



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska Institutionen
FEKN90, Företagsekonomi
Examensarbete på Civilekonomprogrammet
VT 2016

Vad förklarar förändringen i nästa års utdelning?

En undersökning av kreditbetygets påverkan

Författare

Johannesson, Joel (890614)

Johansson, Rickard (930523)

Lagerqvist, Albin (900724)

Handledare

Anna Glenngård

Sammanfattning

Titel:	Vad förklarar förändringen i nästa års utdelning? – En undersökning av kreditbetygets påverkan
Seminariedatum:	2016-05-25
Ämne/kurs:	FEKN90 Företagsekonomi: Examensarbete på civilekonomprogrammet, 30 högskolepoäng
Författare:	Joel Johannesson, Rickard Johansson, Albin Lagerqvist
Handledare:	Anna Glenngård
Nyckelord:	Utdelning, Kreditbetyg, Logistisk regression, Signalteori, <i>Stickiness of dividend</i> , STOXX 600, Belåningsgrad, Investeringar
Syfte:	Det övergripande syftet med uppsatsen är att undersöka vad som förklarar förändringen i företags framtida utdelning. Mer specifikt ämnas undersöka om en förändring i kreditbetyg påverkar ett företags nästkommande års utdelning, samt om tidigare observerade samband och teorier håller på den europeiska marknaden.
Metod:	Denna kvantitativa studie har en explorativ inriktning med deduktiv ansats. Sekundär tvärsnittsdata analyseras med både OLS- och logistiska regressioner.
Teoretiskt ramverk:	De teorier som figurerar i uppsatsen är irrelevante teorin, signalteorin, <i>pecking order</i> -teorin, <i>free cash flow</i> -teorin och observerade fenomenet <i>stickiness of dividend</i> .
Empiri:	Datamaterialet består av 955 observationer av företag på den europeiska marknaden (STOXX 600) insamlat under räkenskapsåren 2010 - 2014.
Slutsats:	Jämfört med företag som inte fått sitt kreditbetyg förändrat är uppgraderade företag mer sannolika att öka sin utdelning och mindre sannolika att sänka denna, medan nedgraderade företag är mindre sannolika att sänka sin utdelning. Detta resultat skiljer sig från tidigare studier. På den europeiska marknaden visar sig signalteorin och fenomenet <i>stickiness of dividend</i> vara betydande faktorer i företags utdelningsbeslut.

Abstract

Title:	Vad förklarar förändringen i nästa års utdelning? – En undersökning av kreditbetygets påverkan
Seminar date:	2016-05-25
Course:	FEKN90, Master thesis in corporate finance, 30 ECTS-credits
Authors:	Joel Johannesson, Rickard Johansson, Albin Lagerqvist
Advisor:	Anna Glenngård
Key words:	Dividends, Credit rating, Logistic regression, Signal theory, Stickiness of dividend, STOXX 600, Leverage, Investments
Purpose:	The main purpose of this thesis is to examine what explains corporations' future dividend change. More explicit this thesis intends to examine the effects of a change in credit rating as well as examine if previously observed relationships holds on the European market.
Methodology:	This quantitative study has an explorative orientation with a deductive approach. Secondary cross-sectional data is being analyzed with both OLS and logistic regressions.
Theoretical perspective:	The underlying theories for this thesis are the irrelevance theory, signal theory, pecking order theory, free cash flow theory and the observed phenomenon stickiness of dividend.
Empiric foundation:	The data consists of 955 observations of corporations on the European market (STOXX 600) collected during the fiscal years 2010 - 2014.
Conclusion:	Compared with companies that have not experienced a change in credit rating, upgraded companies are more probable to increase their dividends and less probable to reduce it, while downgraded companies are less probable to reduce their dividends. These results differ from previous research. On the European market, signal theory and the phenomena stickiness of dividend are considerable factors in companies' dividend decisions.

Förord

Vi vill framföra ett stort tack till vår handledare Anna Glenngård som alltid varit tillgänglig och varit ett stort stöd under arbetsprocessen. Vi vill också tacka Amanda Sonnerfeldt för god hjälp under arbetets uppstart. Även Per-Erik Isberg vill vi rikta ett tack till för snabba och raka svar gällande de statistiska delarna.

Joel Johannesson

Rickard Johansson

Albin Lagerqvist

Innehåll

1. Inledning.....	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemdiskussion	2
1.3 Problemformulering.....	3
1.4 Syfte.....	3
1.5 Avgränsningar.....	3
1.6 Målgrupp	3
1.7 Disposition.....	4
2. Teori.....	5
2.1 Praktisk referensram	5
2.1.1 Utdelning	5
2.1.2 Kreditbetyg	8
2.2 Teoretisk referensram	14
2.2.1 Irrelevante teorin	14
2.2.2 Informationsasymmetri och signalteorin.....	15
2.2.3 <i>Pecking order</i> -hypotesen.....	16
2.2.4 <i>Free cash flow</i> -hypotesen.....	17
2.3 Tidigare forskning.....	18
2.3.1 Khieu och Pyles (2015)	18
2.3.2 DeAngelo och DeAngelo (1990)	18
2.3.3 Briere och Bacon (2011)	19
2.3.4 Agha och Faff (2014)	20
2.3.5 Förklarande variabler	20
2.3.6 Förväntade samband.....	25
3. Metod.....	26
3.1 Inriktning och forskningsansats.....	26
3.2 Urval	26
3.2.1 STOXX 600	26
3.2.2 Val av tidsperiod.....	26
3.2.3 Finansiella företag	27
3.2.4 Urvalskriterier.....	27
3.2.5 Bortfall.....	27
3.2.6 Extremvärden	28

3.3 Beroende variabel	28
3.4 Oberoende variabler	28
3.4.1 Kreditbetyg	28
3.4.2 Investeringar.....	30
3.4.3 Lönsamhet	30
3.4.4 Länder.....	30
3.4.5 Belåningsgrad	30
3.4.6 Storlek.....	30
3.4.7 Tobins Q.....	30
3.4.8 Laggad förändring utdelning	31
3.4.9 Återköp.....	31
3.4.10 Variablernas definitioner och datakällor.....	32
3.5 Metoder för dataanalys.....	33
3.5.1 OLS-regression.....	33
3.5.2 Logistisk regression	33
3.6 Metoddiskussion	34
3.6.1 Validitet och reliabilitet	35
4. Resultat.....	36
4.1 Beskrivande statistik.....	36
4.2 Multikollinearitet.....	37
4.3 OLS-regression med kreditbetygsskillnad	38
4.4 OLS-regression med kreditbetyg ned/upp	38
4.5 Logistisk regression med kreditbetygsskillnad	39
4.6 Logistisk regression med utdelning ökning	39
4.7 Logistisk regression med utdelning minskning.....	41
5. Analys	43
5.1 Modellerna	43
5.2 Kreditbetygsuppgradering.....	43
5.3 Kreditbetygsnedgradering.....	44
5.4 Investeringar.....	45
5.5 Belåningsgrad	46
5.6 Storlek.....	46
5.7 Tobins Q.....	46
5.8 Återköp.....	47

5.9 Skillnad i föregående års utdelning.....	47
5.10 Länder.....	48
6. Slutsats	49
6.1 Förslag till vidare forskning	50

1. Inledning

I detta inledande kapitel förklaras först vikten av att företag betalar utdelning och hur företag under till synes liknande förhållanden kan välja olika tillvägagångssätt. Problemdiskussionen tar upp befintliga teorier, men ännu saknas konsensus kring vad som förklarar utdelning vilket mynnar ut i uppsatsens frågeställning och syfte.

1.1 Bakgrund

Avkastningen på en aktieinvestering kommer dels i form av en ökning i aktiens pris, vilket man får del av när aktien säljs, och dels i form av utdelning från företaget, så kallad direktavkastning. Anledningarna till varför investerare gillar utdelning är många och historisk sett har unga, pensionärer och institutionella investerare haft ett gott öga för aktier med en hög direktavkastning (Shefrin, 2007). Att investerare gillar direktavkastning går inte bara att se på ägarna utan har också speglat sig i företagets börsvärde där man kunnat observera att aktier som betalar utdelning sålts med en premium jämfört med aktier som inte givit utdelning (Shefrin, 2007).

Trots kännedom om att investerare uppskattar direktavkastning valde 2014 Orange S/A och Telenor ASA, två telekomföretag på den europeiska marknaden, varsin väg efter att båda företagen gått starkt på börsen under 2013 (Bloomberg, 2016). Orange beslutade att sänka sin utdelning per aktie från 0,8 till 0,6 euro medan Telenor valde att öka sin utdelning per aktie från 7 till 7,3 norska kronor. Varför företag väljer olika strategier vad gäller utdelning är ett fenomen som gäckat forskare och investerare under lång tid och fortfarande så saknas en bra förklaring.

Teorier som signalteorin och fenomen som *stickiness of dividend* har använts för att förklara företagsledningars beslut att ändra sin utdelning. Tillsammans med dessa har variabler som företagets lönsamhet och belåningsgrad använts för att genom statistiska metoder förklara framtida och historiska utdelningar. En djupare analys av fallet med Orange och Telenor visar att Orange 2013 fick sitt kreditbetyg nedgraderat. Både Telenor och Orange hade tidigare av Standard and Poor bedömts ha samma kreditvärdighet (A-) men 2013 valde alltså Standard and Poor att nedgradera Orange till BBB+. Hade Standard and Poor tillgång till information

som kunde förklara Oranges agerande? Är en förändring i kreditbetyg en betydande variabel när det gäller att förutspå nästa års förändring i utdelning?

1.2 Problemdiskussion

Vad vi vet om utdelning är att företags utdelningspolicy har en stark signalerande effekt och varje förändring påverkar investerares framtidstro om företaget. *Pecking order*-teorin, presenterad av Myers (1984), säger att företag helst använder egengenererade medel och undviker dyrare finansieringsformer. Myers argumentar vidare att utdelning blir mindre attraktivt när intäkter är låga, belåningen är hög och ytterligare investeringsmöjligheter finns tillgängliga. Michael Jensen argumenterar med sin *free cash flow*-hypotes från 1986 att företag ska betala utdelning när de inte har ytterligare investeringsmöjligheter.

Forskning har dock observerat att företag har ett konservativt förhållningssätt till att ändra sin utdelningspolicy i såväl goda som dåliga tider vilket har kommit att kallas för *stickiness of dividend* (Lintner, 1956; Brav m.fl. 2005). Detta står i kontrast till *pecking order*-teorin och *free cash flow*-hypotesen. I brist på konsensus har forskare försökt förklara utdelning med hjälp av diverse variabler. Storlek, belåningsgrad och lönsamhet är alla exempel på variabler som man funnit har ett samband med nästa års utdelning, men än så länge har man bara kunnat förklara en liten del av variationen.

Vad vi redan vet om kreditbetygens betydelse, utöver dess påverkan på aktievärdet, är att deras enkelhet har gjort dem användbara inom lagstiftning och som utlösare på till exempel lån. Att få sitt kreditbetyg sänkt kan därmed leda till en rad negativa effekter såsom att andelen potentiella investerare minskar eller att räntekostnaderna går upp. En kreditbetygsförändring kan därför indirekt påverka företags tillgång till likvida medel och deras möjligheter att betala utdelning.

Sambandet mellan förändringar i antingen kreditbetyg eller i utdelning i relation till aktievärdet är välundersökta områden. Negativa nyheter om kreditbetyg eller utdelning är förknippat med negativa abnormala avkastningar och effekten är större än vid det omvända förhållandet. Vad som inte varit lika populärt att undersöka är sambandet mellan kreditbetyg och utdelning, det vill säga om en förändring i kreditbetyg påverkar framtida utdelningar.

Om det finns ett samband mellan en förändring i kreditbetyg och nästa års utdelning, hade man då kunnat förutse Orange A/S och Telenor ASAs agerande 2014?

1.3 Problemformulering

Vilka variabler påverkar företags framtida utdelning?

