



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska Institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå

VT 2015

Utdelningshöjning, en investerares välsignelse?

En empirisk studie om utdelning och dess påverkan på Svenska företag

Författare:

Niklas Fossum

Martin Jönsson

Magnus Skog

Kim Soléus

Handledare:

Tore Eriksson

Sammanfattning

Titel	Utdelningshöjning, en aktieägares välsignelse? - <i>En empirisk studie om utdelning och dess påverkan på Svenska företag</i>
Seminariedatum	2015-06-04
Kurs	FEKH89, Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 hp
Författare	Niklas Fossum, Martin Jönsson, Magnus Skog och Kim Soléus
Handledare	Tore Eriksson
Fem nyckelord	Utdelningar, överavkastning, Large Cap OMX Stockholm, signaleringseffekt, informationsasymmetri
Syfte	Syftet är att undersöka om en positiv utdelningsförändring har en positiv effekt på aktiepriset samt utreda huruvida storleken på utdelningshöjningen är väsentlig för aktiepriset.
Metod	Studien tar en deduktiv ansats och en eventstudie har genomförts. Insamlad empiri analyseras med hjälp av överavkastning och t-test.
Teoretiska Perspektiv	Studien tar avstamp i grundläggande finansiella teorier och tar stöd i tidigare forskning genomförd på både den amerikanska och den svenska aktiemarknaden.
Empiri	Faktorer som utdelningsförändring och vinst per aktie har styrt urvalet med en ettårig investeringshorisont där även aktiernas betavärde tagits i beaktning.
Resultat	Utdelningshöjning har signifikant positiv påverkan på aktiepriset när hänsyn tas till utdelningshöjningens storlek.

Abstract

Title	Dividends change, a stockholders blessing? – <i>An empirical study on the effect of dividend on Swedish companies.</i>
Seminar date	2015-06-04
Course	FEKH89, Degree Project Undergraduate level in Corporate Finance, Business Administration, 15UPC
Authors	Niklas Fossum, Martin Jönsson, Magnus Skog och Kim Soléus
Advisor	Tore Eriksson
Key words	Dividend change, abnormal return, Large Cap OMX Stockholm Signaling effect, Information asymmetry.
Purpose	The purpose is to study if changes in dividends have a positive effect on the stock price and examine whether the size of the dividend change is substantial to the stock price.
Methodology	The paper takes a deductive approach and an event study has been conducted. Collected empirical data has been analyzed with the support of abnormal return and t-tests.
Theoretical perspectives	This paper applies fundamental financial theory and takes support in prior science conducted on the American as well as Swedish stock market.
Empirical foundation	Dividend changes and earnings per share are aspects that have been used for the selection, with an investment horizon of one year where the stocks beta value has been taken into account.
Conclusions	Dividend changes have a significant positive effect on the stock price when the size of the dividend change is considered.

Innehållsförteckning

1	Inledning	1
1.1	Bakgrund	1
1.2	Problemdiskussion.....	2
1.3	Frågeställning	2
1.4	Syfte.....	3
1.5	Avgränsningar	3
1.6	Disposition.....	3
2	Teoretiskt perspektiv	4
2.1	Effektiva marknadshypotesen.....	4
2.2	Irrelevansteorin	5
2.3	Signaleringsteori	6
2.4	The Dividend Puzzle	6
2.4.1	The Dividend Puzzle: A Progress Report	7
2.5	Portföljvalsteori	7
2.6	Tidigare forskning av relevans för undersökningen	8
3.	Research design.....	13
3.1	Forskningsansats.....	13
3.1.1	Reliabilitet och Validitet	13
3.1.2	Replikerbarhet.....	14
3.2	Datansamling	14
3.3	Datansamlingskritik.....	15
3.4	Eventstudie	16
3.4.1	Event	16
3.4.2	Eventfönster	16
3.4.4	Överavkastning	18
3.5	Portföljvalsstrategi.....	19
3.6	Hypotestest	21
4	Empiri.....	22
4.1	Likaviktad Portfölj.....	22
4.2	Utdelningsviktad Portfölj	25
5	Analys.....	28

6 Slutsats	32
6.1 Förslag på vidare forskning	33
Referenser.....	i
Appendix 1	iv
Appendix 2.....	v

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Genom olika strategier försöker investerare ständigt prestera bättre än börsens genomsnitt, dock är denna prestation få förunnat. Barras, Scailet och Wermers (2010) genomförde en studie vari de följde över 2000 fonder i över 30 år. Deras resultat visade att endast 0,6 procent av fonderna statistiskt säkerställt och kontinuerligt kunde prestera bättre än index. En av anledningarna till svårigheter kring investeringar är att investerare inte innehar fullständig information om företagen de väljer att placera i. Några som däremot sitter på denna information är företagens ledning. Att kunna överbrygga informationsasymmetrin mellan investerare och företagsledningen hade bokstavligen talat varit guld värt för investerarna. En lösning på problematiken skulle kunna vara att studera vilka signaler företagsledare skickar ut till marknaden genom sitt agerande.

En genom historien omdebatterad signal som företag kan skicka till marknaden, är deras agerande gällande utdelningsbeslut. Utdelningar kan tolkas både positivt och negativt, bland annat som ett tecken på bristande investeringsunderlag. Andra menar att höga utdelningar bör ses som ett styrkebesked då företag har kapital både till den egna verksamheten och dess aktieägare (Black, 1976).

“When a stock doesn’t pay dividends, there really isn’t a whole lot of difference between a share of stock and a baseball card.” – Mark Cuban

Utdelning och dess påverkan på företag diskuterades Black 1976 då han myntade uttrycket ”The Dividend Puzzle”. Begreppet har sedan dess fått symbolisera frågorna: Varför delar företag ut pengar och finns det ett mervärde i utdelningar? Modigliani och Miller (1961) har skrivit en av de mest inflytelserika artiklarna i historien inom ämnet och hävdade då att investerare enkelt kan syntetisera en aktieutdelning genom att sälja av aktier och att utdelningen därför inte bör ha någon effekt på företagets värdering.

Resonemanget till trots tycks inte utdelningars roll på marknaden minska. Så sent som för börsåret 2014 skrev veckans affärer ”Utdelningsrekord att vänta på börsen i år” och därefter delade börsens storbolag ut hela 189 miljarder kronor till sina aktieägare.

1.2 Problemdiskussion

Skulle utdelning signalera ny information till marknads aktörer innebär det att marknaden per definition inte är effektiv (Modigliani & Miller, 1961). Studier med varierande resultat har presenterats på området däribland en av Nissim och Ziv (2001) som genomförde en studie mellan 1963 och 1998 på New York Stock Exchange och American Stock Exchange. Författarna fann att utdelningshöjningar fungerade väl som en framtida indikator för framtida vinstresultat.

Forskning på området är dock inte entydig, en studie av Grullon et al. (2005) fann inga bevis för ett sådant samband samt rekommenderar investerare att inte grunda investeringsbeslut på utdelningsförändringar.

Vidare har Alkeback (1997) utfört en studie på den svenska aktiemarknaden mellan 1989 och 1994. Han fann inga bevis för att utdelning signalerar framtida aktievinster. Denna undersökning tog dock inte hänsyn till storleken på utdelningshöjningen, vilket andra studier har indikerat är betydelsefullt för att skapa en trovärdig signaleringseffekt.

Slutsatsen som kan dras av ovanstående studier, samt flertalet andra, är att resultaten gällande utdelningars signaleringseffekt inte visar på några enhetliga resultat. Det beror på att undersökningarna genomförts med varierande tidshorisont, samt olika kriterier för vilka företag som inkluderats. Vidare har resultaten generellt skiljt sig då framtida vinster alternativt aktiepriser jämförts. Slutligen har få studier på den svenska marknaden utförts. Alkeback utförde en undersökning som liknar den författarna av denna uppsats avser att göra, dock beaktade han inte storleken på den positiva utdelningsförändringen och dess betydelse. Därför ämnar författarna göra en undersökning på den svenska marknaden som beaktar utdelningshöjningarnas storlek. Att fylla denna kunskapslucka är av betydelse för stora delar av den svenska befolkningen. Det privata fondsparandet i Sverige uppgår för åldern 18-74 till ca 80 procent av befolkningen med ett värde på ca 3 000 miljarder kronor (Bynelius, 2013).

1.3 Frågeställning

- Kan man genom att studera utdelningshöjningar observera en uppgång i aktiepris?
- Ger en större utdelningshöjning en större uppgång i aktiepris?

1.4 Syfte

Syftet med studien är att empiriskt undersöka om utdelningshöjningar har en positiv effekt på aktiepriset och utreda huruvida storleken på utdelningshöjningen är väsentlig för aktiepriset.

1.5 Avgränsningar

Uppsatsen avser undersöka företag som är listade på Nasdaq OMX Stockholms Large Cap-lista. Studien sträcker sig mellan 2005 och 2014.

1.6 Disposition

I kapitel 2 presenteras ett Teoretiskt perspektiv där de teorier som ligger till grund för studien behandlas. I avsnittet återfinns också relevant forskning på området. Teorierna och de tidigare studier som redogjorts för fungerar som ett teoretiskt ramverk och bidrar till att ge ökad förståelse vid en senare analys av forskningsfrågan.

I kapitel 3 redogörs för Research Design. Här behandlas val av metod och ansats. Inledningsvis redovisas hur uppsatsens avgränsningar påverkar data i form av reliabilitet, replikerbarhet och validitet. Vidare kommer tillvägagångssättet för datainsamling samt kritiken mot denna redovisas för.

I kapitel 4 presenteras resultat för studien och de iakttagelser som gjorts under datainsamlingens gång. Uppdelning av empiriska resultat har gjorts genom ett avsnitt som berör en likaviktad utdelningsportfölj och ett avsnitt som berör en viktad utdelningsportfölj. Presentation sker i tabell samt diagramform med kommentarer kring dessa.

