	-0,032	1					
Lönsamhet	0,080	0,137	1				
Ägarkoncentration	-0,160	-0,076	0,049	1			
Återköp	0,009	-0,105	-0,044	-0,131	1		
Företagsstorlek	0,098	-0,108	-0,333	-0,195	0,093	1	
Skuldsättningsgrad	0,000	-0,129	-0,351	-0,277	0,0136	0,314	1

6.5 Jarque-Bera-test



di.se

Dagens industri

16 maj 2014

Storägarna tar din utdelning

Företag med ett koncentrerat ägande medför en lägre utdelning. Storägare utövar sin majoritetskontroll på mindre aktieägars bekostnad.

Största ägarna 30%

I Sverige har de största ägarnas procentandel varit mellan 30-31 procent under åren 2007-2012. Det är en ägarkoncentration som är högre än Storbritanniens på cirka 15 % men lägre än i Italien som har cirka 52 procent. Värt att notera är att den svenska koncentrationen av ägare grundar sig på Large och Mid Cap-företagen på svenska börsen som gett utdelning under de undersökta åren.

Resultat av studien

Det koncentrerade ägandet i Sverige har ett negativt samband med utdelning, vilket är en intressant aspekt ur investerarsynpunkt. Det

negativa sambandet betyder att när ägarkoncentrationen är hög i svenska börsnoterade företag kommer det innebära att utdelningen kan förväntas vara lägre.

Horisontalt principal-agentproblem finns

Detta resultat tyder på att det förekommer ett horisontalt principal-agent-problem mellan stora och små aktieägare. Stora aktieägare har andra intressen än små aktieägare och i tider då finanskris råder kommer de stora ägarna hindra en större utdelning, då de på grund av osäkerheten inte vill att företaget ska få svåra likviditetsproblem. Då vill de stora ägarna att företagen sparar de likvida medlen för att kunna bemöta en finansiell kris. De små aktieägarnas intresse ligger i en höjd utdelning, vilket gör att det blir en konflikt. De stora aktieägarna utövar alltså sin kontroll för att inte höja

utdelningsnivån. Investerares preferenser när det gäller utdelning kan skilja sig åt, då ur skattesynpunkt. Resultatet stödjer förekomsten av det horisontella agentproblemet mellan stora och små ägare, vilket inte är förvånande med tanke på Sveriges svaga skydd för minoritetsägare och förekomsten av pyramider, korsägande och röstdifferentierade aktier, vilka samtliga ökar sannolikheten för det horisontella agentproblemet.

Sambandet gäller i andra europeiska länder

Studier som gjorts på kontinenten, då i länder som Finland och Italien, har visat att det negativa sambandet även gäller där. Det tyder på att sambandet även gäller i fler europeiska länder.

Johan Johansson
Vedrana Ladan