1.4 Syfte

Det övergripande syftet med uppsatsen är att undersöka vad som förklarar förändringen i företags framtida utdelning. Mer specifikt ämnas undersöka om en förändring i kreditbetyg påverkar ett företags nästkommande års utdelning, samt om tidigare observerade samband och teorier håller på den europeiska marknaden.

1.5 Avgränsningar

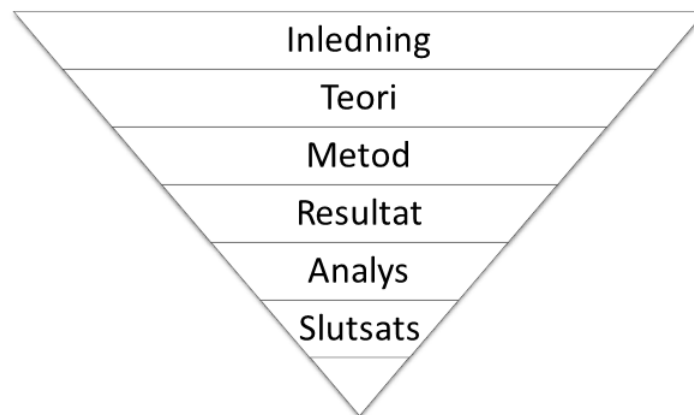
Denna uppsats fokuserar enbart på företags regelbundna kontanta utdelningar. Detta innebär att det inte tas någon hänsyn till extra-, bonus- och aktieutdelningar. Uppsatsen tar inte heller hänsyn till att resultatet kan se annorlunda ut om man inkluderar hur börsvärdet påverkats. Metodologiska avgränsningar framgår i metodkapitlet.

1.6 Målgrupp

Denna studie har skrivits för ekonomistudenter, doktorander och professorer samt yrkesverksamma personer inom finanssektorn som är intresserade av hur kreditbetyg påverkar företags kontanta utdelning.

1.7 Disposition

Figur 1. Uppsatsens disposition.



Uppsatsen fortsätter med ett teorikapitel där det redogörs för vad utdelning och kreditbetyg är. Detta följs av de teorier och tidigare forskning uppsatsen har som grund. I metodkapitlet presenteras urvalskriterierna och både den beroende och de oberoende variablerna definieras. De statistiska testerna presenteras och uppsatsens reliabilitet och validitet diskuteras. Resultatkapitlet inleds med beskrivande statistik över datamaterialet vilket följs av uppsatsens tester, vars resultat diskuteras i analyskapitlet. I uppsatsens sista kapitel dras slutsatser återkopplade till studiens syfte och frågeställning. Ett vidare resonemang förs om vilka effekter studiens resultat kan få och förslag på vidare forskning presenteras.

2. Teori

Teorikapitlet börjar med en fördjupning i utdelning och kreditbetyg, vilket följs av de teorier och tidigare forskning denna uppsats grundar sig i. De variabler som kommer testas presenteras och kapitlet avslutas med en tabell över förväntade samband.

2.1 Praktisk referensram

2.1.1 Utdelning

Utdelning är en del av ett företags tillgångar som delas ut till dess ägare, det vill säga en del av företagets avkastning. Utdelning benämns ibland "direktavkastning" och är då utdelningen i relation till börsvärdet. Om företaget ska betala utdelning och i sådana fall hur mycket bestäms av företagets styrelse. Utdelning kan ske på flera olika sätt; det vanligaste är att ett företag betalar en kontant utdelning, men också återköp, inlösen eller utdelning av andra tillgångar är förekommande (Andrén m.fl., 2010).

Vem har rätt till utdelning?

För att få ta del av ett företags utdelning måste man vara registrerad som aktieägare på avstämningsdagen, vilket i Sverige generellt infaller andra bankdagen efterföljande bolagsstämman (Avanza, 2016). Datum för avstämningsdagen framgår annars i regel av pressmeddelande från företaget (Avanza, 2016).

Det finns inget krav på hur länge man måste varit aktieägare för att få ta del av ett företags utdelning. Men har man inte köpt aktien senast på sink-dagen, det vill säga sista dagen aktien handlas med rätt till utdelning, hinner man inte registreras som aktieägare till avstämningsdagen.

Beskattning av utdelning

Utdelning och kapitalvinster beskattas i många länder olika vilket gör att utdelning blir mer eller mindre efterfrågat (Carroll m.fl., 2012). När man 2003 sänkte skatten på utdelning och kapitalvinster i USA till 15 procent från tidigare 38,6 respektive 20 procent så ökade utdelningsnivån till en ny rekordnivå året därpå. Ökningen i utdelning efterföljande skattesänkningen visar att utdelningspolicy är viktigt för investerare och att den reagerar på makroeko-

nomiska förhållanden (Shefrin, 2007). Nedan följer skattesatser gällande utdelning och kapitalvinster för ett urval av länder.

Tabell 1. Skattesatser på utdelning och kapitalvinster 2012 (Carroll m.fl., 2012).

	Högsta personliga skatt på utdelning 2012 (%)	Högsta personliga skatt på kapitalvinster 2012 (%)	Lägst skatt
USA	19	19,1	Utdelning
Länder i STOXX 600			
Belgien	25	0	Kapitalvinster
Danmark	42	42	
Finland	22,4	32	Utdelning
Frankrike	41,1	32,5	Kapitalvinster
Grekland	25	0	Kapitalvinster
Irland	41	30	Kapitalvinster
Italien	20	20	
Luxemburg	19,5	0	Kapitalvinster
Nederländerna	25	0	Kapitalvinster
Norge	28	28	
Portugal	25	25	
Schweiz	20	0	Kapitalvinster
Spanien	27	27	
Storbritannien	36,1	28	Kapitalvinster
Sverige	30	30	
Tjeckien	15	0	Kapitalvinster
Tyskland	26,4	25	Kapitalvinster
Österrike	25	25	

Utdelningspolicy

I Sverige är det vanligast att ett företag betalar utdelning en gång om året (Avanza, 2016) men det förekommer att företag betalar utdelning flera gånger per år. Till exempel är det i USA vanligast med utdelning kvartalsvis (Ogden m.fl., 2003).

Företag har historiskt sett försökt hålla en regelbunden och jämn utdelning satt efter en specifik målsättning (Andrén m.fl., 2010). Historiskt är det också vanligare att ett företag börjar betala eller ökar sin utdelning, än att de minskar den. År 1999 började eller ökade 1703 amerikanska företag sin utdelning medan bara 135 minskade eller drog tillbaka sin utdelning (Shefrin, 2007). Företags ovilja att ändra sina utdelningar kallas inom litteraturen *stickiness of dividend* och har stort stöd inom tidigare forskning med sin grund i signalteori.

Lintner (1956) och Myers (1984) menar att företag är rädda för att öka sin utdelning eftersom de kan tvingas att sänka den igen. En sänkning bestraffas oftast hårdare av marknaden än en ökning. Pettit (1972) säger att företag därför tenderar att vara försiktiga att lämna besked om potentiella höjningar eller sänkningar på grund av de starka signaler som sänds till marknaden.

Brav m.fl. (2005) beskriver att företag kan gå mycket långt för att försöka undvika att sänka sin utdelning. Fama och French (2002) kommer i sin undersökning fram till att företag hellre håller fast vid sin utdelning än anpassar denna efter investeringsbehov. Naveen m.fl. (2007) säger att företag hellre drar ned på investeringar än att behöva reducera utdelningen och enligt Donaldson (1961) kommer företaget hålla fast vid sina utdelningsnivåer så länge man kan även under finansiellt hårda tider. Men enligt Shefrin (2007) finns det trender som tyder på att företag blivit mindre motvilliga att sänka sina utdelningar.

Fama och French (2001) nämner tre anledningar till att utdelningen ser ut att bli mindre viktig. Dessa är att transaktionskostnader att sälja aktier för att imitera utdelning sjunkit, att ledningen idag håller mer aktieoptioner vilka inte skyddas av utdelningens prissänkande effekt och för att andra metoder att övervaka företag blivit tillgängliga.

Utdelning behöver inte komma regelbundet och ifall företag vill kan de ge ut så kallade bonus- eller extrautdelningar som är skilda från vanliga utdelningen (Andrén m.fl., 2010; Ogden m.fl., 2003).

Om företag ska betala stora, små eller inga utdelningar alls råder det fortfarande delade meningar om trots många års debatt och forskning (Ogden m.fl., 2003). De som förespråkar låg utdelning använder argument som att utdelningen dubbelbeskattas, att det finns höga transaktionskostnader både för att betala utdelning och för att återinvestera dem, samt att pengarna behövs inom företaget till nya investeringar (Andrén m.fl., 2010).

De som istället förespråkar hög utdelning menar att en hög utdelning signalerar en god framtidstro (Shefrin, 2007) då företag normalt sett försöker hålla fast vid sin utdelningsnivå (Andrén m.fl., 2010). De menar också att man minskar agentkostnader, att framtiden är osäker och pengar i handen minskar denna osäkerhet. Det finns dessutom aktieägare som har

behov av höga fasta utdelningar som inte får pengar någon annanstans ifrån och inte vill sälja av sitt aktieinnehav (Andrén m.fl., 2010).

Utdelningsklientel

Företags utdelningspolicy lockar till sig olika typer av investerare vilket leder till den så kallade klienteleffekten (Andrén m.fl., 2010). Företag har av tradition valt en viss utdelningspolicy och om denna innebär höga eller låga utdelningar påverkar vilka investerare som är intresserade. Investerare som är skattegynnade vid utdelning, till exempel investmentbolag och stiftelser, föredrar därför företag med hög utdelning (Andrén m.fl., 2010). Men också unga och pensionärer har en preferens för utdelning (Shefrin, 2007) medan investerare med hög skatt, som investerar på lång sikt är mer intresserade av företag med låg utdelning (Ogden m.fl., 2003). Det har visat sig att företag som betalar utdelning sålts för en premium relativt aktier utan utdelning när man jämfört bokfört värde med marknadsvärde. Skillnaden har dessutom varit större vid lågkonjunktur än vid hög, vilket tyder på att utdelning är något som uppskattas av investerare (Shefrin, 2007).

2.1.2 Kreditbetyg

Ett kreditbetyg är en bedömning som skall minska informationsasymmetrin mellan företagets ledning och dess investerare, och därmed hjälpa investerare och långgivare att bedöma emittentens kreditvärdighet. De företag som utfärdar dessa kreditbetyg kallas för kreditbetygsinstitutioner. Tillsammans står de tre stora kreditbetygsinstitutionerna Standard and Poor, Moody's och Fitch för cirka 90 procent av kreditbetygsmarknaden (ESMA, 2014). Standard and Poor förklarar vad ett kreditbetyg är på följande sätt:

“Credit ratings are opinions about credit risk. Standard & Poor’s ratings express the agency’s opinion about the ability and willingness of an issuer, such as a corporation or state or city government, to meet its financial obligations in full and on time” (S&P, 2016).

Ett kreditbetyg behöver inte vara utfärdat till ett företag, stat eller kommun utan kan likväl utfärdas på enskilda lån eller finansiella instrument (S & P, 2016). Ett kreditbetyg utfärdas ofta när det finansiella instrumentet ställs ut och kreditbetygsinstitutionen fortsätter sedan att undersöka och uppdatera sin bedömning under instrumentets livslängd (Caprio, 2012).

En förändring i ett kreditbetyg har visat sig ha en konkret påverkan på företags lånekostnader och möjligheter att resa nytt kapital (Purda, 2011, Tang, 2009) där nedgraderade företag får högre lånekostnader och svårare att resa nytt kapital, med det omvända förhållandet vid en uppgradering.

Vem betalar för kreditbetyget?

Samtliga kreditbetygsinstitutioner är idag privatägda med vinstdrivande syfte och kan använda sig av två olika affärsmodeller (Caprio, 2012). Det är idag upp till kreditinstitutet själva att välja affärsmodell, även om det efter finanskrisen 2007-2009 höjts röster om att reglera detta (Caprio, 2012). Den vanligaste modellen är *issuer-pay* där ett företag närmar sig ett kreditbetygsinstitut och själv betalar för tjänsten (Foley, 2013). Den andra modellen kallas *investor-pay* eller *subscription-pay*-modell där utomstående aktörer, ofta investerare eller större institutioner, betalar för kreditbetyget.