I kapitel 5 presenteras analysen genom att analysera det empiriska datamaterialet och sedan knyta an till teorier och tidigare forskning på området.

I kapitel 6 sammanförs slutsatsen från de resultat som har framgått av det empiriska materialet. Analysen kommer att föras upp till en högre abstraktionsnivå. Slutligen kommer förslag till vidare forskning att presenteras.

2 Teoretiskt perspektiv

I Kapitel 2 presenteras ett Teoretiskt perspektiv där de teorier behandlas som ligger till grund för studien. I avsnittet återfinns också relevant forskning på området. Teorierna och de tidigare studier som redogjorts för fungerar som ett teoretiskt ramverk och bidrar till att ge ökad förståelse vid en senare analys av forskningsfrågan.

2.1 Effektiva marknadshypotesen

Effektiva marknadshypotesen började växa fram under 1960-talet och Eugene Fama var personen som gav teorin genomslagskraft med sin artikel "Efficient capital markets" år 1970. En effektiv marknad beskrivs av Fama som en plats där värdet av en tillgång alltid korrekt återspeglas i dess pris och information finns tillgänglig för samtliga marknadsaktörer. Konsensus som började råda vid denna tid var att aktiepriser följde ett oregelbundet mönster som i enlighet med den effektiva marknadshypotesen inte kunde prognosticeras. Implikationen av det blir då att inga investerare kan generera överavkastning (Fama 1970).

Vidare kategoriserar Fama (1970) marknaden i termer av hur effektiv den är efter tre olika nivåer.

På den *svagt effektiva* marknaden kan investerare inte generera överavkastning genom att enbart studera information om historiska kurser. Det beror på att den typ av information redan finns tillgänglig för alla investerare och om det skulle finnas en lönsam strategi skulle alla använda sig av denna vilket leder till att den inte längre skulle vara lönsam.

Vid *semi stark* effektivitet finns förutom all den historiska informationen även ny publik information tillgänglig. Även här går det inte att generera en överavkastning av samma anledning som på en *svagt effektiv* marknad.

När marknaden är *starkt effektiv* innebär det att marknaden inte enbart innehåller information om historiska kurser, och ny publik information utan även all information som insiders har. Det gör att marknaden har fullständig information och vid ett sådant scenario kan inte ens insiders generera överavkastning (Fama, 1970).

Fama kommer i sin artikel fram till att den effektiva marknadshypotesen inte alltid håller och att den ibland istället bör ses som en måttstock för avvikelser. Exempel på en dokumenterad avvikelse är att insiders besitter mer information än övriga investerare.

Ytterligare ett exempel är en grupp som Fama benämner som specialister som innehar mer information än övriga investerare. I sin slutsats skriver Fama ända

ok: “we shall conclude that, with but a few exceptions the efficient markets model stands up well”.

Det är dock en slutsats som sedan dess delvis har fått revideras. Bevis har hittats för att vissa strategier som enbart bygger på offentligt tillgänglig information kan uppvisa en överavkastning. Momentumstrategin som bygger på att köpa aktier som nyligen har gått starkt, har exempelvis vid flertalet tillfällen kunnat bevisas vara en effektiv strategi. Att denna strategi kan fungera påvisades bland annat Marshall och Cahan (2005).

2.2 Irrelevantsteorin

Modigliani och Millers (1961) irrelevantsteori behandlar kapitalstruktur, det vill säga valet av finansiering och dess påverkan på ett företags värde. Ett fundamentalt antagande teorin gör är att handel sker på en effektiv marknad. Författarna lyfter fram tre beståndsdelar som centrala för att detta ska åstadkommas. För det första behövs en perfekt kapitalmarknad, det innebär att ingen aktör ensamt kan påverka priset på marknaden. Allaaktörer har även fri tillgång till information rörande kapitalmarknaden, samt att det inte existerar några skatter eller transaktionskostnader. För det andra uppvisar investerarna ett rationellt beteende. Det innebär att investerare vinstmaximerar och att de är likgiltiga till att ha sin förmögenhet placerad i form av rena pengar eller andra tillgångsslag såsom aktier, under förutsättning att de kompenseras för en eventuellt ökad risk. För det tredje antas det finnas perfekt säkerhet på marknaden. Det innebär att det finns total tillförlitlighet hos investerare angående framtida vinster för företagen. I enlighet med detta ska det inte finnas någon skillnad i hur företaget väljer att finansiera sin verksamhet, till exempel är obligationer och aktier likvärdiga (Modigliani & Miller 1961).

Under ovanstående antaganden måste avkastningen för alla aktier vara lika. Skulle dessa antaganden inte hålla skulle investerare kunna sälja aktier med låg avkastning och köpa dem med hög avkastning. I en sådan situation skulle priset på de högavkastande aktierna öka och

de lågavkastande aktierna minska tills det inte längre fanns några aktier som var mer värda att köpa än andra. Eftersom investerarna har perfekt information om alla aktier och handlar rationellt, uppstår inte denna situation från början utan priskorrigeringen existerar konstant på marknaden (Modigliani & Miller 1961).

Gällandeutdelningar så argumenterar Modigliani och Miller för att utdelningar bara är användbara om lönsammare investeringar inte hade kunnat ske någon annanstans. Ett citat från en artikel de skrev 1958 lyder "*in this model, based as it is in rational behavior by investors, dividends perse play no role*". Författarna menar att utdelningar enbart är omfördelning av kapitalet i företaget och om en investerare vill ha kapital som likvida medel kan personen i fråga sälja av aktier till det värde som hade motsvarat utdelningen (Modigliani & Miller 1958).

2.3 Signaleringsteori

Spence (1973) beskriver signalteorin och dess implikationer för arbetsmarknaden i sin artikel "Job Market Signaling". Han beskriver att när en anställning sker kan en arbetsgivare inte vara säker på kvalitén hos den som anställs. Till följd av detta argumenterar Spence för att arbetsgivare söker attributersom korrelerar med en effektiv medarbetare, såsom högre skolgång (Spence 1973). Precis som när arbetsgivare försöker finna rätt arbetstagare genom att studera dess attributer gör investerare liknande bedömningar på aktiemarknaden. Genom att studera viktiga nyckeltal försöker investerare finna företag som i framtiden lyckas bättre än andra. Vissa nyckeltal och dess förändringar kan signalera framtida utsikter för företaget, vilket är utgångspunkten för signaleringssteorin i vår uppsats.

2.4 The Dividend Puzzle

I reaktion till Modigliani och Millers irrelevante teori belyste Black (1974) en rad för- och nackdelar med utdelningar i olika kontexter. Black hävdade att chefer i allmänhet hade en tendens att lämna ut gynnsam information till marknaden skyndsamt, men har varit mer restriktiva med ogynnsam sådan. Genom att studera utdelningspolicyn kunde investerare överbrygga denna informationsasymmetri och uppfatta ett företags sanna situation. Vidare sätter Black utdelning i ett skuldgivarperspektiv, där han menar att utdelning förhindrar skuldgivare att kräva en eventuell skuld. Därför bör utdelning ses som fördelaktigt då kapital inte kan krävas av investerare vid ett senare tillfälle. Avslutningsvis reflekterar Black över huruvida investerare kräver utdelning och implikationerna kring aktiepriset om ett företag inte

skulle dela ut. Ett vedertaget begrepp är klienteffekten som syftar till hur investerare har olika preferenser rörande investeringar och investerar efter dessa.

2.4.1 The Dividend Puzzle: A Progress Report

Femton år senare sammanfattades The Dividend Puzzle och dess efterföljande debatt av Steven Mann genom artikeln "A Progress Report". I artikeln bedömer Mann (1989) två frågeställningar som kritiska för att lösa mysteriet kring utdelning. Den första är skatteeffekten av utdelningar, det vill säga huruvida investerare i högre skattetabletter undviker utdelningar då dessa beskattas hårdare än investerare i lägre skattetabletter. Detta fenomen har tidigare benämnts klienteffekten.

Mann redogör för studier som behandlar klienteffekten. En del studier påstås enligt Mann finna belägg för att en sådan effekt verkligen existerar medan andra studier påstår att en sådan effekt inte existerar och att förhållandet mellan utdelning och kapitalvinster är perfekta substitut (Barclay, 1987). Studier som funnit bevis för att en sådan effekt har existerat har senare fått kritik och opponenter menar att felaktiga modeller har använts.

Den andra frågeställningen är huruvida utdelningar signalerar information till marknaden. Här inleds med en studie av Lintner (1956) där resultaten indikerar på att företagsledare är motvilliga gällande utdelningssänkningar. Det indikerar att företagsledare endast höjer sin utdelning vid en långsiktig utsiktsförändring. Marknaden tillförs därför ny kursdrivande information om företagets framtida utsikter. Ett flertal studier presenterar bevis för ett samband mellan en oväntad utdelningsförändring och kursförändringar existerar. Inom detta område är empiriker mer övertygade om ett samband, dock ställer sig Mann frågande om det är utdelning i sig eller andra faktorer som genererar dessa resultat.

2.5 Portföljvalsteori

Modern Portfolio Theory (MPT) är en investeringsmodell som utvecklades av Harry Markowitz (1952) och beskriver hur rationella investerare använder diversifiering för portföljsammansättning. Genom att kombinera olika värdepapper kan en investerare minska sin risk även om värdepapperna enskilt uppvisar högre risk. Genom att diversifiera sig kan investeraren minimera sin risk men behålla en högre avkastning (Markowitz, 1952). Ett riskmått som är starkt förknippat med Markowitzs MPT är Beta. Beta mäter graden av systematisk risk för ett värdepapper. Värdet på beta beskriver hur pass mycket en tillgång

samvarierar med marknaden. En tillgång som exakt följer marknadens kursrörelser ges betavärdet 1. De tillgångar med ett betavärde som är större än 1 anses således vara mer riskfyllt och bör därför kompenseras med en högre avkastning (Berk & DeMarzo, 2007).

Betavärdet räknas fram enligt följande formel:

$$\beta = \frac{COV(r_a, r_m)}{VAR(r_m)}$$

Där

$COV(r_a, r_b)$ = Kovariansen mellan marknadens avkastning och aktieavkastning

$VAR(r_m)$ = Variansen av marknadens avkastning

2.6 Tidigare forskning av relevans för undersökningen

En stor mängd forskning har utförts på området, dessa har utförts på olika marknader, med olika tidsperioder och olika resultat. En kritisk skillnad mellan amerikanska studier och deras svenska motsvarighet är faktumet att amerikanska bolag delar ut kvartalsvis medan majoriteten av svenska bolag delar ut årsvis. Det bör tas i beaktande vid läsande av samtliga amerikanska studier.

En föregångare på området var Charest (1978) som studerade marknadens reaktion på förändringar i utdelningspolicy. Hans urval innefattade 1 720 stickprov på New York Stock Exchange (NYSE) mellan 1947 och 1968. Charest undersökte företag vars utdelning varit stabil de senaste två åren med en större förändring det tredje. Charest valde att avgränsa sin undersökning till de företag som valt att höja sin utdelning med minst 10 procent. Undersökningen sträckte sig 3 månader efter utdelningstillfället. Han fann att en investerare som systematiskt handlade i utdelningsförändrade aktier kunde generera överavkastning.

I en studie av Asquith och Mullins (1983) undersökte författarna effekten av en påbörjad utdelningsperiod på aktieägarvärde efter en tioårsperiod utan utdelning. Studien analyserar 168 företag mellan perioden 1954-1980 och ser till hur utdelningsförändring påverkar en 20-dagars period efter utdelningsbeslutet. De fann att 70 procent av företagen som höjde utdelningen fått en positiv effekt på aktiepriset och att överavkastningen för de två första dagarna efter en utdelningshöjning är statistiskt säkerställt, de fann dock inga resultat för de

resterande period. Enligt författarna tyder deras resultat på att en sådan strategi kan generera en större överavkastning än tidigare påvisats av andra undersökningar. Författarna avslutar med att konstatera att deras undersökning tyder på att utdelningar bär på ny marknadskritisk information samt att utdelningens storlek är av betydelse för investerare.

En annan studie av Eades, Hess och Kim (1985) undersökte NYSE mellan 1962 och 1980 och fann liknande resultat. Författarnas stickprov omfattade 73 597 observationer och undersökte tidsperioden 10 dagar före och 10 efter en förändring i utdelningspolicy. De fann i likhet med Charest resultat som tydde på felprissättningar av aktier vars utdelning har ändrats. Uppkomsten av dessa resultat trodde författarna berodde på överdriven pessimism från investerare gällande utdelningens storlek eller överdrivet optimistiska av signalvärdet hos utdelningen. Författarna konstaterade dock att även om möjlighet att generera överavkastning fanns skulle en sådan strategi vara kostsam och i slutändan förmodligen inte generera betydande summor när hänsyn tagits till transaktionskostnader.

Vidare undersökte Healy och Palepu (1988) NYSE samt American Stock Exchange (AMEX) mellan åren 1964 till 1988. Författarna avsåg att undersöka hur vinst påverkades av en utdelningsförändring samt om en utdelningsinitiering är en indikator för framtida vinster på längre sikt. Deras fokus låg på företag som ändrat sin utdelningspolicy till att ge utdelning efter att inte ha gjort så de senaste tio åren samt företag som aldrig tidigare delat ut. De studerade ett år före utdelningshöjningen och två år efter. Författarna fann att vinsten var signifikant större både året innan och de två påföljande åren samt att aktiepriset var korrelerat med vinstökningen. Vidare studerades resultaten för företag fyra år efter en utdelningsförändring.

Denis, Denis och Sarin (1994) studerade relationen mellan utdelningsförändringar och förändringar i aktiepris. Urvalet innefattade 6 777 stickprov på NYSE och AMEX över perioden 1962-1988. Författarna avsåg att undersöka hur utdelning fungerade som indikator för kassaflöde, analytikerrekommendationer samt effekten utdelning har på investerarklientelet. Resultaten påvisade att det existerade en överavkastning vid utdelningskungörandet och de argumenterade att resultaten går i linje med klienteleffekten. De fann även att analytiker ändrade sina vinstprognoser efter utdelningsförändringar.

Deangelo och Skinner (1996) framför att det inte har framkommit några genomgripande bevis för att strategin fungerar i praktiken, men att vissa studier inom begränsade områden har

kunnat påvisa en effekt. I deras undersökning studerade Deangelo och Skinner 145 företag på NYSE mellan 1980-1987. De fann inte bevis för att en positiv utdelningsförändring särskiljer företag med ökad vinstutveckling.

Studien avgränsades till företag med 9 raka år av ökad vinst efterföljt av ett år av minskad vinståretdärpå. Av företagen i studien ökade 68,3 procent sin utdelning det år företaget började gå sämre. För dessa företag fann författarna inga bevis för att de följande tre åren uppvisade avvikande positiva inkomster medan de fann avvikande negativa inkomster. Deangelo och Skinner hävdar att detta rimligtvis beror på en överoptimism från företagsledningen gällande framtida inkomster när lönsamma möjliga investeringar minskar. Dessutom hävdar de att företagsledare lägger en för liten mängd kapital på utdelningshöjningar för att kunna skapa en trovärdig signaleringseffekt.

Efter ett flertal studier utförda på den amerikanska aktiemarknaden valde Alkeback att undersöka den svenska. Hans undersökning innefattar 196 företag på den svenska aktiemarknaden mellan 1989 och 1994. Studiens primära syfte är att undersöka hur aktiepriset påverkas av utdelningsförändringar. Mätningen sträckte sig från utdelningstillfället och 1 år framåt. Alkeback skriver att företag uppvisar en positiv effekt samma dag som utdelningshöjningen tillkännages, men kommer i övrigt till slutsatsen att utdelningspolicy för svenska företag inte verkar bete sig i enlighet med signalteorin. När han resonerar kring möjliga anledningar till varför skriver han bland annat att tidshorizonten är 1 år och inte ett kvartal som ofta är fallet i liknande undersökningar. Alkeback fann att de två första kvartalen uppvisade en mer gynnsam utveckling, han kunde dock inte påvisa ett statistiskt säkerställt samband. Däremot har ett samband kunnat påvisas på amerikanska marknader av Manakyan och Carroll (1990). En ytterligare möjlig anledning som Alkeback presenterar är att utdelningar kan ses som en laggad effekt av tidigare vinster istället för en ledande indikator för framtida.

En undersökning som berördes i problemdiskussionen är den av Nissim och Ziv (2001). Studien genomfördes på NYSE och AMEX där utdelning som ledande indikator undersöktes. Mellan 1963 och 1998 undersöktes företag och dess vinster två år efter utdelningsförändringar. För att göra studien så korrekt som möjligt användes både "onormal avkastning" samt normal avkastning som vinstmått. Författarna fann att i båda fallen fungerade utdelning som en god indikator för framtida vinster. Resultaten för "onormal avkastning" visade på en högre överavkastning än den för normal men med bakgrund till den

större felterm som genererades kunde inte lika starka slutsatser dras från dessa resultat. Deras resultat och metod kritiserades senare av Grullon et al.

Vidare utförde Grullon et al. (2005) en studie på NYSE och AMEX mellan 1963 och 1997. De studerade framtida vinster för de två år som följer ett utdelningsförändringsbeslut. För att generera ett oklanderligt resultat användes ett flertal estimeringsmetoder och olika sätt att beräkna vinst. Trots detta kunde författarna inte finna ett samband mellan utdelningspolicy och vinster. Grullon et al konstaterar också att studier som funnit ett sådant samband använt sig av för enkla eller rentav felaktiga modeller.

Författare	Marknad	Vinst	Aktiepris	Undersöknings period	Tidsperiod	Signifikans	Slutsats
Charest (1978)	NYSE	Nej	Ja	21 år ('47-'68)	3 mån efter utdelning	Ja	Investorerare som handlar på utdelningsförändring kan generera överavkastning.
Asquith & Mullins (1983)	NYSE	Nej	Ja	26 år ('54-'80)	20 dagar efter utdelningsbeslut	Delvis	Utdelningar bär på ny information samt att utdelningens storlek har betydelse.
Eades, Hess & Kim (1985)	NYSE	Nej	Ja	18 år ('62-'80)	10 dagar innan och efter	Ja	Resultaten tydde på att det fanns felprissättning i utdelningsförändrade aktier.
Healy & Palepu (1988)	NYSE	Ja	Ja	19 år ('69-'88)	ett år före och två år efter	Ja (aktiepris) Ja (vinst)	Såg ökad vinst och ökat aktiepris både före och efter utdelningshöjning
Denis, Denis & Sarin (1994)	NYSE / AMEX	Nej	Ja	26 år ('62-'88)	6 månader	Ja	Positiv relation mellan utdelning och överavkastning.
Deangelo & Skinner (1996)	NYSE	Ja	Nej	7 år ('80-'87)	3 år efter	Nej	Fann inte att en utdelningsförändring särskiljer företag med ökad vinst.
Alkebäck (1997)	OMXS	Nej	Ja	5 år ('89-'94)	1 år	Nej	Inga bevis för att utdelning leder till högre framtida aktiepriser.
Nissim & Ziv (2001)	NYSE / AMEX	Ja	Nej	35 år ('63-'98)	2 år efter	Ja	Fann att utdelning var en ledande indikator för framtida resultat.
Grullon (2005)	NYSE / AMEX	Ja	Nej	34 år ('63-'97)	2 år efter	Nej	Kunde inte finna samband mellan utdelningsförändring och vinst.

3. Research design

I kapitel 3 redogörs för Research Design, här behandlas val av metod och ansats. Inledningsvis redovisas hur avgränsningarna påverkar data i form av reliabilitet, replikerbarhet och validitet. Vidare kommer tillvägagångssättet för datainsamling samt kritiken mot denna redovisas för.