Kreditbetygsskalor

När de tre stora kreditbetygsinstitutionerna bedömer företag använder de betygsskalor som påminner mycket om varandra, med mindre skillnader i vad de olika betygen har för namn. Denna uppsats kommer fokusera på kreditbetyg utfärdade till företag på lång sikt men det kan vara bra att vara underförstådd med att betygsskalorna kan se olika ut på grund av olika faktorer. Olika betygsskalor används ibland beroende på om kreditbetyget ska återspegla kreditvärdigheten på lång eller kort sikt, eller om det är en viss typ av finansiella instrument som betygsätts (Moody's, 2016a). Tabellen nedan visar de olika betygen från de tre stora kreditbetygsinstitutionerna som ges till företag på lång sikt. Ytterligare specificering av kreditbetyget kan ske genom att ett "+/-" för Standard and Poor och Fitch eller "1,2,3" för Moody's utfärdas tillsammans med kreditbetyget för att visa ifall företaget ligger i det högre eller lägre spektrumet inom sin ranking.

Tabell 2. Kreditbetygsskalor från respektive instituts hemsida.

Moody's	S&P	Fitch
Aaa	AAA	AAA
Aa	AA	AA
A	A	A
Baa	BBB	BBB
Ba	BB	BB
B	B	B
Caa	CCC	CCC
Ca	CC	CC
C	C	C
-	D	D

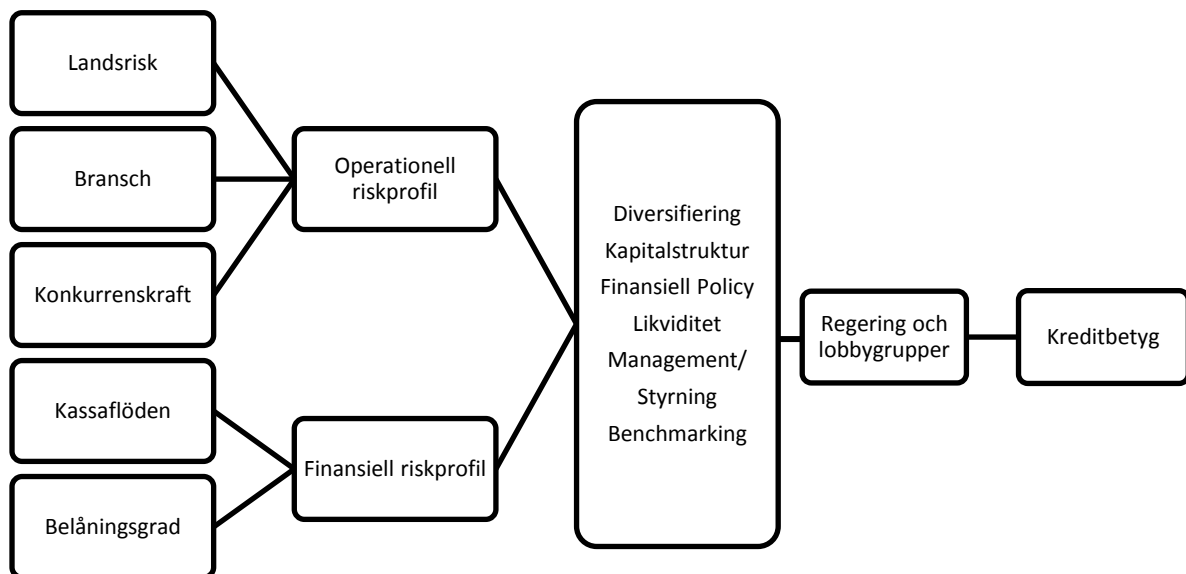
Faktorer vid kreditbetygssättning

När Standard and Poor ska bestämma vilket kreditbetyg de skall ge till ett företag tar de ett flertal faktorer i beaktande. Information om dessa faktorer hämtas direkt från företaget men också från andra tillgängliga källor. Vanliga källor är publicerade rapporter samt intervjuer och diskussioner med företagets ledning (S & P, 2015; S & P, 2016).

Den information man samlar in för att bestämma hur företagets riskprofil ser ut idag delas in i två stycken kategorier: operationell riskprofil och finansiell riskprofil (S & P, 2015a). Operationell riskprofil delas i sin tur in i de tre kategorierna land, bransch och konkurrenskraft. Dessa tre kategorier innefattar bland annat faktorer som landets ekonomiska styrka, branschens tillväxt, marknadsstruktur och lönsamhet. Den finansiella riskprofilen tittar mer på företagets förmåga att fullfölja sina antaganden, vilket baseras på till exempel företagets kassaflöden och belåningsgrad (S & P, 2015a).

När de operationella och finansiella riskprofilerna bestämts och vägts samman får man en grund som man på Standard and Poor kallar *anchor*. Detta modifierar man sedan med analyser för att ge en representerande bild av företagets kreditvärdighet på lång sikt. Dessa analyser använder sex stycken parametrar vilket leder till att man får vad Standard and Poor benämner *stand-alone credit profile*. Slutligen väger man in regering och lobbygruppers inflytande för att komma fram till företagets kreditbetyg (S & P, 2015a).

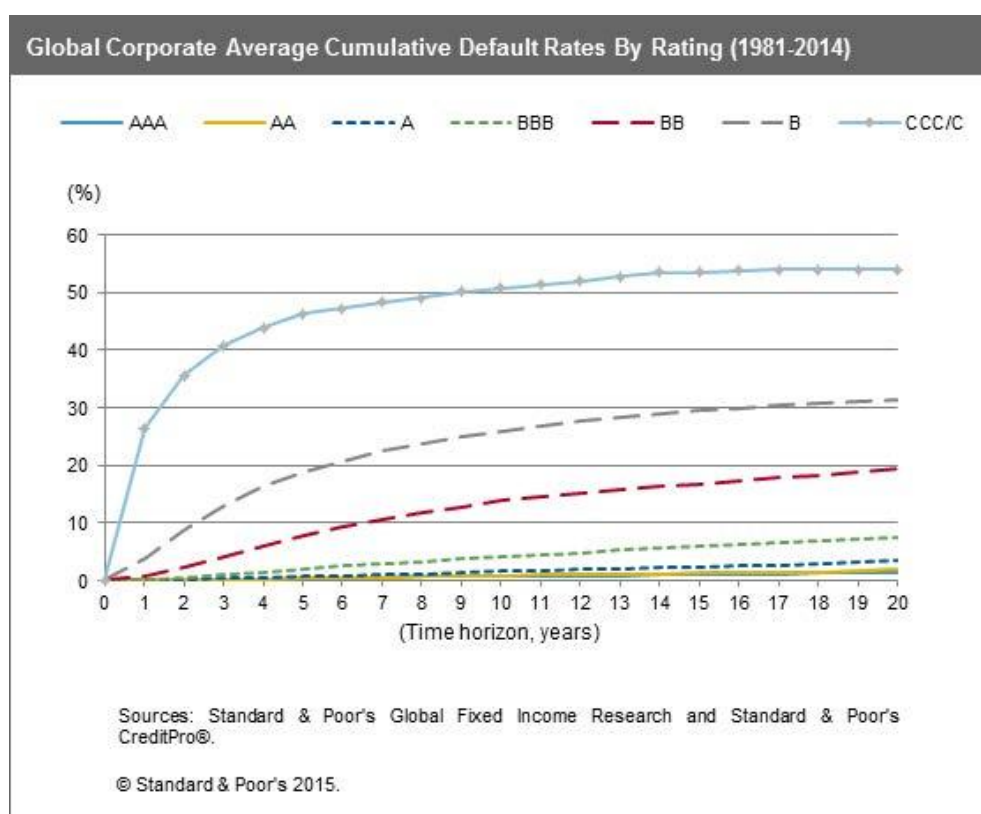
Figur 2. Hur Standard and Poor bestämmer ett företags kreditbetyg. Inspiration hämtad från S & P (2015a).



Kopplingen mellan kreditbetyg och risken för konkurs.

Något som kreditbetygsinstituten har varit duktiga på är att identifiera de företag som historiskt sett haft större risk att gå i konkurs, denna risk har ökat med ett sämre kreditbetyg. Årligen presenteras statistik med kopplingen mellan kreditbetyg och risken för att företaget går i konkurs inom X antal år och denna koppling är tydlig i bilden nedan från Standard and Poor.

Figur 3. *Risken för konkurs i förhållande till kreditbetyg (S&P, 2016).*



Kreditbetygsinstituts inflytande och investeringsgrad eller icke-investeringsgrad

I kreditbetygskalan finns det en viktig separation mellan de företag som räknas till investeringsgrad och de företag som räknas som icke-investeringsgrad. Den senare av kategorierna har av marknaden sedermera fått öknamnet *junk* (Caprio, 2012). Denna separation är inte någon ny indelning utan härstammar redan från 1930-talet i USA där man förbjöd banker och senare försäkringsbolag att investera i företaget som inte erhöll ett kreditbetyg av investeringsgrad, utfärdat av ett erkänt kreditbetygsinstitut (Caprio, 2012). Dessa investeringsbegränsningar har sedan införts i fler länder och dessutom byggts på att gälla fler typer av investerare, som till exempel pensionsfonder.

Kreditbetygsinstitutionernas position stärktes ytterligare 2004 med Basel II och 2010 med Basel III, som reglerar internationell standard för hur mycket kapital banker måste hålla. Detta eftersom regelverken bygger på att det finns "externa" bedömningar, det vill säga kreditbetyg av erkända kreditbetygsinstitut (Caprio, 2012). Kraven på hur mycket information man måste dela med sig av är också i många fall mindre krävande för företag och instrument med ett kreditbetyg som räknas till investeringsgrad (Caprio, 2012).

Kreditbetygets påverkan på aktiepriset

Ett populärt område inom forskningen är att undersöka om en kreditbetygsförändring tillför ny information till marknaden. Forskningen tycks vara överens om att en nedgradering leder till negativa abnormala avkastningar men att en uppgradering inte påverkar, eller har svagt positiv påverkan (Katz, 1974; Grier och Katz, 1976; Ingram m.fl., 1983; Hand m.fl., 1992; Goh och Ederington, 1993; Hite och Warga, 1997). Denna effekt verkar dessutom starkare när kreditbetygen närmar sig icke-investeringsgrad (Hand m.fl., 1992; Hite och Warga, 1997).

Att kreditbetygsförändringar sänder så starka signaler har därför gjort att företag gör vad de kan för att undvika att bli nedgraderade, precis som att företag försöker undvika att behöva reducera sin utdelning. Kisgen (2006) finner att företag följande en kreditbetygsuppgradering håller mer restriktivt i sina pengar för att behålla det nya kreditbetyget. Khieu och Pyles (2012) finner ingen ökning bland de företag som blivit uppgraderade men finner att företag som blivit nedgraderade ökar sin buffert och att denna tendens är större för företag som blivit nedgraderade till icke-investeringsgrad.

Kritik mot kreditbetyg och kreditbetygsinstituten

Trots att kreditbetyg enbart erbjuder kreditinstitutets egna subjektiva uppfattning om kreditvärdigheten till investerare så har kreditinstituten ett enormt inflytande på finansmarknaden. De har makten att destabilisera även de största multinationella företag eller hela länders förutsättningar vilket har gjort att de är ett stort diskussionsämne finansiellt, politiskt och reguljärt (Caprio, 2012).