3.1 Forskningsansats

Undersökningen tar en deduktiv ansats där utgångspunkten grundar sig i existerande teori på området vilket lett till frågeställningar som testas genom det empiriska material som samlats in för att se om teorierna håller och kunna bringa ytterligare insikt på området. Undersökningens data och datagenerering i form av portföljbildning och mått är av kvantitativ karaktär då all bakomliggande data är historisk finansiell data är av numerisk karaktär. För att analysera datamaterialet utförs en eventstudie då en specifik händelse undersökts och en viss period efter detta. Vidare har två olika sorters portföljer satts samman med samma kriterier men med olika vikt där hänsyn tagits till storlek på utdelningshöjning. Dessa två portföljer jämförs sedan med marknadsavkastningen under givet år.

3.1.1 Reliabilitet och Validitet

Bryman och Bell förklarar reliabilitet som: ”Reliabilitet handlar om följdriktigheten, överensstämmelsen och pålitligheten hos ett mått på ett begrepp”(Bryman & Bell, Företagsekonomiska Forskningsmetoder, s. 171).

Nyckeltal och data om företagen är hämtade från årsredovisningar och kan därför ses som korrekta. Historiska aktiekurser har också observerats, dessa har hämtats från börshandelsplatser och bör därför också ses som tillförlitliga. Historiska betavärden har hämtats i aktielistor från äldre upplagor av aktiespararen.

Validitet är ett mått på hur väl de slutsatser som dras från en undersökning hänger ihop eller inte, det vill säga om det som mäts förklarar det som avses att förklara (Bryman & Bell 2013). Huruvida överavkastning mäter utdelningsförändringars effekt på en akties avkastning kan diskuteras eftersom det finns ett flertal faktorer som kan påverka en akties avkastning gentemot marknaden. Därför har en längre period valts för att möjliggöra fler observationer.

Vid fler observationer och mätningar av dem ökar validiteten och därför också möjligheten att tolka överavkastningen som en följd av utdelningsförändringar.

Det finns dessutom ett flertal studier som använt överavkastning som ett mått på utdelningsförändringar, exempelvis: Charest(1978) och Denis, Denis och Sarin(1994).

3.1.2 Replikerbarhet

För att en undersökning ska kunna vara replikerbar måste den gå att upprepa (Bryman & Bell 2013). Genomgående har det för att öka replikerbarheten specificerats hur och när data är hämtat samt vilka företag som är inkluderade i studien(Se appendix 1 och 2) och på vilka grunder de utesluts.

3.2 Datainsamling

En rad beslut har tagits för att skapa ett så pålitligt datamaterial som möjligt. Inledningsvis hämtades en aktuell lista från Nasdaq OMX Nordics hemsida över OMX Large Cap där 72 företag ingår. Vidare exkluderades 18 företag som återfinns i appendix 2, dessa uppfyllde inte samtliga kriterier för undersökningens avgränsningar. Av dessa 18 bolag uteslöts 2 stycken till följd av flertal utdelningar per år, och 16 till följd av att dessa avnoterats från OMX Large Cap. Efter det påbörjades ett datainsamlingsarbete för att hämta in rådata. Här togs strategiska beslut för att göra studien så replikerbar som möjligt. Vid aktiekursinsamling har stängningskurser observerats. Undersökningen blir annars svårreplikerad då bokslutskommunikéer skiljer sig åt gällande när under dagen de presenteras.

Vidare togs beslut kring avyttring av innehavet. Eftersom ett företag ena året har möjlighet att öka utdelningen och under nästkommande år eventuellt sänka valdes ett 1-års intervall för att effekterna inte skall ha möjlighet att påverka varandra. Värdepappret avyttras därför dagen innan en annonserad bokslutskommuniké, detta för att dagen därpå ta ett nytt beslut huruvida aktien bör ingå i portföljen. Det betyder att eventuell kraftig uppgång alternativt nedgång inte återfinns i datamaterialet för utdelningsdagen.

Därefter valdes en marknadsportfölj för att kunna jämföra avkastning. Här användes som tidigare nämnt OMXSBI mellan datumen 2005-03-01 till 2015-02-01. Skälet till att detta datum används är att större delen av bokslutskommunikéerna offentliggörs i januari samt februari vilket innebär att första mars troligtvis är mer rättvisande. Eftersom innehavet för sista perioden avyttras mellan januari och mars har februari valts som slutdatum för studien.

Vid extrautdelningar adderades dessa i avkastningen istället för att ta med dem som en utdelningshöjning. Resonemang kring detta är att extrautdelningar är specialfall som inte signalerar om vad företaget tror om framtiden utan istället beror på att något speciellt inträffat föregående år och därför bör anses vara en anomali.

Deangelo & Skinner (1999) skriver i enlighet med denna argumentation att specialutdelningar inte genererar samma effekt på marknaden som vanliga utdelningar gör. För de aktier som har utdelning efter att föregående år inte ha haft utdelning, går det inte att sätta siffror på hur mycket ökningen har varit i procent. För att inte effekten ska vara oändlig, redogörs denna effekt för som en 50 procentig ökning. Ökningen som valts att tilldela de aktierna är större än den genomsnittliga utdelningsökningen bland företagen som ingår i datamaterialet. Det görs eftersom en nypåbörjad aktieutdelning bör ge en extra stark signaleringseffekt på marknaden, vilket en studie av Healy och Palepu (1988) också styrker.

3.3 Datainsamlingskritik

Beslut som tagits i föregående kapitel har gjorts med hänsyn till att skapa en sund undersökning, men genom att ta vissa beslut uppkommer också kritik för datainsamlingen och mot undersökningen. Ett exempel på kritik som kan uppkomma mot undersökningen är faktumet att företag som tidigare varit på OMX Large Cap avnoterats till följd av dålig utveckling. Dessa företag finns med i OMXSBGI men har inte legat till grund för datamaterialet. Ett begrepp som används flitigt i sammanhanget är "Survivorship Bias". I datamaterialet återfinns endast bolag som överlevt upp och nedgångar och därför med största sannolikhet haft en mer gynnsam utveckling än de företag som inte återfinns i datamaterialet (Brown et al, 1992).

Vidare kan kritik uppkomma mot tidpunkter för datainsamlingen. All data är som tidigare nämnt stängningskurser, eftersom investeringen inte görs omedelbart efter en kommuniké blir resultaten sämre än vad de kunnat vara. Det beror på att en utdelningshöjning ofta ger ett positivt genomslag på marknaden den första dagen vilket inte återfinns i datamaterialet. Resonemanget styrks av Asquith och Mullins (1983) som visade att utdelningshöjningar har en positiv effekt på aktiepriset dagen då utdelningshöjningen annonseras. Deras studie kom dessutom fram till att en större utdelningshöjning ger en starkare effekt, vilket talar för att den

utdelningsvägda portföljen hade genererat en än bättre avkastning än den likaviktade om aktierna anskaffats vid bokslutskommuniképresentation.

En annan avgränsning är den om kvartalsutdelningar, företag med utdelningar av denna karaktär har uteslutits då observationerna blir för korta samt att effekterna ej blir lika stabila då de inträffar mer frekvent.

3.4 Eventstudie

Eventstudier är en metod som används frekvent inom undersökningar av finansiell data (Dimson & Marsh, 1986). Förespråkare av eventstudier rekommenderar en kortare undersökning efter en kursdrivande händelse (Mackinley 1997). Dock har eventstudier med längre observationstid utförts, författarna studerade i dessa fall prestationer av företagsfusioner på sikt (Agrawal, Jaffe & Mandelker, 1992).

Genom att utföra en eventstudie kan kursrörelser extraheras som inträffar efter ett så kallat "event". Inledningsvis definieras vad för slags event som undersöks. Efter att ha definierat ett event samt vilken period som undersöks efter eventet fastställs urvalskriterier för undersökningen. Därefter fastslås vilket datamaterial som skall ligga till grund för undersökningen samt vilket datamaterial som bör uteslutas, detta för att viss data kan leda till missvisande resultat och i slutändan en felaktig slutsats. Vidare definieras hur överavkastning kalkyleras samt val av modell. Avslutningsvis görs hypotestester på resultatet för att kunna påvisa statistisk signifikans och dra slutsatser kring resultaten (Mackinley, 1997).

3.4.1 Event

I undersökningen definieras eventet som tillfället då ett företag aviserar en utdelningshöjning, vilket alltid sker i samband med företagets bokslutskommuniké som nästan uteslutande infaller mellan slutet av januari till början på mars.

3.4.2 Eventfönster

Eventfönster är den period som studeras efter ett event (Mackinley, 1997). Eventfönstret i undersökningen definieras med start vid den dag då investeringen sker, vilket är dagen då utdelningshöjningen aviseras. Eventfönstret avslutas den dag då avyttring av investering infaller, vilket blir dagen innan nästa bokslutskommuniké. Det särskiljer undersökningen

gentemot mångaandra eftersom denna studie då ser till ett ettårigt tidsperspektiv och därmed fångar alla kursrörelser som sker fram till nästa utdelningsavisering.

Eftersom undersökningens data hämtas för stängningskursen den dag utdelningshöjningen meddelas är dagen då utdelningshöjningen sker inte inkluderad i eventfönstret.

3.4.3 Urvalskriterier

I enlighet med MacKinlays (1997) metodik har urvalskriterier fastställts.

Det första kriteriet är att företaget är listat på Nasdaq OMX Large Cap. Det väljs eftersom Large Cap är den marknad i Sverige som har mest djup och med största sannolikhet anses vara mest effektiv. Skälet till att en svensk marknad undersöks är att studien syftar till att bringa klarhet i en svensk kontext.

Det andra kriteriet är att företagets utdelning per aktie ska ha ökat från föregående år. Det har valts då undersökningen avser att studera om en utdelningshöjning ger en effekt på aktiepriset.