Oligopolställning på kreditbetygsmarknaden

Sedan 1909 och det första kreditbetygsinstitutets instiftan har det aldrig funnits mer än fyra stycken med en större marknadsandel och mellan 2009-2010 meddelande SEC att kreditbetygsmarknaden hade ett Herfindahl-Hirschman Index på 3495. Ett index på 3495 betyder att det finns cirka 2,86 lika stora företag på marknaden. Det råder inga tvivel om att det råder oligopolställning på kreditbetygsmarknaden (Caprio, 2012). Inträdesbarriären på marknaden är också hög då nya företag befinner sig i ett moment 22 där de behöver tillräckligt många kreditbetyg för att skapa sig ett rykte men behöver ett rykte för att få kunder. Försök av framförallt den amerikanska staten och EU har gjorts att försöka bryta upp de tre stora kreditbetygsinstituten dominans men än så länge har dessa inte lyckats (Caprio, 2012).

Intressekonflikter och skandaler

Skandaler som Enron, Worldcom och kollapsen av *subprime*-lånen under finanskrisen har alla eldat på debatten om de intressekonflikter kreditbetyginstituten står inför. *Issuer-pay*-modellen har sin styrka i det nära samarbete mellan kreditbetygsinstitutet och emittenten som bör leda till ett mer rättvisande kreditbetyg. Men nackdelen ligger i att kreditbetygsinstitutet är vinstdrivande privata företag som har egna intressen att fortsätta göra affärer med emittenten. Detta menar kritiker leder till en inflation i kreditbetyg (Caprio, 2012).

Moody's intäkter tredubblades mellan 2002 och 2006, mycket tack vare det ökade utbudet av instrument på marknaden. Men finanskrisen och de många nedgraderingar som följde stärkte de misstankar som funnits, att kreditbetyginstituten är för snälla i sina betyg-sättningar (Bolton m.fl.,2012). Griffin och Tang (2012) menar också att kreditbetyginstituten använder modeller som lämnar mycket utrymme över till att anpassa kreditbetyget innan man lämnar det slutliga kreditbetyg.

Ett annat problem med kreditbetygen är att det inte finns något som hindrar företag från att gå till ett annat kreditbetyginstitut om de inte är nöjda med det betyg de fått. Denna *shopping for ratings* menar Bolton m.fl. (2012) späder på inflationen ytterligare.

Investor-pay-modellen är inte utan kritik heller och det finns de som anser att samma intressekonflikt existerar mellan investerare och kreditbetyginstituten (Caprio, 2012). Även *free-rider*-problem och att det inte är ekonomisk hållbart för investerare att betala för kreditbetyg mer än i enstaka fall (Bongaerts, 2014) gör att diskussioner om att reglera *issuer-pay* modellen ännu inte lett till några regleringar (Caprio, 2012).

2.2 Teoretisk referensram

2.2.1 Irrelevantsteorin

Enligt Modigliani och Miller (1958, 1961) bestäms ett företags värde av dess förmåga att generera pengar samt risken för dess underliggande tillgångar. I artikeln från 1958 förs två teoretiska resonemang där det första behandlar hur ett företag väljer att finansiera sina investeringar. Syftet med detta är att visa att ett företags kapitalstruktur samt hur de väljer att finansiera sina utdelningar inte spelar någon roll för ett företags bolagsvärde, förutsatt att det inte råder några marknadsimperfectioner.

Modigliani och Millers andra teoretiska resonemang bygger vidare på det första och förklarar varför en ökad skuldsättningsgrad inte medför ändrade avkastningskrav. Modigliani och Miller visar här att ett företags lägre avkastningskrav på lån kontrasteras med ett ökat avkastningskrav på eget kapital, eftersom aktieägarnas risk ökar med högre skuldsättningsgrad.

Enligt Modigliani och Miller (1961) är det irrelevant om ett företag betalar utdelning eller inte eftersom investerare alltid kan skapa egen utdelning genom att sälja av en del av sin aktieportfölj. Detta resonemang gäller dock bara när det inte råder några marknadsimperfektioner. Därav kan slutsatserna bli annorlunda när man tar hänsyn till exempelvis skattesatser.

2.2.2 Informationsasymmetri och signalteorin

Den första teoretiska analysen (Ogden, 2003) och kanske den lättaste och mest använda beskrivningen av informationsasymmetri är den som ges av nobelpristagaren George Akerlof. Akerlof (1970) förklarar med hjälp av bilar och så kallade måndagsexemplar hur informationsasymmetri kan leda till att marknader upphör. Akerlof beskriver en värld där det finns både nya och begagnade bilar. Båda kategorier kan vara av bra eller dålig kvalitet. Säljaren vet mer om bilen än köparen och vet om ifall bilen är av bra eller dålig kvalitet. Men köparen kan inte se någon skillnad mellan en bra och en dålig bil och därför kommer bra och dåliga bilar säljas för samma pris vilket inom litteraturen kallas *adverse selection* (Ogden, 2003). Säljaren kommer därför framställa sin bil att vara av bra kvalitet även om så inte är fallet. Detta incitament för säljaren att utnyttja sitt informationsöverläge kallas inom litteraturen *moral hazard* (Ogden, 2003).

Köparen känner till risken att hon köper ett måndagsexemplar och säljarens incitament att få bilen att framstå av god kvalitet. Hon erbjuder därför ett pris som tar risken att bilen är ett måndagsexemplar i beräkning. Detta gör att bra bilar drivs ut från marknaden och till slut säljs enbart måndagsexemplar för ett pris som matchar måndagsexemplar.

Akerlof ger flera exempel på metoder för att minska informationsasymmetrin, till exempel att säljaren ställer ut garantier för produkten/tjänsten och på så sätt tar på sig risk som annars hamnat på köparen. Andra exempel är varumärken som kan signalera vad köparen kan vänta sig kvalitetsmässigt och att man licensierar sig för att signalera att man uppfyller ett visst kvalitetskrav, till exempel att man är doktor eller har fått Nobelpriset.

Enligt Shefrin (2007) måste en signal vara kostsam att replikera och uppfattas som trovärdig av marknaden för att vara en effektiv signal. Olika modeller som utvecklats genom åren har använt olika orsaker till varför just utdelning är en trovärdig och kostsam signal (Ogden, 2003). Bhattacharya (1979) säger att utdelning är en bra signal då företaget måste bära kostnaden från den ökade risken att behöva ge ut nya aktier i framtiden. Miller och Rock (1985) utgår ifrån att företaget ger upp lukrativa investeringsmöjligheter, samt John och Williams (1985) och Bernheim (1991) utgår ifrån att utdelning beskattas högre än kapitalvinster.

Enligt en enkätstudie gjord av Lintner (1956) är det mindre än 10 procent av tillfrågade ekonomichefer som säger att de använder utdelning för att visa att företaget kan klara av kostnaderna både av extern finansiering och/eller uppskjutna investeringar för att signalera att de är bättre än konkurrenter. Även om ekonomichefer inte känns vid att de betalar utdelning för att signalera att de är ett bra företag, har en mer nylig studie av Brav m.fl. (2005) funnit att över 75 procent av de tillfrågade säger att utdelning signalerar information till investerare. 80 procent nämner att en reducering av utdelningen får negativa konsekvenser och att över 60 procent av de tillfrågade ekonomicheferna hellre tar upp externt kapital för att finansiera nya investeringar än reducerar utdelningen. *Stickiness of dividend* är därmed inte bara ett fenomen man observerat utan även något företagsledningar verkar ta hänsyn till i bestämmandet av utdelningspolicy.

Miller och Rock (1985) argumenterar vidare kring vad utdelning kan ge för effekter på företaget när man utgår ifrån att ledningen besitter mer kunskaper än företagets investerare. Miller och Rock menar att detta kan leda till att företaget håller utdelningen högre och investeringsnivåer lägre än vad som är optimalt för att leva upp till investerarens nya förväntningar.

2.2.3 Pecking order-hypotesen

Stewart Myers (1984) beskriver tre beteende inom företagsfinansiering som tillsammans kallas för *Pecking Order*-hypotesen och som företagsledningar tycks följa:

1. Företag föredrar internt genererade medel.
2. Företag vill hålla stabila utdelningar och utdelningsnivån ändras sällan även om intäkter, aktiepris och investeringsmöjligheter varierar över tiden.

3. Om företaget tvingades till extern finansiering tar man upp de säkraste formerna under omständigheterna först. Från minst till mest riskfyllda finansiering: vanliga lån, konvertibler, preferensaktier och slutligen nytt eget kapital.

Vad Myers (1984) framförde var inte helt nytt och Myers citerar Donaldson (1961) som upptäckt att företag föredrog internt genererade medel framför externt genererade och höll fast vid sina utdelningsnivåer så länge man kunde även under finansiellt hårda tider.

I den efterföljande artikeln Myers och Majluf (1984) bygger man vidare på Myers (1984) och förklarar företags agerande med hjälp av att det finns informationsasymmetri mellan företagsledningen och potentiella investerare. Ledningen antas jobba i de nuvarande aktieägarnas intresse och är mer informerade om företagets verkliga värde än investerarna. Ledningen kan då avstå från en potentiell investering som kräver externt kapital även om investeringen har ett positivt nuvärde. Detta eftersom företagsledningen kan uppfatta den externa finansieringen som dyrare än den borde vara eftersom man ger upp en del av investeringens nuvärde till nya investerare på bekostnad av de nuvarande aktieägarna.

Myers och Majluf (1984) rekommenderar att företag ska bygga upp finansiella reserver eller utrymme genom att dra ned på utdelning och företag ska inte betala utdelning om företaget behöver ta upp externt kapital för att göra så.

2.2.4 *Free cash flow*-hypotesen

Michael Jensen (1986) diskuterar hur det ligger i aktieägares intresse att ett företag betalar utdelning. Jensen beskriver hur ett företags utdelning kan fungera som en disciplinär åtgärd för att undvika att företagets ledning genomför handlingar som genererar negativ avkastning för aktieägarna. Detta grundas i att fria kassaflöden ger ledningen möjligheter att genomföra investeringar som inte genererar ett positivt nuvärde för aktieägarna, eller att ledningen ger sig privata fördelar på ägarnas bekostnad. Jensen (1986:323) definierar fria kassaflöden enligt följande: *“Free cash flow is cash flow in excess of that required to fund all projects that have positive net present values when discounted at the relevant cost of capital”*. Ju större dessa fria kassaflöden är, desto större blir risken att ledningen utnyttjar detta.

Ledningens agerande bygger på agentteorin vilken menar att ledningen och aktieägarnas syn på vad som maximerar respektives nytta kan skilja sig åt. Till exempel nämner Jensen att

ledningens kompensation korrelerar med företagets försäljning och att detta ger ledningen incitament att genomföra tillväxt även om denna är suboptimal. När de fria kassaflödena inte räcker till ska företaget istället prioritera investeringar och dra ned på utdelning eftersom den disciplinära funktion utdelning har inte är lika nödvändig när de fria kassaflödena är låga.

Stultz (1990) bygger vidare på Jensens idéer och diskuterar kring att företagsledningar kommer att investera även om investeringsmöjligheterna har ett negativt nuvärde då deras makt ökar. När fria kassaflöden är höga kommer ledningen föredra att öka investeringarna istället för att betala ut mer till aktieägarna. Omvänt kommer ledningen när de fria kassaflödena är låga hellre att dra ned på utdelning än investeringar då ledningen alltid tjänar på att investera.

2.3 Tidigare forskning

2.3.1 Khieu och Pyles (2015)

Hinh Khieu och Mark Pyles (2015) undersöker i ett *working paper* hur amerikanska företags utdelningar och investeringar påverkas av en förändring i kreditbetyg utfärdat av Standard and Poor mellan åren 1985 och 2012, jämfört ett matchningsföretag som inte fick sitt kreditbetyg förändrat. Deras data innehåller 23 828 observationsår där 10,5 procent är uppgraderingar och 12,6 procent nedgraderingar. Man kommer fram till att företag som får en uppgradering ökar sina investeringar men inte sina utdelningar, medan företag som får sitt kreditbetyg nedgraderat minskar både sin utdelning och investeringsnivå.

Man diskuterar kring huruvida detta är ett tecken på att nedgraderade företag försöker bygga upp en buffert för att undvika ytterligare eller i framtiden ökande kostnader. Khieu och Pyles resultat säger emot signalteorin och *stickiness of dividend* eftersom resultatet säger att utdelning bara är fast i goda tider och inte dåliga.