Det tredje kriteriet är att utdelning i förhållande till vinst ska öka eller vara lika. Kriteriet har använts då en ökad utdelning i faktiska tal kan härstamma från en ökad vinst i kombination med en minskad procentuell utdelning av vinsten. Det ses inte som intressant då studien avser att undersöka utdelningshöjningar och ej företag som lyckats leverera höga resultat.

Det fjärde kriteriet är att företaget endast har utdelning en gång per år. Det har valts för att underlätta undersökningen och att de företag som delar ut två gånger per år kan ha ett annat signalvärde bakom utdelningarna.

Nedan följer en sammanställning av kriterierna:

- Noterat på Nasdaq OMX Large Cap
- Utdelning per aktie ska öka från föregående år
- Utdelning i förhållande till vinsten ska öka eller vara lika som föregående år.
- Utdelning en gång per år.

3.4.4 Överavkastning

För att mäta eventets påverkan på efterföljande eventfönster krävs ett mått och för undersökningen används överavkastning i linje med det MacKinlay (1997) resonerar kring eventstudier. Överavkastning är den avkastning en investering genererar över marknadsavkastningen. Ett sätt att se på överavkastning är att observera den faktiska avkastning en investerare genererat på en investering och ett annat är att riskjustera överavkastningen. Här tas risk med i ekvationen och förändrar avkastningen därefter. En högre risk kan generera högre avkastning, det kan då observeras huruvida portföljen uppmätt en riskjusterad överavkastning. Nedan redogörs för vilka mått på överavkastning som valts samt hur dessa definierats.

3.4.4.1 Faktisk överavkastning

En enkel metod för att mäta överavkastning är att skapa en portfölj och sedan jämföra med ett relevant index. På så vis kan den normala avkastningen som marknaden genererar extraheras och endast överavkastningen observeras.

Enklare uttryckt

$$AR = R_p - R_m$$

Där

$$AR = \text{Överavkastning}$$

$$R_p = \text{Avkastning på portfölj}$$

$$R_m = \text{Marknadsavkastning}$$

3.4.4.2 Riskjusterad överavkastning

Det finns olika modeller för att beräkna överavkastning. De teorier Mackinley anser lämpas bäst vid utförandet av en eventstudie är Constant mean return model samt Market Model (Mackinley 1997). Skillnaden mellan modellerna är att den förstnämnda förutsätter ett konstant medelvärde över tid medan marknadsmodellen förutsätter ett stabilt linjärt samband mellan ett värdepapper och marknadsportföljen. Val av modell varierar också beroende på vilket datamaterial som finns tillgängligt. Marknadsmodellen lämpar sig bättre eftersom den justerar för variansen i portföljen som är relaterad till marknads avkastning. Till följd av justeringen blir det enklare att finna ett statistiskt säkerställt samband mellan eventet och eventeffekten. (Mackinley, 1997)

Marknadsmodellen beskrivs med:

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_i R_{mf} + \varepsilon_i$$

$R_{i,t}$ = avkastning för aktie

α = intercept

β_i = aktiens korrelation med marknaden

R_{mf} = marknads avkastning, OMXSBGI

ε_i = felterm, normalfördelad med väntevärde noll

Marknadsportföljen är definierad som OMXSBGI som är ett utdelningsberäknat Benchmark Index för OMX Large Cap. Det innebär att samtliga företag på OMXS ingår i indexet, de företagen är sedan viktade i relation till sin storlek till index. Vidare återinvesteras samtliga utdelningar i index.

3.5 Portföljvalsstrategi

Vid sammansättning av portföljerna var kriterier för en investering att den nominella storleken på utdelningen ska ha ökat samt att utdelning i förhållande till vinst ska ha varit konstant alternativt ökat. Kriterierna valdes för att utdelningen i så stor mån som möjligt ska ha en signaleffekt. Vidare har två olika portföljer satts samman under samma antagande men

med olika viktning i vår portfölj. Förenklat betyder det att det är samma företag i de båda portföljerna men där andelen, det vill säga vikten, för varje företags aktie skiljer sig åt beroende på den procentuella utdelningshöjning som företagen gjort.

Den likaviktade portföljen har samma vikt för samtliga bolag oberoende av storleken på utdelningshöjningen. På grund av det följer att ett företag med stor utdelningshöjning har en lika stor vikt i portföljen som ett företag med minimal utdelningshöjning. Genom den likaviktade portföljen undersöks huruvida utdelning i sig har en kursdrivande effekt och om storleken saknar betydelse. Vidare har en viktad portfölj konstruerats där hänsyn tas till utdelningshöjning. I den viktade portföljen får små utdelningsförändringar en liten investering medan bolag med större utdelningsförändringar tar större plats.

Antagande för att aktien skall investeras i vid år $t+1$

Antagande 1.

$$DIV_{i,t} > DIV_{i,t-1}$$

Antagande 2.

$$\frac{DIV_t}{Nettores_t} \geq \frac{DIV_{t-1}}{Nettores_{t-1}}$$

Viktberäkningar för den viktade portföljens aktieinvesteringar:

Först summeras samtliga utdelningsförändringar för aktier som uppfyller då båda antaganden:

$$\sum \left(\frac{DIV_{i,t}}{DIV_{i,t-1}} - 1 \right)$$

Sedan beräknas andelen som investeras i varje aktie för den viktade portföljen enligt:

$$\frac{\Delta DIV_{i,t}}{\sum \Delta DIV_{i,t}} = W_{i,t}$$

Där:

DIV = Utdelning

Δ = Förändring i

3.6 Hypotestest

Test för att utreda huruvida överavkastningen är signifikant skilt från noll har utförts. Detta har utretts genom ett Students t-test. T-testet lämpar sig väl då testet undersöker medelvärdet och undersöker om detta är skilt från ett visst värde, i denna studies fall noll (Körner & Wahlgren 2000). Testet undersöker med andra ord ifall överavkastningen för portföljaktierna existerar eller ifall den kan förklaras av enbart variansen i avkastning.

Överavkastningen för en viktad aktie definieras av:

$$W_{i,t} * R_{i,t} - W_{i,t} * E(R|X) = W_{i,t} AR$$

Det finns ingen överavkastning:

$$H_0: \text{Avg}(W_{i,t} AR) = 0$$

Det finns en överavkastning:

$$H_1: \text{Avg}(W_{i,t} AR) \neq 0$$

T-statistikan fås av följande funktion:

$$t\text{-stat} = \frac{\text{Avg}(W_{i,t} AR) - 0}{\frac{s_{\text{Avg}(W_{i,t} AR)}}{\sqrt{n}}} \sim t\text{-stat}_{n-1, \alpha}$$

Ifall $t\text{-stat} > t\text{-stat}_{n-1, \alpha}$ kan H_0 förkastas och det kan konstateras att det finns en överavkastning på en α -signifikansnivå.

t-stat = teststatistiska

$W_{i,t} AR$ = Överavkastningen för en viktad aktie i år t

$\text{Avg}(W_{i,t} AR)$ = Genomsnittlig överavkastning

$s_{\text{Avg}(W_{i,t} AR)}$ = standardavvikelse för genomsnittlig överavkastning

n = antalet observationer

α = signifikansnivå

4 Empiri

I kapitel 4 presenteras resultat för studien och de iakttagelser som gjorts under datainsamlingens gång. Uppdelning av empiriska resultat har gjorts genom ett avsnitt som berör en likaviktad utdelningsportfölj och ett avsnitt som berör en viktad utdelningsportfölj. Presentationen sker i tabell samt diagramform med kommentarer kring dessa.

4.1 Likaviktad Portfölj

I tabell 1 kan utvecklingen för den likaviktade portföljen mot OMXSBGI (GI-index) utläsas. Med överavkastning avses avkastningen för portföljen subtraherat för GI-index. Antal investeringar syftar till det antal företagsaktier som investerades i för portföljen under givet år. Med AVG avses ett genomsnitt för den rad som presenteras.

Tabell 1

Likaviktad portfölj	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Avg
Antal investeringar	20	18	19	4	18	33	20	19	29	20
Beta	0,84	0,70	0,77	0,40	1,04	0,98	0,80	0,94	0,96	0,83
Överavkastning	11,7%	5,6%	-3,3%	-33,4%	12,2%	-2,5%	-2,8%	2,7%	6,9%	-0,3%

Initialt kan det observeras att portföljen presterar bättre än index under dess inledande år. År 2008 är första året GI-index noterar en högre avkastning än den likaviktade portföljen. Till följd av krisen 2008 uteblev många utdelningshöjningar under 2009 för många företag på Large Cap vilket resulterade i att endast fyra investeringar gjordes under år 2009. Det ledde i sin tur till den största avvikelser avkastningsmässigt då index återhämtade sig efter kraftiga nedgångar medan den likaviktade portföljen inte följde med uppgången i lika stor utsträckning. Därefter uppvisar den likaviktade portföljen en högre avkastning år 2010 för att sedan uppmäta en lägre avkastning både 2011 och 2012. År 2013 och 2014 genererar den likaviktade portföljen en högre avkastning än GI-index. Observeras genomsnittet är den likaviktade portföljen något svagare då genomsnittet uppgår till -0,3 %. Mycket av det beror på den stora avvikelser som uppmättes 2009.

För att förtydliga resonemanget ovan presenteras den ackumulerade avkastningen i diagram 1.