2.3.2 DeAngelo och DeAngelo (1990)

DeAngelo och DeAngelo (1990) undersöker hur företags utdelningspolicy ändras när de långvarigt genomgått finansiellt hårda tider. Deras undersökning innefattar 80 tidigare lönsamma företag som mellan 1980-1985 gått med förlust minst tre av åren.

I kontrast till tidigare forskning och teorier reducerar det typiska företaget sin utdelning snabbt och mycket. Reduceringen kommer redan innan man rapporterat den första årliga förlusten, och direkt efter att man visat förlust i en eller två kvartalsrapporter.

Man finner att företag inte är lika motvilliga att reducera sin utdelning som de är mot att dra in utdelningen och därför hellre reducerar utdelningen tidigt än riskerar att behöva ställa in denna helt i ett senare skede. Framförallt företag med en tidigare lång historia med utdelning är särskilt motvilliga att ställa in sin utdelning. Man diskuterar kring huruvida detta kan vara för att ledningen inte vill framstå som den första ledning på många år som inte tjänat tillräckligt med pengar för att kunna betala utdelning.

Författarna sammanställer varför företagets ledning valt att reducera eller dra in utdelningen enligt vad Wall Street Journal rapporterat. Den vanligaste anledningen företaget nämner som orsak är för lite intäkter eller minskande intäkter. Man skyller ofta på faktorer utanför ledningens kontroll som svaga marknader, vilket kan förklaras av författarnas val av tidsperiod då det var rådande lågkonjunktur. Som förklaring till varför man reducerar utdelning nämns att man måste spara för att kunna investera eller betala ned skulder.

En granskning av resultatet visar att över hälften av företagen som reducerade sin utdelning var nära att överstiga de avtalsenliga gränsvärdena på lån de ingått vilket tyder på att gränser i avtal kan vara användbart för att minska agentkonflikter även bland de största publika företagen. Men att ett företag är nära att överstiga en gräns kan inte räknas som den enda anledningen, eftersom många företag som reducerade sin utdelning gjorde så även när de hade gått om låneutrymme.

2.3.3 Briere och Bacon (2011)

Briere och Bacons artikel från 2011 presenterar fyra teorier (*signalteori*, *trading range theory*, *liquidity theory* och *cash substitute theory*) som de menar experter framhåller som viktiga för att förklara utdelningspolicy med starkast stöd för signalteorin. Briere och Bacon valde ut sju variabler som de sedan försöker använda för att förklara vilka företag som betalar kontanta utdelningar. Man studerar 1392 företag och de utvalda variablerna förklarar 16,74 procent av variationen i utdelning. Sex av sju variabler var signifikanta på 1 procentsnivån och fem av variablerna uppförde sig som förväntat. Författarnas slutsats är att alla fyra teorier har en viss förklarandegrad till företags utdelningspolicy.

2.3.4 Agha och Faff (2014)

Agha och Faffs artikel från 2014 studerar effekten av finansiell flexibilitet och hur en förändring i kreditbetyg påverkar ett företags investeringar och finansieringsbeslut. Detta har man jämfört med företag som inte upplevt någon förändring i kreditbetyg. Studien är genomförd på index S & P 1500 under perioden 1985-2009 och tittar på kreditbetyg utfärdade av Standard and Poor. Totalt innehåller undersökningen 12705 observationsår fördelat på 971 företag.

Finansiellt flexibla företag som får sitt kreditbetyg uppgraderat ökar sina investeringar, medan ett nedgraderat finansiellt flexibelt företag inte upplever någon signifikant förändring i sina investeringar. Ett företag som är finansiellt inflexibelt som får sitt kreditbetyg uppgraderat får inte någon signifikant förändring medan en nedgradering leder till reducerade investeringar.

2.3.5 Förklarande variabler

Baserat på tidigare studier förväntas ett antal variabler påverka företagets nästkommande utdelning. Dessa variabler presenteras nedan.

Kreditbetyg

Enligt signalteorin är det möjligt att ett företag som får sitt kreditbetyg nedgraderat väljer att behålla sin utdelningsnivå, eller till och med att öka denna, för att sända signaler om företagets framtidstro till investerare. Det är också intuitivt enligt signalteorin och *stickiness of dividend* att ett företag är motvilligt att sänka sin utdelning trots ett nedgraderat kreditbetyg. För ett företag som blir uppgraderat är det också enligt *stickiness of dividend* troligt att företaget vill undvika att öka sin utdelning.

Pecking order-teorin antyder att ett företag som blivit nedgraderat troligtvis kommer att sänka sin utdelning. En sänkning i kreditbetyg bör innebära ett sämre finansiellt läge än förut och då ett lägre kreditbetyg leder till dyrare externt kapital (Purda, 2011, Tang, 2009) borde utdelning bli mindre attraktivt.

Michael Jensen (1986) och *Free cash flow*-hypotesen menar att företag ska betala utdelning om det finns fria kassaflöden. Ett företag som får sitt kreditbetyg uppgraderat bör därför öka utdelningen medan omvända förhållandet bör gälla för ett företag som blir nedgraderat.

Detta gäller om kreditbetyg fångar företagets fria kassaflöden vilket Standard and Poor (2016) hävdar är en av de faktorer de tar hänsyn till när de bestämmer ett företags kreditbetyg.

Khieu och Pyles (2015) kommer fram till att företag i dåliga tider (nedgraderat kreditbetyg) sänker sin utdelning men i goda tider (uppgraderat kreditbetyg) håller kvar utdelningen på tidigare nivå. DeAngelo och DeAngelo (1990) kommer även de fram till att företag i dåliga tider sänker sin utdelning.

Investeringar

Enligt Modigliani och Miller (1958, 1961) så spelar det ingen roll om ett företag väljer att dela ut likvida medel eller att investera dessa så länge det inte råder några marknadsimperfektioner. Miller och Rock (1985) menar att utdelningens signaleffekt kan leda till att investeringar hålls på en suboptimal nivå för att kunna leva upp till investerarens förväntningar. Michael Jensen (1986) med sin *free cash flow*-hypotes argumenterar också för att utdelning och investeringar slåss om samma medel.

Från Fama och French (2002), Brav m.fl. (2005) och Naveen m.fl. (2007) vet vi att företag vill behålla sina utdelningar så långt det går och att en reduktion av investeringar kan vara ett sätt att lyckas med detta. Khieu och Pyles (2015) finner dock inget negativt samband mellan utdelning och investeringar efter en förändring i kreditbetyg. Av detta drar de slutsatsen att utdelning och investeringar inte nödvändigtvis bör ses som substitut till varandra. Måttet på investeringar som används av Khieu och Pyles är CapEx/totala tillgångar.

Chava och Roberts (2008), Gul m.fl. (2011) samt Agha och Faff (2014) använder sig också av investeringar i sina undersökningar och använder sig av definitionen CapEx år t /*net property, plant och equipment* år $t-1$. Fama och French (2001) använder sig istället av marknadsvärdet genom bokfört värde av tillgångar.

Lönsamhet

Ett företags lönsamhet bör av logiska skäl vara knutet till dess utdelning. *Free cash flow*-hypotesen kan användas för att argumentera för att utdelning först ska betalas ut efter att lönsamma investeringar gjorts och med större (lägre) vinst blir det mer (mindre) över till

utdelning. Även enligt *pecking order*-teorin (Myers, 1984) borde utdelningen bli mindre attraktivt när lönsamheten är låg.

Signalteorin säger även den att där ska finnas en korrelation mellan utdelning och lönsamhet där företaget genom sin utdelning signalerar sin framtidstro. Enligt DeAngelo och DeAngelo (1990), som undersökt vad företagsledningarna anser ligga bakom förändringen i utdelning, anses intäkter samt förväntade intäkter och förluster vara några av de främsta faktorerna.

Tidigare forskning har använt olika mått för att mäta lönsamhet där Kisgen (2006) och Agha och Faff (2014) använder EBITDA dividerat med totala tillgångar. Fama och French (2001), Li och Zhao (2008) och Khieu och Pyles (2015) använder sig av intäkter före extraordinära poster plus räntekostnader och uppskjutna intäkter dividerat med totala tillgångar och Boman och Häggqvist (2009) använder räntabilitet på eget kapital.

Khieu och Pyles (2015) finner att uppgraderade företag har en högre lönsamhet än företag med ett oförändrat eller nedgraderat kreditbetyg. Li och Zhao (2008) finner också att företag med högre lönsamhet har större sannolikhet att öka utdelningen.

Länder

Med tidigare forskning till största del gjord på den amerikanska marknaden och denna studie gjord på den europeiska marknaden med flertalet olika länder är det inte långsökt att anta att det finns skillnader som inte uppmätts på den mer homogena amerikanska marknaden.

La Porta m.fl. (2008) menar att mycket av dagens ekonomiska och politiska skillnader går att härleda till om landet domineras av *common-* eller *civil law* som har sitt ursprung från England, Frankrike och allra ytterst romerska imperiet. England som domineras av *common law* har en mer marknadsbaserad ekonomi och påminner mer om USA medan Frankrike har större statligt inflyttande. *Common law* länder har generellt ett starkare skydd av minoritetsägare än vad *civil law* länder har (La Porta m.fl., 2000). Flera variationer och hybrider av dessa två indelningar existerar och La Porta m.fl. (2008) nämner bland annat den tyska mer bankbaserade varianten samt den skandinaviska modellen.

När La Porta m.fl. (2000) undersökte företags utdelningspolicy fann man skillnader mellan företagen när man kontrollerade för vilket land företaget härstammar ifrån. De länder som

hade ett starkt skydd för minoritetsägare betalade mer utdelning än de med ett sämre skydd för minoritetsägande. Man fann också i länder med ett starkare skydd av minoritetsägare att företag med större tillväxtpotential betalade mindre utdelning än företag med låg tillväxtpotential. Detta fann man inte i länder med sämre skydd för minoritetsägare. La Porta m.fl. (2000) hittade dock inget samband mellan olika skatteregler och företagens utdelningspolicy vilket säger emot Carroll m.fl., (2012) observation att skattesatsen påverkar utdelningen.

Belåningsgrad

Standard and Poor säger att belåningsgrad är en av de faktorer man tar hänsyn till när man ska bestämma ett företags finansiella riskprofil och enligt *pecking order*-teorin (Myers och Majluf, 1984) så blir utdelning mindre attraktivt för företag vars belåning är hög och som riskerar att behöva ta upp externt kapital.

I tidigare forskning har belåningsgrad definierats på olika sätt. Chava (2008) definierar belåningsgrad som totala skulder genom totala tillgångar och Khieu och Pyles (2015) definierar belåningsgrad som lång- plus kortfristiga skulder delat på totala tillgångar.

Storlek

Företag som betalar utdelning är generellt sett större än företag som inte betalar utdelning. Mellan 1963-1967 var företag som betalar utdelning åtta gånger större vilket växte till 13 gånger 1993-1998 (Fama och French, 2001).

Khieu och Pyles (2015) och Agha och Faff (2014) använder den naturliga logaritmen av tillgångar för att kontrollera för storlek. Khieu och Pyles (2015) förväntar sig ett positivt samband mellan utdelning och företagets storlek i enlighet med tidigare forsknings (Fama och French, 2001; Li och Zhao, 2008) resultat. Khieu och Pyles kan dock inte bekräfta tidigare forskning utan finner ett negativt samband, vilket man tror beror på att man i tidigare forskning använt en annan definition för storlek.

Tobins Q

Ett företag med lönsamma tillväxtmöjligheter ska enligt Jensen (1986) först genomföra dessa innan de betalar utdelning och Fama och French (2001) visar att företag med utdelning generellt har färre investeringsmöjligheter.

Tidigare forskning har försökt mäta ett företags tillväxtmöjligheter genom att använda en proxy. Vanliga proxies för tillväxtmöjligheter är *market-to-book* (Li och Zhao, 2008; Khieu och Pyles, 2015), Tobins Q (Agha och Faff, 2014) och tillväxten i tillgångar (Li och Zhao, 2008).