Diagram 1

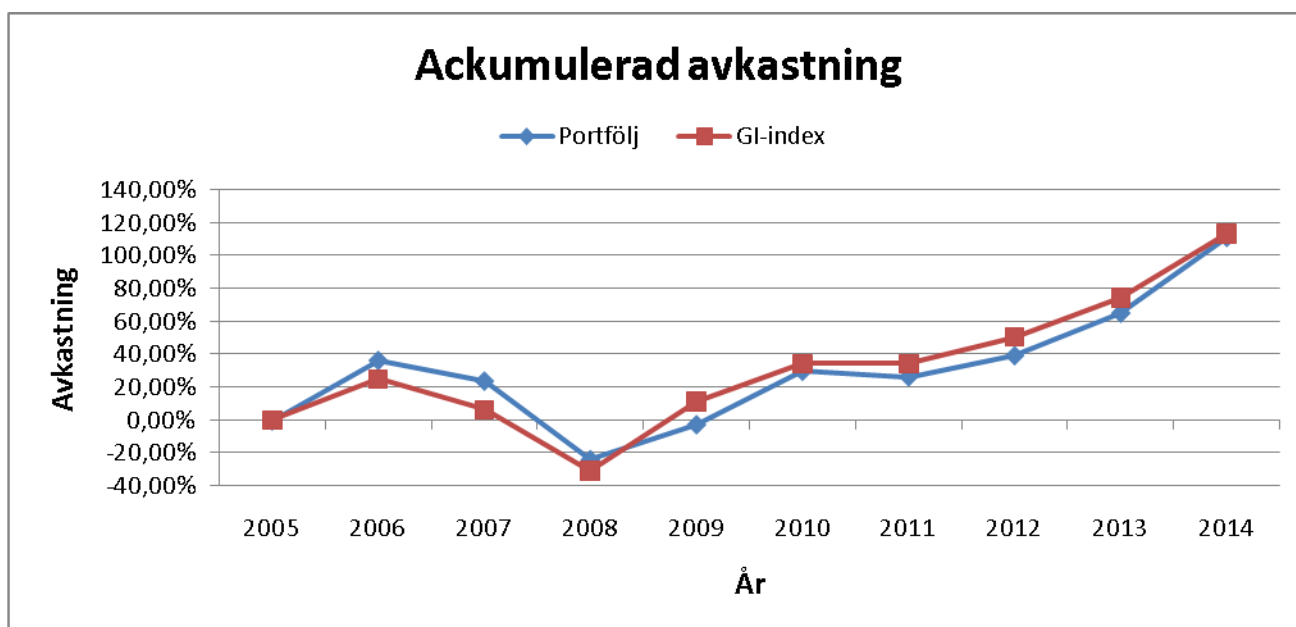


Diagram 1 tydliggör den negativa effekt som diskuterats ovan för år 2009. Inför året hade portföljen uppvisat starkare avkastning än GI-index men till följd av nedgången under 2009 sjönk den ackumulerade avkastningen och återhämtade sig inte förrän 2014. I övrigt kan det observeras att portföljen tar jämna steg med GI-index bortsett från den stora avvikelsern 2009. Det är då intressant att titta till betavärdet i tabellen som presenterades ovan. Endast en gång överstiger betat för portföljen ett (1) under de nio åren och genomsnittligt beta är 0,83. Eftersom betat för den likaviktade portföljen i genomsnitt är lägre bör den enligt teorin generera en lägre avkastning än index. Det för oss vidare till den riskjusterade avkastningen.

Tabell 2

Likaviktad portfölj	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Avg
Antal investeringar	20	18	19	4	18	33	20	19	29	20
Riskj. överavkastning	15,7%	1,6%	-6,4%	3,2%	11,4%	-2,7%	0,6%	3,4%	6,4%	3,7%

I tabell två kan det observeras att den riskjusterade överavkastningen är högre än den faktiska överavkastningen. Det beror på att betat är lågt för den likaviktade portföljen. Den likaviktade portföljen har en positiv riskjusterad överavkastning för alla åren förutom år 2008 och 2011.

De år med den högsta riskjusterade överavkastningen mäts upp för 2006 och 2010 då överstiger den 10 %. Sammanfattningsvis observeras att den genomsnittliga riskjusterade överavkastningen uppgår till 3,7 %.

För att undersöka ifall den faktiska överavkastningen och den riskjusterade överavkastningen som mätts upp är statistisk säkerställd gjordes de signifikanstester som nämndes i metoden. Testet utfördes genom att ta den viktade överavkastningen (faktisk och riskjusterad) för varje aktie mot index med samma vikt. Därefter testades det för huruvida medelvärdet är signifikant skilt från noll. I tabell 3 återfinns resultat för t-testen.

Tabell 3

t-test	Observationer	Mean	Std. Dev	t-statistiska	p-värde
Likaviktad portfölj faktisk överavkastning	176	-0,01%	1,79%	-0,0938	0,9254
Likaviktad portfölj riskjust överkastning	173	0,19%	1,52%	1,6548	0,0998

I tabell 3 ovan observeras att den faktiska överavkastningen för den likaviktade portföljen inte kan statistiskt säkerställas. Med ett p-värde på 0,9254 kan det definitivt förkastas att den likaviktade portföljen genererar en högre avkastning än index utan att hänsyn tas till risk. Observeras istället den riskjusterade överavkastningen kan det noteras att den har ett p-värde på 0,0998. Det överstiger också signifikansnivån på 5 procent vilket innebär att även den förkastas. Sammanfattningsvis är överavkastningen inte signifikant skilt från noll för den likaviktade portföljen.

4.2 Utdelningsviktad Portfölj

I tabell 4 kan utveckling för den utdelningsviktade portföljen mot GI-index.

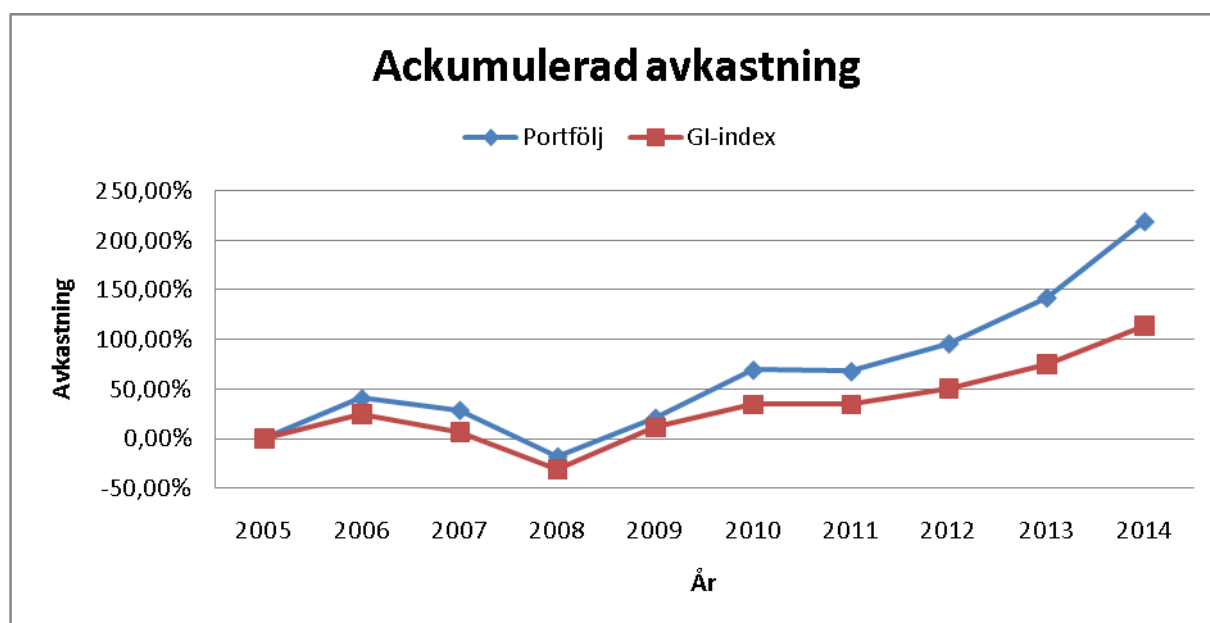
Tabell 4

Utdelningsviktad portfölj	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Avg
Antal investeringar	20	18	19	4	18	33	20	19	29	20
Beta	0,87	0,89	0,76	0,41	1,16	1,08	0,98	1,11	0,94	0,91
Överavkastning	15,6%	6,5%	-1,5%	-13,1%	19,1%	-0,9%	4,8%	7,6%	9,5%	5,3%

Inledningsvis kan det observeras att överavkastningen för den utdelningsviktade portföljen är högre än 5 % de första två åren 2006 och 2007. De påföljande åren genererar index en högre avkastning än portföljen vilket ger en negativ överavkastning för både 2008 och 2009. Både den likaviktade och den utdelningsviktade portföljen har samma antaganden innebär det att båda innehåller samma mix av företag men med olika viktning. Det medför att även den utdelningsviktade portföljen blir lidande av det fåtal observationer under 2009 av samma orsaker som nämndes i delen om den likaviktade portföljen. Vidare kan noteras att 2010 genererar portföljen en överavkastning på 19,1 procent för att sedan 2011 göra en lägre avkastning än GI-index. De efterföljande åren genererar portföljen en positiv överavkastning där 2014 sticker ut med en överavkastning på 9,5 procent. I genomsnitt gör den utdelningsviktade portföljen en genomsnittlig överavkastning på 5,3 procent. Noterbart är att de tillfällena index genererar en högre avkastning än den utdelningsviktade portföljen utöver avvikelsen 2009 är skillnaden inte större än 1,5 procent.

För att förtydliga presenteras även här ett diagram på den ackumulerade avkastningen för både GI-index och den utdelningsviktade portföljen.

Diagram 2



I diagram 2 blir det ännu tydligare att den utdelningsviktade portföljen genererar en högre avkastning än index. Den går något bättre det första året för att sedan prestera relativt likt 2008 medan år 2009 underpresterar portföljen gentemot index. Därefter återhämtar sig portföljen och genererar en betydligt högre avkastning vilket också blir tydligt 2014 då den har genererat strax över 100 procentenheter mer än index. För att sätta det i relation till risk blir det intressant att studera beta för portföljen.

Det genomsnittliga betat är 0,91 och betat överstiger ett (1) vid tre tillfällen. Trots ett genomsnittligt beta som understiger ett (1) genererar portföljen en högre avkastning än index vilket gör det intressant att se till den riskjusterade överavkastningen.