Både Li och Zhao (2008) och Khieu och Pyles (2015) finner att ett positivt samband mellan *market-to-book* och utdelning vilket säger emot Jensen (1986) och Fama och French (2001). Men detta positiva samband kan finna sin förklaring i Fama och French (2002) som säger att *market-to-book* fungerar som en proxy både för tillväxtmöjligheter som lönsamhet.

Laggad skillnad utdelning

För att kontrollera för *stickiness of dividend* använder Khieu och Pyles (2015) sig av föregående års utdelning som en kontrollvariabel i sina regressioner. Eftersom tidigare forskning (se till exempel Lintner, 1956; Brav m.fl., 2005; Fama och French, 2002) kommit fram till att företag vill undvika att reducera eller dra in sina utdelningar förväntade Khieu och Pyles sig ett positivt samband mellan den föregående års utdelning och innevarande års utdelning. Detta blev också resultatet och laggad utdelning var statistiskt signifikant.

Återköp

Enligt irrelevansteorin (Modigliani och Miller, 1958; 1961) spelar det ingen roll om företag betalar utdelning eller gör återköp så länge det inte råder några marknadsimperfectioner. Återköp kan ses som ett sätt att betala utdelning och Michael Jensen (1986) säger att företag ska betala utdelning om det finns fria kassaflöden.

Återköp har som metod vuxit i ekonomisk storlek de senaste 30 åren samtidigt som utdelning bara ökat marginellt (Janannathan, Stephens och Weisbach, 2000; Grullon och Michaely, 2004). Detta kan leda till frågan om företag ser utdelning och återköp som substitut till varandra.

Khieu och Pyles (2015) använder återköp i ett robusthetstest och finner inte att detta ändrar deras resultat. De finner inte heller något stöd för att det skulle finnas ett negativt samband mellan återköp och utdelning.

2.3.6 Förväntade samband

Tabell 3. *Variablernas förväntade samband.*

Variabel	Förväntat samband	Referens
Kreditbetygssänkning	–	DeAngelo och DeAngelo (1990), Khieu och Pyles (2015)
Kreditbetygsökning	<i>Inget / +</i>	Khieu och Pyles (2015)
Investeringar	<i>Oklart samband</i>	Khieu och Pyles (2015)
Lönsamhet	+	Li och Zhao (2008), Khieu och Pyles (2015)
Länder med starkt mino- ritetsägarskydd	+	La Porta m.fl. (2008)
Belåningsgrad	–	Myers och Majluf (1984)
Storlek	+	Fama och French (2001), Li Zhao (2008)
Tobins Q	–	Fama och French (2001)
Laggad utdelning	+	Khieu och Pyles (2015)
Återköp	<i>Oklart samband</i>	Khieu och Pyles (2015)

3. Metod

I metodkapitlet presenteras tidsperioden och läsaren får bekanta sig med urvalet samt varför index STOXX 600 valts. Hur förändringen i utdelning valt att undersökas förklaras innan de oberoende variablerna definieras. Slutligen diskuteras testerna som genomförs och kapitlet avslutas med en metoddiskussion.

3.1 Inriktning och forskningsansats

Denna studie har en kvantitativ inriktning och antar en tvärsnittsansats eftersom ett stort antal företag studeras på bredden (Lekvall och Wahlbin, 2001). Den data som ligger till grund för denna uppsats är sekundärdata och är inhämtad från databaserna Eikon och Datastream för att sedan analyseras med statistikprogrammet Eviews.

Eftersom det finns begränsat med forskning som undersöker hur en förändring i kreditbetyg påverkar ett företags utdelning anses denna uppsats ta en explorativ inriktning men med en deduktiv ansats (Björklund och Paulsson, 2012). Uppsatsen tar avstamp inom en redan given teoretisk referensram för att utforma hypoteser som sedan testas på empirin.

3.2 Urval

3.2.1 STOXX 600

Företagen som ingår i studien var listade på indexet STOXX 600 på datumet 2016-03-02. Indexet består av 600 företag från 18 europeiska länder (Österrike, Belgien, Tjeckien, Danmark, Finland, Frankrike, Tyskland, Grekland Irland, Italien, Luxemburg, Nederländerna, Norge, Portugal, Spanien, Sverige, Schweiz och Storbritannien). STOXX 600 valdes för att det inkluderar ett stort antal företag som har varierande storlek då företag från large-, mid- och small cap är inkluderade från de olika länderna (STOXX, 2016). Att välja ett index som inte är baserat på endast stora, välmående företag eller enbart de största inom en specifik region är viktigt då underlaget bör vara representativt för hela den europeiska marknaden.

3.2.2 Val av tidsperiod

Förändringen i utdelning mäts under räkenskapsåren 2010-2014 och förändringen i kreditbetyg mäts under räkenskapsåren 2009-2013. Företagen som ingår i studien ska därför ha

fått ett kreditbetyg någon gång mellan räkenskapsåren 2009-2012. Anledningen till detta är att företag som fått ett kreditbetyg utfärdat först under 2013 inte har någon förändring i kreditbetyg att mäta.

Att studien fokuserar på en tidsperiod efter finanskrisen är ett medvetet val eftersom det skedde stora förändringar hos företag och i kreditbetyg som kan påverka resultaten från undersökningen. DeAngelo och DeAngelo (1990) diskuterar i sin artikel att deras val av tidsperiod som föll under rådande lågkonjunktur kan ha påverkat deras resultat.

3.2.3 Finansiella företag

I likhet med DeAngelo och DeAngelo (1990) samt Khieu och Pyles (2015) utesluts finansiella företag från studien då förutsättningar och regler skiljer sig för dessa gentemot andra företag. Finansiella företag är kodade 6000-6700 i variabeln SIC Codes 1 (WC07021) i Datastream och dessa har alltså inte inkluderats i undersökningen.

3.2.4 Urvalskriterier

Följande kriterier ligger till grund för vilka företag som ingår i studien:

1. Företaget ska vara med på indexet STOXX 600 på datumet 2016-03-02.
2. Företaget ska ej vara verksamt inom den finansiella sektorn.
3. Företaget ska ha haft ett kreditbetyg utfärdat av Standard and Poor någon gång under räkenskapsåren 2009 – 2012.

Av de 600 företag som ingår i STOXX 600 är 135 stycken verksamma inom den finansiella sektorn och tas därför inte med i studien. 240 företag försvinner eftersom de saknar kreditbetyg eller har fått det utfärdat under räkenskapsåret 2013 eller senare.

3.2.5 Bortfall

Av de återstående 225 företagen har 20 stycken bytt valuta under undersökningsperioden och har tagits bort på grund av svårigheter med att göra jämförelser över åren. 13 stycken har ofullständig information om utdelning. Ett företag bytte räkenskapsår under den studerade perioden vilket även det gör det svårt att göra jämförelser över åren.

Kvar blir 191 företag där majoriteten har data för hela mätperioden (fem år) vilket ger 955 observationer. 71 observationer försvinner eftersom de hade utdelning med aktiealternativ och det inte går att separera den regelbundna kontanta utdelningen.

3.2.6 Extremvärden

Observationen för företaget Exor år 2010 exkluderas då deras investeringar ligger på ca 2000 procent och klassas som ett extremvärde. Anledningen till problemet är fel i data tillhållna av Datastream.

3.3 Beroende variabel

Den beroende variabeln utdelning tas fram på följande sätt: först laddas grunddata ned från Datastream som innehåller företagens utdelning exklusive bonusutdelning. Denna data kompletteras sedan med databasen Eikon enligt angivna avgränsningar (exkluderar extra och aktieutdelning) för att komma fram till den årliga regelbundna kontanta utdelning företagen delat ut under räkenskapsåret. Denna utdelning multipliceras med antalet utestående aktier vid respektive räkenskapsårs slut för att få fram den totala regelbundna kontanta utdelningen per år. Slutligen delas denna summa med totala tillgångar och subtraheras med föregående räkenskapsårs utdelning.

Detta är i enlighet med tidigare forskning (Allen och Michaely, 2003; Li och Zhao, 2008, Agha och Faff, 2014; Khieu och Pyles, 2015) och enligt Allen och Michaely (2003) är det bättre att dividera utdelning med totala tillgångar än med intäkter eller marknadsvärde då totala tillgångar är betydligt mindre volatilt från år till år.

3.4 Oberoende variabler

3.4.1 Kreditbetyg

Det kreditbetyg som studerats i denna uppsats är företags *long-term foreign credit rating* utfärdat av Standard and Poor. Detta betyg anses spegla företags betalningsmöjligheter samt finansiella ställning på lång sikt. Företags kreditbetyg på lång sikt har använts i tidigare studier (se till exempel. Kisgen, 2006; Gul m.fl., 2011; Agha och Faff, 2014). Några företag har endast inhemska kreditbetyg (*long-term domestic credit rating*), dessa skiljer sig från de utländska betygen endast i de fall där utställarens möjligheter att återbetala skulle skilja sig åt

mellan olika valutor (S&P, 2016a). I de fall det studerade företaget ej har ett utländskt kreditbetyg utställt används företagets inhemska kreditbetyg.

Med utgångspunkt i Horrigan (1966), Kisgen (2006), Agha och Faff (2014) samt Khieu och Pyles (2015) kommer betyg med ett +/- räknas som ett eget betyg. Betygskalan kommer därför se ut som följande: AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A- och så vidare ned till "CCC+ och lägre". I enlighet med tidigare forskning kommer kreditbetygen numreras där AAA = 1, AA+ = 2 och så vidare till "CCC+ och lägre" = 17.

I de fall ett företag nedgraderats eller uppgraderats mer än en gång under samma år, har jämförelsen gjorts mellan det kreditbetyg man hade vid början på räkenskapsåret kontra den man hade vid årets slut. De fall det slutliga betyget är detsamma som vid årets början har detta noterats som ett oförändrat betyg.

Tabell 4. Förtydligande beräkning av variabeln kreditbetyg.

Betyg årets början	Ändring under året	Betyg årets slut	Resultat
A (6)	BBB (9)	BB (12)	Nedgradering (-6)
A (6)	AA (3)	AAA (1)	Uppgradering (+5)
A (6)	BBB (9)	A (6)	Oförändrat (0)

Eftersom det är effekten av en förändring i kreditbetyg som studeras har både information om vilket kreditbetyg företag hade innan undersökningsperioden började år 2009, samt vilka förändringar som skett för respektive år fram till år 2013 samlats in.

Förändringen i kreditbetyget mäts på två olika sätt. Dels räknas förändringen i antal steg på betygsskalan (till exempel från A till BB är det 6 steg och förändringen är -6), dels används två dummyvariabler (en för uppgradering och en för nedgradering). Om båda dummyvariabler är noll är grundfallet att det inte har skett någon förändring.

Ambitionen var att även inkludera en dummyvariabel för att undersöka om en förändring som sker över gränsen för investeringsgrad/icke-investeringsgrad har någon betydelse för utdelningarna. Eftersom för få observationer (färre än 10) med upp- och nedgraderingar över gränsen för investeringsgrad finns med i datamaterialet används inte denna variabel.

3.4.2 Investeringar

Variabeln *investeringar* används för att undersöka hur utdelningen påverkas om ett företags investeringar ökar eller minskar. Vald definition är i enlighet med tidigare forsknings mått på investeringar (se Chava och Roberts, 2008; Gul m.fl., 2011; Agha och Faff, 2014).

3.4.3 Lönsamhet

Variabeln *lönsamhet* beräknas för att se hur årets vinst påverkar utdelningen. Valda definition är i enlighet med tidigare forskning mått på lönsamhet (se Fama och French, 2001; Kisgen, 2006; Li och Zhao, 2008; Agha och Faff, 2014; Khieu och Pyles, 2015).

3.4.4 Länder

Variabeln *land* finns med för att kontrollera för flertalet faktorer som kan påverka ett företags vilja att göra utdelningar. Variabeln hanteras som 8 dummyvariabler där de länder med många företag i STOXX 600 får en egen dummy och de länder med få observationer slås ihop. Företagens landstillhörighet är hämtat från Datastream.

3.4.5 Belåningsgrad

Variabeln beräknas för att mäta om företagets belåningsgrad påverkar företagets utdelning. Valda definition är i enlighet med Chava (2008).

3.4.6 Storlek

Variabeln beräknas för att mäta om företagets storlek påverkar utdelningen. Datastream redovisar tillgångar i företagets inhemska valutor vilka omvandlas till svenska kronor för att kunna analyseras sinsemellan. Valutakursen som används är den genomsnittliga valutakursen under företagets räkenskapsår, konstruerad genom att ta de månatliga kurserna över året hämtade från Riksbankens hemsida (Riksbanken, 2016). Efter att de totala tillgångarna har omvandlats till svenska kronor har de logaritmerats.

3.4.7 Tobins Q

Tobins Q används som en proxy för att mäta marknadens förväntan på företagets framtida utveckling, det vill säga framtida tillväxtpotentialer. Definitionen på variabeln är i enlighet med Agha och Faff (2014).

3.4.8 Laggad förändring utdelning

Variabeln *laggad förändring utdelning* används för att kontrollera om *stickiness of dividend* är förekommande i datamaterialet. Detta sätt att undersöka *stickiness of dividend* är i enlighet med Khieu och Pyles (2015).

3.4.9 Återköp

Variabeln återköp används för att kontrollera huruvida ett företags utdelning påverkas av att företaget gjort återköp under samma år, vilket är i enlighet med Khieu och Pyles (2015).

3.4.10 Variablernas definitioner och datakällor

Tabell 5. Definition av samt källor till variablerna.

Variabel	Definition	Datakällor
Förändring utdelning	$((\text{Total utdelning år } t) / (\text{Totala tillgångar år } t) - (\text{Total utdelning år } t-1) / (\text{Totala tillgångar år } t-1)) - 1$	Datastream: WC05301; Eikon
Utdelning ökning	Dummy-variabel	Datastream: WC05301; Eikon
Utdelning minskning	Dummy-variabel	Datastream: WC05301; Eikon
Kreditbetygsskillnad	Antal steg mellan kreditbetyg i början av året och i årets slut	Eikon
Kreditbetygsuppgradering	Dummy-variabel 1 = uppgradering 0 = ingen uppgradering	Eikon
Kreditbetygsnedgradering	Dummy-variabel 1 = nedgradering 0 = ingen nedgradering	Eikon
Investeringar	$100 * (\text{Investeringar år } t / \text{Materiella anläggningstillgångar år } t-1)$	Datastream: Investeringar: dwcx Anläggningstillgångar: WC02501
Lönsamhet	$100 * (\text{EBITDA} / \text{Totala tillgångar})$	Datastream: EBITDA: WC18198 Totala tillgångar: WC02999
Länder	Dummy-variabel	Datastream: FTSCTRY
Belåningsgrad	$100 * (\text{Totala skulder} / \text{Totala tillgångar})$	Datastream: WC08236
Storlek	$\ln(\text{totala tillgångar})$	Datastream: WC02999; Riksbanken.se
Tobins Q	$(\text{Marknadsvärdet av eget kapital} + \text{bokfört värde av totala skulder}) / \text{Totala tillgångar}$	Datastream: Totala skulder: WC03255 Marknadsvärde på eget kapital: MV Totala tillgångar: WC02999
Laggad förändring utdelning	$((\text{Total utdelning år } t-1) / (\text{Totala tillgångar år } t-1) - (\text{Total utdelning år } t-2) / (\text{Totala tillgångar år } t-2)) - 1$	Datastream: WC05301; Eikon
Återköp	Dummy-variabel: 1 = återköp 0 = inget återköp	Datastream: ECSLDP047

3.5 Metoder för dataanalys

3.5.1 OLS-regression

Det insamlade datamaterialet analyseras med hjälp av multipla regressionsanalyser där den vanliga minsta kvadrat-metoden (*ordinary least squares*, OLS) används. I uppsatsen används den sedvanliga signifikansnivån på 5 procent vilket innebär att i 5 procent av fallen förkastas en sann nollhypotes felaktigt (Körner och Wahlgren, 2012).

Modellantaganden

Vid användandet av OLS-metoden finns det fem grundläggande antaganden som måste vara uppfyllda för att metoden ska ge tillförlitliga resultat (Brooks, 2014):

1. $E(e_i) = 0$ Det förväntade värdet av residualerna ska vara noll.
2. $\text{Var}(e_i) = \sigma^2$ Variansen för residualerna ska vara konstant oavsett värde på i (ska ej råda heteroskedasticitet).
3. $\text{Cov}(e_i, e_j) = 0$ Ingen autokorrelation bland residualerna. Kovariansen mellan residualerna ska vara noll.
4. De oberoende variablerna är inte slumpmässiga och det finns inget exakt linjärt samband mellan dem.
5. $e_i \sim N(0, \sigma^2)$ Residualerna ska vara normalfördelade.

För det aktuella datamaterialet och modellerna är de flesta av antagandena uppfyllda. Det fanns viss heteroskedasticitet i data, men detta hanteras genom att använda Whites heteroskedasticitetskonsistenta standardfel och kovarians i regressionerna. Vad gäller antagande 5 om att residualerna ska vara normalfördelade visar Jarque-Bera-testet att så inte är fallet för modell 1 (se resultatkapitlet). Detta tas dock inte någon extra hänsyn till med hänvisning till centrala gränsvärdessatsen som säger att med fler än 30 observationer blir residualerna asymptotiskt normalfördelade.

3.5.2 Logistisk regression

Då både förklaringsgrad och signifikans är låg i OLS-modellen valdes det att gå vidare med en logistisk regression. Till skillnad från minsta kvadrat-metoden finns det inga grundläggande antaganden som måste vara uppfyllda för att kunna använda logistiska regressioner, därmed

behövs inga ytterligare tester genomföras. Värt att notera är att R^2 -värdet inte har samma betydelse i en logistisk som i en OLS-regression. R^2 kan därför inte tolkas som den procentuella andelen av variationen i den beroende variabeln som förklaras av den logistiska modellen.

I en logistisk regression kan den beroende variabeln endast ta ett av två värden och med hjälp av förklarande variabler beräknas oddsen för ett av utfallen. Därför transformeras variabeln *förändring utdelning* till två dummyvariabler där den ena representerar en ökning i utdelning och den andra en sänkning. Dessa variabler testas i två olika logistiska regressioner.

Oddsquoter och konfidensintervall är inget som genereras automatiskt i det valda dataprogrammet Eviews utan får beräknas separat. Oddsquoten är exponenten av koefficienten. På motsvarande sätt beräknas konfidensintervallet för oddsquoten genom exponenten av konfidensintervallet för koefficienten.

3.6 Metoddiskussion

När en eventstudie genomförs så ska helst eventfönstret vara så litet som möjligt för att undvika brus som kan påverka resultatet (Brooks, 2014). Denna undersökning studerar hur en förändring i kreditbetyg år t påverkar utdelning år $t+1$, vilket är det minsta möjliga med hänsyn till uppsatsens syfte. För att minska problemet med det långa eventfönstret används flertalet förklarande variabler för att fånga upp så mycket brus som möjligt. Även när på året förändringen i kreditbetyg sker, till exempel i början eller i slutet av räkenskapsåret, påverkar eventfönstrets längd och därmed hur mycket som hinner hända innan utdelningen.

Det är möjligt att valet av undersökningsperiod har haft inverkan på resultatet. Resterna av finanskrisen 2008 levde fortfarande kvar i början av mätperioden. Åtminstone under 2009 och 2010 är det rimligt att anta att företags vilja att betala utdelning fortsatt påverkades. Även förklarande variabler såsom belåningsgrad och investeringar kan ha påverkats av effekter från finanskrisen. Till exempel kan svårigheter att få tillgång till ny finansiering på grund av det mer ansträngda makroekonomiska läget ha påverkat storleken på företags belåningsgrad.

3.6.1 Validitet och reliabilitet

Enligt Bryman och Bell (2013) är en studies validitet beroende på om den undersöker det som är avsett att undersökas. Syftet och metoderna som används för att uppfylla syftet måste med andra ord stämma överens. Även själva definitionerna av de använda variablerna måste vara i överensstämmande med syftet. I denna studie har definitionerna av både den förklarade och de förklarande variablerna baserats på variablerna i tidigare studier.

Av de studier som denna uppsats använt sig av är det enbart Khieu och Pyles (2015) som inte hunnit publiceras utan fortfarande kategoriseras som ett *working paper*. Övriga studier som använts har genomgått en *peer review* och granskats innan de publicerats. Att variablerna i denna uppsats har använts tidigare i publicerad forskning anses bidra till studiens validitet.

Bryman och Bell (2013) beskriver reliabiliteten som själva noggrannheten i en mätning. En studie kan ha hög reliabilitet utan att ha hög validitet. Eftersom andrahandskällor har använts för att samla in datamaterialet är studiens resultat beroende av hur korrekt informationen i dessa källor är. Både Datastream och Thomson Reuters Eikon är stora och väl-etablerade datakällor som är välanvända i finansiella studier.

Thomson Reuters Eikon används för att samla in data om de olika företagens kreditbetyg samt som komplement till Datastream vid insamlande av data till den beroende variabeln. I de fall data ej stämt överens har Eikon använts då informationen från Eikon är mer uppdaterad och utförlig, allt annat lika. Datastream används även för att hämta data till samtliga oberoende variabler (exklusive kreditbetyg). Ett fel upptäcktes i variabeln investeringar vilket har lett till att EXOR exkluderats. Det är därför möjligt att det existerar fler fel, men för att undvika detta så har extremvärden dubbelkollats med företagets årsredovisningar.

4. Resultat

Resultatet inleds med beskrivande statistik över urvalet för att ge läsaren en inblick och djupare förståelse över datamaterialet. Bland annat presenteras det statistik kring storlek och landstillhörighet. Detta följs av regressionsanalyser med tillhörande förklaringar.

4.1 Beskrivande statistik

Av de 955 observationer som ursprungligen ingick i datamaterialet återstår 772 stycken i de logistiska regressionerna och 580 i OLS-regressionerna. Anledningen till det lägre antalet observationer i OLS-regressionerna är att en laggad variabel har inkluderats, därmed försvann observationer för ett av åren.

Datamaterialet inkluderar 112 kreditbetygsnedgraderingar (vilket motsvarar 12,53 %) och 99 stycken uppgraderingar (11,07 %). Procentsatserna är räknade på 894 observationer eftersom 61 observationsår försvinner ur datamaterialet på grund av att företagen fått sitt första kreditbetyg senare räkenskapsår 2009.

Företagen i studien varierar i storlek. Det minsta företaget i datamaterialet (Intrum Justitia) har tillgångar för drygt 7 miljarder kronor. Det största företaget har tillgångar på 3141 miljarder kronor (Volkswagen AG) och medianföretaget 147 miljarder kronor.

I tabellen nedan visas att Storbritannien och Frankrike är de två länder med flest företag i urvalet och tillsammans står de för 43,2 procent av totala antalet företag.

Tabell 6. Antal samt andel företag från varje land.

Land	Antal	Andel
Storbritannien	43	22,4%
Frankrike	40	20,8%
Tyskland	29	15,1%
Schweiz	14	7,3%
Sverige	13	6,8%
Nederländerna	13	6,8%
Spanien	10	5,2%
Övriga länder	30	15,6%
Italien	9	4,7%
Finland	6	3,1%
Belgien	4	2,1%
Norge	4	2,1%
Danmark	2	1,0%
Irland	2	1,0%
Tjeckien	1	0,5%
Grekland	1	0,5%
Portugal	1	0,5%

4.2 Multikollinearitet

Som framgår av bilaga 1 finns det hög korrelation, och därmed risk för multikollinearitet, mellan några av variablerna. Den höga korrelationen (0,72) mellan Tobins Q och lönsamhet leder till att lönsamhet utesluts från regressioner där Tobins Q är med, då de till stor del mäter samma saker. Hög korrelation mellan kreditbetyg ned och kreditbetygsskillnad behöver inte läggas vidare vikt vid då dessa två variabler ej används i samma regression eftersom de är olika mått på samma sak.