Tabell 5

Utdelningsviktad portfölj	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Avg
Antal	20	18	19	4	18	33	20	19	29	20
Riskj. överavkastning	18,8%	3,9%	-6,2%	22,6%	15,8%	-1,0%	5,4%	5,8%	10,2%	8,4%

Studerar tabell 5 blir det tydligt att den riskjusterade överavkastningen överstiger den faktiska överavkastningen. Det finns fyra år då den riskjusterade överavkastningen överstiger 10 procent och 2009 överstiger den riskjusterade överavkastningen 20 procent.

Endast två år genererar den utdelningsviktade portföljen en negativ riskjusterad överavkastning, 2008 och 2011. Den genomsnittliga riskjusterade överavkastningen uppgår till 8,4 procent. För att utreda huruvida resultaten för de två måtten är signifikanta presenteras nedan signifikanstester.

Precis som i det tidigare avsnittet prövas hypotesen om att medelvärdet för överavkastningen är signifikant skilt från noll. Överavkastningen testas sedan mot signifikansnivån (α) 5 procent vilket innebär att p-värdet inte får överstiga 0,05. Nedan presenteras t-testen i tabellform.

Tabell 6

t-test	Observationer	Mean	Std. Dev	t-statistiska	p-värde
Utdelningsviktad portfölj faktisk överavkastning	176	0,27%	1,57%	2,2862	0,0235
Utdelningsviktad portfölj riskjust överkastning	173	0,43%	2,15%	2,6708	0,0083

I tabell 6 observeras det att den faktiska överavkastningen har ett p-värde på 0,0235. Det är lägre än den signifikansnivå på 5 procent som jämförs med vilket innebär att den faktiska överavkastningen är statistiskt säkerställd. Det för oss vidare för att se ifall den riskjusterade överavkastningen också är statistiskt säkerställd. P-värdet är 0,0083 vilket också understiger den valda signifikansnivån. Det innebär att även den riskjusterade överavkastningen är statistiskt säkerställd.

Slutligen kan det observeras att den utdelningsviktade portföljen genererar en högre avkastning än index, både faktiskt och när hänsyn tas till risk.

5 Analys

När tester utförts på den likaviktade portföljen kunde det konstateras att portföljen inte uppvisade en signifikant överavkastning. Däremot gjordes liknande tester på den utdelningsviktade portföljen där statistisk signifikans kunde påvisas. Resultaten indikerar att en utdelningshöjning i sig inte påverkar det framtida aktiepriset. Däremot tycks en stor utdelningshöjning vara en signal som leder till högre aktiepris, vilket går i linje med Deangelo & Skinners resonemang i deras studie (1996) om att storleken på utdelningshöjningarna generellt är för små för att generera en trovärdig signaleffekt till marknaden. Liknande resultat återfanns av Charest (1978) där ett positivt samband mellan utdelningshöjning och överavkastning påträffades när hänsyn tagits till storleken på utdelningshöjningarna.

Det kan dock diskuteras ifall överavkastningen är till följd av utdelningshöjningars signaleringsvärde eller ifall det beror på att utdelningshöjningarna skapar en överoptimism på marknaden. Eades, Hess och Kim (1985) resonerade kring möjligheten att generera överavkastning antingen beror på marknads pessimism inför, eller optimism efter, utdelningsbeskedet. Med pessimismen menade de att marknaden inte anat en så pass stor utdelningshöjning vilket lett till en kraftig reaktion efteråt. Liknande förhållande gäller vid optimismen då de menade att marknaden anat en utdelningshöjning men att den efterföljande optimismen som utdelningshöjningen skapat varit överdriven vilket lett till en positiv effekt på aktiepriset. Denis, Denis och Sarin (1994) kom i likhet med optimismresonemanget fram till att marknadsanalytiker signifikant förändrade vinstprognoserna efter utdelningsförändring. Det är möjligt att aktieprisets positiva effekt inte beror på att det går bättre för företaget utan att marknaden tolkar utdelningshöjningen som en signal. Det skulle i så fall innebära att utdelningshöjningen inte påverkar det framtida substansvärdet utan endast marknadsvärdet.

Ett flertal studier har till skillnad från ovanstående undersökningar inte lyckats finna ett signalvärde bakom en utdelningshöjning, dock har de oftast undersökt för framtida vinster. Healy och Palepu (1988) gjorde en av få undersökningar som funnit signifikans för framtida vinster, de fann även signifikanta resultat för aktieprisets förändring till följd av utdelningshöjning. Vinsten var signifikant större de två påföljande åren efter utdelningshöjningen. Deangelo & Skinner (1996) undersökte ifall en utdelningshöjning ger information om framtida vinster men fann inga signifikanta resultat. Samma slutsats drog

också Grullon et al.(2005) då de inte heller fann signifikans och argumenterade att de som lyckats finna ett samband använt sig av felaktiga modeller. Gemensamt för dessa studier är att de undersökt huruvida en utdelningshöjning signalerar för framtida vinster istället för aktiepris. En av de få undersökningar som funnit signifikanta resultat för en resultatsignalering av utdelningshöjning är Nissim och Ziv(2001). Dessa resultat kritiserades dock av Grullon et al. (2005) som ansåg att det fanns brister i modellen. Healy och Palepu(1988) som fann signifikans för vinst undersökte företag som inte delat ut på tio år och de som delar ut första gången vilket troligtvis leder till ett större signalvärde bakom utdelningshöjningen vilket kan förklara varför de fann resultat. Sammanfattningsvis kan det ses att en utdelningshöjning inte nödvändigtvis signalerar ökade framtida vinster, men mer troligtgör det för aktieprisets utveckling det kommande året.

En möjlig anledning kan vara det Alkeback(1997) föreslog i sin undersökning. Han resonerar att utdelningshöjning eventuellt ger en bild av dåtiden istället för framtiden. Det kan möjligtvis appliceras på så sätt att utdelningshöjningar inte signalerar för framtida ökade vinster utan speglar de vinster som företagen gjort åren innan utdelningshöjningen. Det är tydligt att de studier som undersökt aktieprisets förhållande till utdelningshöjningar i större utsträckning finner signifikanta resultat än de som undersökt vinstens förhållande till utdelningshöjningar vilket ytterligare styrker det resonemanget. Författarna av denna uppsats spekulerar att eftersom företagen inte vill sänka sin utdelning väntar ledningen med att höja utdelningen tills det noterats en stabil och hållbar vinstökning. Det skulle i så fall innebära att en utdelningshöjning följer av en vinstökning och inte tvärtom.

Det är även intressant att se till vilka marknader som undersökts. Deangelo och Skinners(1996) resonemang som nämndes ovan om att företagens utdelningsförändringar är för små för att ha en trovärdig effekt kan utvecklas kring utdelningsfrekvensen. Många av de tidigare studierna har utförts på den amerikanska marknaden där företag i regel har kvartalsvis utdelning. På den svenska marknaden har majoriteten av företagen utdelning årsvis, det är därför möjligt att signalvärdet bakom en årlig utdelningsförändring blir större än signalvärdet bakom en kvartalsutdelningsförändring. Utdelningen på svenska börsen bör då bli en händelse av större signifikans och får troligtvis större genomslagskraft på marknaden.

Ytterligare en faktor som förefaller vara av betydelse för signaleringseffekten är tidsperspektivet för undersökningen. Även studier som inte har funnit något signaleringsvärde för utdelningar generellt, har lyckats finna att dagen då utdelningsförändringen beslutas

uppstår en signifikant effekt på aktiepriset (Alkeback 1997). Även Asquith och Mullins(1983) fann att det finns en överavkastning de två första dagarna som följer en utdelningshöjning. Eftersom denna uppsats inte fångar den dagens kursrörelse då utdelningshöjningen aviseras kan det argumenteras att utdelningshöjningens effekt på aktiepriset sträcker sig över en längre tidsperiod än den första dagen. Frågan som då väcks är när den största delen av avkastningsförändringen sker för portföljerna. Det ger uppsatsen inte något svar på men studier såsom Alkeback(1997) och Manakyan och Carroll(1990) har gett indikationer på att de två första kvartalen påvisar en högre avkastning än de två som följer. Ett av skälen som författarna av denna studie föreslår är att marknaden är mer optimistisk de två första kvartalen efter en utdelningsavisering medan de två efterföljande kvartalen inte tar utdelningsförändringen i beaktan på samma sätt. Kopplas det med resonemanget kring marknaden optimism efter utdelningshöjning som fördes tidigare är det möjligt att den optimismen varar de två första kvartalen och att de två påföljande påverkas av den pessimism som Eades, Hess och Kim(1985) nämnde som möjlig anledning. Sammanfattningsvis spekulerar författarna av denna uppsats att marknaden prisar in utdelningshöjningen de två första kvartalen för att sedan spekulera inför nästa utdelningshöjning de två påföljande kvartalen.

Vidare kan resultaten jämföras mot teorierna. Famas effektiva marknadshypotes konstaterar att en marknad inte är starkt effektiv om möjlighet till överavkastning existerar. Vidare skriver Fama (1970) att det endast finns två exempel på tillfällen då avvikelser har bevisats från den starkt effektiva marknaden. Eftersom våra resultat är ytterligare en avvikelse då de genererar en överavkastning, indikerar det att Stockholmsbörsens Large Cap-lista inte kan vara stark effektiv.

Eftersom marknaden uppvisar bristande effektivitet bör det innebära att Modigliani & Miller antagande om perfekta kapitalmarknader inte heller kan appliceras på Stockholmsbörsens Large Cap-lista. Vidare innebär det att Modigliani och Millers syn på utdelningar och dess irrelevans inte nödvändigtvis håller vilket kan indikera att det finns ett signalvärde bakom en utdelningsförändring.

Det kan argumenteras för att Spence (1973) teori om signaleringseffekter på arbetsmarknaden även kan appliceras på utdelningar. Eftersom det kan påvisas att antagandet om effektiva

marknader brister, förutsättsatt marknaden uppvisar viss informationsasymmetri. Till följd av det är det möjligt att en utdelningshöjning kan ses som en informationsbärare av marknaden.

Black (1976) för ett liknande resonemang som bygger på att företagsledningen har större tillgång till information vilket skapar en asymmetri på marknaden. Eftersom företagsledare inte vill tvingas sänka sina utdelningar i framtiden och att de därför endast höjer om de känner sig säkra på att framtiden kan en utdelningsförändring ses som övertygande. Resultaten från denna uppsats stödjer Blacks argumentation om att utdelningar kan tolkas som en signal för att överbrygga den informationsasymmetri som existerar mellan företagsledare och marknaden. Det innebär även att det endast är de stora utdelningshöjningarna som ger ett signalvärde på marknaden.

6 Slutsats

Syftet med studien var att empiriskt undersöka om utdelningshöjningar har en positiv effekt på aktiepriset och utreda huruvida storleken på utdelningshöjningen är väsentlig för aktiepriset. Det har gjorts genom att studera påverkan på aktiepriset under en ettårsperiod efter en utdelningshöjning. Slutsatsen som kan dras av det empiriska datamaterialet är att en betydande utdelningshöjning har en statistiskt säkerställd påverkan på aktiepriset. Det kan även konstateras att en utdelningshöjning utan beaktan till storlek inte har någon statistiskt säkerställd påverkan på aktiepriser.

Givet ovanstående resultat dras slutsatsen att OMX Large Cap uppvisar bristande marknadseffektivitet. Till följd av det kan utdelningshöjningar generera ett högre företagsvärde för företag som utnyttjar detta verktyg och även investerare som väljer att placera utifrån utdelningshöjningar. Hade OMX Large Cap påvisat marknadseffektivitet av stark grad hade först och främst utdelning inte setts som ny information av aktiemarknaden, dessutom hade möjlighet till överavkastning med hjälp av denna information inte observerats ett år senare. Istället hade priset justerats under utdelningsdagen och möjligheten att generera överavkastning hade inte funnits. Slutsatsen dras till följd av att investeringen sker till stängningskurs dagen då utdelningsbeslutet sker. Genom att utveckla en buy-and-hold strategi har en icke-riskjusterad samt en riskjusterad överavkastning med femprocentig signifikansnivå kunnat påvisas.

Därför bör en allmän rekommendation kring utdelningar kunna föreslås.

- En kraftigt höjd utdelning är en köpsignal för en investerare med en ettårig investeringshorisont.

Det innebär att en investerare kan studera utdelningshöjningar på OMX Large Cap och använda dessa som en viktig investeringskomponent, förutsatt att hänsyn tas till höjningens storlek. Uppsatsens syfte har därmed besvarats, däremot kan frågan om varför utdelningar ses som en viktig investeringskomponent endast spekuleras om.

Möjligtvis behöver inte resultaten som genererats vara till följd av ett ökat reellt värde hos företagen under den ettårsperiod som observerats. Tidigare forskning har nämligen inte funnit att utdelning fungerar som en ledande indikator för framtida förbättrade resultat.

Det är istället möjligt att utdelning i sig ses som betydelsefullt av aktieanalytiker och därför driver aktiekurser uppåt. Skälet till varför utdelning kan ses som en viktigare komponent för analytiker än ett ökat resultat kan möjligtvis vara den optimism utdelning signalerar. Forskning har visat att företagsledare ogärna sänker utdelningen, vilket innebär att ett företag endast väsentligt höjer utdelningen om de tror att de kan upprätthålla den nya utdelningsnivån. Det kan ge svar på varför en höjning av väsentlig karaktär kan ses som ny information till aktieägarna. Uppsatsen har utrett huruvida en utdelning påverkar aktiepris eller inte, att utreda effektens uppkomst överlåter författarna till vidare forskning.

6.1 Förslag på vidare forskning

Tidigare forskning om utdelning och dess effekt på aktiepris i en svensk kontext är begränsad. Dess förekomst har utretts av författarna till uppsatsen med en tvådelad hypotesprövning. Författarna föreslår att utdelning och dess långsiktiga effekt på aktiepris studeras vidare men istället för att utreda huruvida en effekt existerar kan ny forskning ta avstamp i ovanstående resultat och istället lägga fokus på att utreda av vilket skäl effekten uppstår. Vidare har tidigare forskning visat på varierande effekter för olika tidshorisonter. Det skulle därför kunna vara intressant att genomföra vår undersökning kvartalsvis och därigenom fastställa när under året den positiva effekten för aktiepriset uppstår.

Referenser

Agrawal, Jaffe, Mandelker, (1992) The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly. *The Journal of Finance* Vol 4 s. 1605-1621.

Alkeback (1997) *Do Dividend Changes Really Signal?* Första upplagan, Akademitryck AB

Asquith and Mullins (1983) The Impact of initiating Dividend Payments on Shareholder Wealth, *The Journal of Business*, vol 56, s 77-96.

Barclay (1987) Dividends, Taxes and Common Stock Prices: The Ex-Dividend Day Behavior of Common Stock Prices Before the Income Tax, *Journal of Financial Economics*, s 31-44

Barras, Scaillet & Wermers (2009) False Discovery in Mutual Fund Performance: Measuring Luck in Estimated Alphas, *The Journal of Finance*, vol 65, s 179-216.

Berk & DeMarzo. (2014) *Corporate Finance*, Fjärde upplagan, Pearson Education Limited.

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

Bryman & Bell (2013) *Företagsekonomiska Forskningsmetoder*, Andra upplagan, Liber.

Bynelius (2013)

<http://www.aktiespararna.se/sajt/kontakt/lokalavdelningar/lok/aktiespararna/OrebroSydnarke/Borskronika/DAGS-ATT-BEREDA-MINNESLUND-FOR-AKTIVT-FORVALTADE-FONDER/?lb=no&kampanj=pop-up-nej-tack>

Hämtat: 2015-05-31

Charest, G (1978) Dividend Information, Stock Returns and Market Efficiency, *Journal of Financial Economics*, vol 6, s 297-330.

DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Skinner, D. (1996). Reversal of fortune dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Financial Economics*, vol 40, s 341-371.

Denis, Denis & Sarin (1994) The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clienteles, vol 29, s 567-587.

Dimson & Marsh, (1986) , Event Study Methodologies and the size effect, Journal of Financial Economics vol 17, s 113-142.

Eades, Hess & Kim (1985) Market Rationality and Dividend Announcements, Journal of Financial Economics, vol 14, s 581-604.

Fama, E. F. (1970), “Efficient Capital Markets: A Review of the Theory of Empirical Work”, Journal of Finance, s.383-417

Grullon et al (2005) Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability, Journal of Business, vol 78, s 1659-1682.

Healy & Palepu (1988) - Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions, Journal of Financial Economics, vol 21, s 149-175.

Körner & Wahlgren (2006) Statistisk Dataanalys, Fjärde upplagan, Studentlitteratur AB.

Lintner (1956) Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, The American Economic Review, vol 46, s 97-113.

MacKinlay, A.C. (1997) Event studies in economics and finance, Journal of Economic Literature, s.13-39.

Manakyan & Carroll (1990) An Empirical Examination of the Existence of a Signaling Value Function for Dividend, The Journal of Financial Research, vol 13,s 201-210

Mann (1989) The Dividend Puzzle: A progress report, Quarterly Journal of Business and Economics, vol 28, s 3-35

Markowitz (1952) Portfolio selection, Journal of Finance, Vol. 7,s 77-91

Marshall & Cahan (2005) Is the 52-week high momentum strategy profitable outside the US? Applied Financial Economics, 15:18, s 1259-1267

Modigliani & Miller (1958) The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, vol 48, s 261-297

Modigliani & Miller (1961) Dividend Policy, Growth and the valuation of shares. *The Journal of Business*, vol 34, s 411-433)

Nissim & Ziv (2001) Dividend Changes and Future Profitability, *The Journal of Finance*, vol 56, s 2111-2133.

S Brown, W Goetzman, R Ibbotson, S Ross, (1992) Survivorship Bias in performance studies. *The Review of Financial Studies*, Vol 5, s 553-580.

Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, vol 87, s 355.

Appendix 1

Företag som är inkluderade i studien:

AarhusKarlshamn	Hexpol	Nordea
ABB	Holmen B	Oriflame
Africa Oil	Hufvudstaden A	Peab
Alfa Laval	Husqvarna B	Ratos
Assa Abloy	Industrivärden C	Saab
Atlas Copco	Indutrade	Sandvik
Atrium Ljungberg	Intrum Justitia	SCA
Axfood	Investor B	SEB
Axis	JM	Securitas
Balder	Kinnevik	Skanska
Betsson	Latour	SKF
BillerudKorsnäs	Lifco	SSAB
Boliden	Loomis	Stora Enso
Castellum	Lundberg	Swedish Match
Com Hem	Lundin Mining	Swedbank
Electrolux	Lundin Petroleum	Swedish Orphan Biovitrum
Elekta	Meda	Telia Sonera
Enquest	Melker Schörling	Tele2 B
Ericsson	Millicom	Tieto Corporation
Fabege	Modern times group	Trelleborg
Getinge	NCC	Volvo
Handelsbanken	Nibe	Wallenstam
Hennes & Mauritz	Nobia	
Hexagon	Nokia	

Appendix 2

Företag som exkluderats ur studien:

Företag	Anledning
Autoliv	Utdelning två gånger eller mer per år
AztraZeneca	Utdelning två gånger eller mer per år
Höganäs	Avnoterad 2008 samt 2012
Carnegie	Avnoterad 2008
Eniro	Avnoterad 2008
Hakon Invest	Avnoterad (Komplicerad ägarstruktur, ICA Gruppen)
Kungsleden	Avnoterad 2008
Lawson	Avnoterad 2008
SAS	Avnoterad 2008
Lindab	Avnoterad 2011
PA Resources	Avnoterad 2012
SECO Tools	Avnoterad 2012
Alliance Oil	Avnoterad 2012
Gambro	Avnoterad 2012
Gunnebo	Avnoterad 2012
Nordic Mines	Avnoterad 2013
Semafo	Avnoterad 2014