4.3 OLS-regression med kreditbetygsskillnad

Modellen med variabeln *kreditbetygsskillnad* återfinns i bilaga 2 och skattades med hjälp av minsta kvadrat-metoden. Förklarande variabel *kreditbetygsskillnad* visade sig ej vara signifikant på 5 procentsnivån (p-värde: 0,5161). Tre av de förklarande variablerna var signifikanta. Den justerade förklaringsgraden för modellen är 7,51 procent. Variabeln *lönsamhet* visade ingen signifikans och exkluderades från regressionen vilket ökade förklaringsgraden. Problemet med den höga korrelationen mellan *lönsamhet* och *Tobins Q* är därför irrelevant. Modellen analyseras inte vidare.

4.4 OLS-regression med kreditbetyg ned/upp

Modell 1. *OLS-regression med dummyvariabler.*

Variabel	Koefficient	P-värde
Kreditbetyg Ned	0,038	0,5452
Kreditbetyg Upp	0,0615	0,0192
Investering	-0,0002	0,86
Storbritannien	0,0512	0,0168
Belåningsgrad	-0,0026	0,0194
Storlek	-0,0124	0,1449
Tobins Q	0,0001	0,3727
Återköp	0,0634	0,0173
Laggad Förändring Ut-delning	0,0736	0,0235
C	0,2669	0,1461

Modell 1 skattades med hjälp av minsta kvadrat-metoden och hela resultatet återfinns i bilaga 3. Den förklarande variabeln *kreditbetygsnedgradering* visade sig ej vara signifikant på 5 procentsnivån (p-värde: 0,5452). Förklarande variabeln *kreditbetygsuppgadering* visade sig

vara signifikant på 5 procentsnivån (p-värde: 0,0192). Den justerade förklaringsgraden för modellen är 6,7 procent. Tolkningen av modellen är att företag som har fått sitt kreditbetyg uppgraderat under föregående räkenskapsår ökar sin utdelning med 6 procent. Variabeln lönsamhet visade ingen signifikans och exkluderades från regressionen vilket ökade förklaringsgraden. Problemet med den höga korrelationen mellan lönsamhet och Tobins Q är därför irrelevant.

4.5 Logistisk regression med kreditbetygsskillnad

Kreditbetygsskillnad uppvisade inte någon signifikans i vare sig logistisk regression med utdelning ökning (p-värde: 0,3879) eller utdelning minskning (p-värde: 0,4775). Därför kommer fokus läggas på logit-modellerna med kreditbetyg ned och upp.

4.6 Logistisk regression med utdelning ökning

Modell 2. *Logistisk regression, utdelning ökning.*

Variabel	Koefficient	P-värde	Oddsquot	95% Konfidensintervall	
				Lägre	Övre
Kreditbetyg Ned	0,3124	0,1967	1,367	0,85	2,198
Kreditbetyg Upp	0,5947	0,0253	1,812	1,076	3,054
Investeringar	-0,0203	0,0018	0,98	0,967	0,992
Belåningsgrad	-0,0206	0,0003	0,98	0,969	0,991
Storlek	0,0829	0,2499	1,086	0,943	1,252
Tobins Q	0,0048	0,0013	1,005	1,002	1,008
Återköp	0,3003	0,0769	1,35	0,968	1,885
Storbritannien	0,9957	0	2,707	1,764	4,153
C	-1,0072	0,4945	0,365	0,02	6,599

Modellen visar att om ett företag har fått sitt kreditbetyg uppgraderat är sannolikheten 1,81 gånger större att de ökar sin utdelning till nästa räkenskapsår jämfört med ett företag som inte fått sitt kreditbetyg förändrat.

Variabeln lönsamhet visade ingen signifikans och exkluderades från regressionen vilket ökade förklaringsgraden. Problemet med den höga korrelationen mellan lönsamhet och Tobins Q är därför irrelevant.

Tabell 7. P-värde för respektive lands dummyvariabel.

Variabel	P-värde
Storbritannien	0,0000
Frankrike	0,5626
Tyskland	0,9410
Schweiz	0,0519
Sverige	0,4251
Nederländerna	0,4665
Spanien	0,8517
Övriga Länder	0,0049

Tabellen ovan visar p-värdet för respektive land när endast detta lands dummyvariabel inkluderas i regressionen. När man jämför alla länder med Storbritannien som referens är samtliga dummyvariabler signifikanta på 5 procentsnivån förutom Spanien som är signifikant på 10 procentsnivån. Tolkningen av detta är att Storbritannien skiljer sig signifikant när det kommer till utdelningsökning från samtliga länder exklusive Spanien.

4.7 Logistisk regression med utdelning minskning

Modell 3. *Logistisk regression, utdelning minskning.*

Variabel	Koefficient	P-värde	Oddsquot	95% Konfidensintervall	
				Lägre	Övre
Kreditbetyg Ned	-0,8727	0,0009	0,418	0,249	0,701
Kreditbetyg Upp	-0,7795	0,0051	0,459	0,266	0,792
Investering	0,0203	0,0018	1,021	1,008	1,034
Belåningsgrad	0,0169	0,0031	1,017	1,006	1,028
Storlek	0,0581	0,4252	1,06	0,919	1,223
Tobins Q	-0,0026	0,0619	0,997	0,995	1
Återköp	-0,3718	0,0314	0,69	0,491	0,968
Storbritannien	-0,9728	0	0,378	0,243	0,587
C	-1,8483	0,2155	0,158	0,008	2,948

Modell 3 visar att om ett företag har fått sitt kreditbetyg nedgraderat är sannolikheten mindre än hälften (0,42 gånger) så stor att de minskar sin utdelning till nästa räkenskapsår jämfört med ett företag som inte fått sitt kreditbetyg förändrat. Ett företag som har fått sitt kreditbetyg uppgraderat är 0,46 gånger så sannolikt att minska sin utdelning till nästa räkenskapsår jämfört ett företag som inte fått sitt kreditbetyg förändrat.

Variabeln lönsamhet visade ingen signifikans och exkluderades från regressionen vilket ökade förklaringsgraden. Problemet med den höga korrelationen mellan lönsamhet och Tobins Q är därför irrelevant.

Tabell 8. P-värde för respektive lands dummyvariabel.

Variabel	P-värde
Storbritannien	0,0001
Frankrike	0,3566
Tyskland	0,4955
Schweiz	0,2126
Sverige	0,6313
Nederländerna	0,5667
Spanien	0,6373
Övriga Länder	0,0062

Tabellen ovan visar p-värdet för respektive land när endast detta lands dummyvariabel inkluderas i regressionen. När man jämför alla länder med Storbritannien som referens är samtliga dummyvariabler signifikanta på 5 procentsnivån förutom Spanien som är signifikant på 10 procentsnivån. Tolkningen av detta är att Storbritannien skiljer sig signifikant när det kommer till utdelningsminskning från samtliga länder exklusive Spanien.

5. Analys

I detta kapitel diskuteras först modellerna jämfört tidigare forskning innan kreditbetygets samband med nästkommande års förändring i utdelning analyseras. Detta följs av ytterligare analys av de oberoende variablerna och hur dessa står sig på den europeiska marknaden. Slutligen analyseras om det finns skillnader inom den europeiska marknaden.

5.1 Modellerna

Båda OLS-modellerna har, jämfört med tidigare forskning inom ämnet, låga justerade förklaringsgrader (6,2 % respektive 6,7 %, se bilaga 2 och 3). Detta innebär att de inte kan förklara särskilt stor del av den totala variationen hos förändringen i utdelningen. Khieu och Pyles (2015) har en förklaringsgrad på 19,9 procent, och Briere och Bacon (2011) ligger på 16,7 procent. Dock tittar dessa studier på nivån på utdelningen istället för förändringen, vilket innebär att en jämförelse rakt av ej är möjlig. Motsvarande nivåregressioner på datamaterialet i denna uppsats ger även dessa en högre förklaringsgrad. Dessa regressioner går att få på begäran.

5.2 Kreditbetygsuppgradering

Variabeln kreditbetygsuppgradering är signifikant i båda logistiska regressionerna så väl som i OLS-regressionen. Ett företag som fått sitt kreditbetyg uppgraderat är mer trolig att öka sin utdelning och mindre trolig att sänka sin utdelning än företag som inte fått någon förändring i kreditbetyg. Resultaten är enligt förväntan och det finns ett positivt samband mellan en ökning i kreditbetyg och utdelning. Stöd för detta samband finner man i signalteorin och Jensens *free cash flow*-hypotes. Resultatet indikerar att kreditbetygsinstitutet lyckats väl med att identifiera de företag som har råd och fria kassaflöden att öka sin utdelning, och på så vis sända ut positiva signaler till investerare.

Att företag undviker att sänka sin utdelning är i enlighet med signalteorin och *stickiness of dividend*. Men att uppgraderade företag är nästan dubbelt så sannolika att höja sin utdelning än de som inte fått någon förändring är ett tecken som går i motsats till *stickiness of dividend* och Khieu och Pyles (2015) resultat på den amerikanska marknaden. Det är också i motsats till Lintner (1956) och Myers (1984) som observerade att företag är rädda för att öka sin ut-

delning på grund av risken att behöva sänka den igen. En anledning till detta skulle kunna vara att tiderna förändrats sedan dessa två artiklar kom ut och att man idag är mindre rädd för detta. En annan aspekt är att det kan finnas skillnader mellan den amerikanska och den europeiska marknaden som gör att amerikanska företag är mer restriktiva när det gäller att öka sin utdelning. Det skulle kunna vara så att en liknande studie på den amerikanska marknaden idag skulle visa andra samband än vad tidigare forskning gjort. Detta eftersom tidigare forskning denna uppsats tagit hänsyn till är äldre och den senaste som är Khieu och Pyles (2015) isolerar inte tidsperioden efter den senaste finanskrisen. Det går att spekulera i om företag efterföljande finanskrisen blivit mer benägna att sända positiva signaler.

5.3 Kreditbetygsnedgradering

Variabeln *kreditbetygsnedgradering* kan inte signifikant förklara en ökning i utdelning i någon av modellerna. Det går därför inte att säga om företag med nedgraderat kreditbetyg är mer eller mindre benägna att öka sin utdelning än de företag som inte upplever en förändring i kreditbetyg.

Förklaringen till detta kan finnas i signalteorin. Ett företag som blir uppgraderat går förmodligen också bra och väljer troligen att antingen hålla sin utdelning eller att öka den. Om kreditbetygsinstituten antas ha gjort en korrekt bedömning borde ett nedgraderat företag ha sämre framtidsutsikter vilket de kan kontra på fler sätt. De kan av finansiella skäl tvingas att reducera utdelningen men de kan också välja att öka sin utdelning för att signalera att de går bättre än vad kreditbetygsinstituten förutspår.

Det finns däremot ett signifikant samband när det sker en sänkning i utdelningen. Sambandet säger att ett företag som blir nedgraderat är hälften så sannolikt att sänka sin utdelning som ett företag som inte upplever någon förändring i sitt kreditbetyg. Detta är i kontrast till det förväntade sambandet men ger stöd till signalteorin och *stickiness of dividend* då företag som fått sitt kreditbetyg sänkt, trots detta väljer att vidhålla denna kostsamma signal att fortsätta betala utdelning. Detta motsäger dock DeAngelo och DeAngelo (1990) samt Khieu och Pyles (2015) som finner att *stickiness of dividend* bara håller i goda tider och inte dåliga. Det står även i motsats till Shefrin (2007) som finner trender som tyder på att företag blivit mindre motvilliga att sänka sina utdelningar.

En förklaring till varför företag med sänkt kreditbetyg väljer att hålla kvar utdelningen på sin tidigare nivå är att företagen inte vill sända ut fler negativa signaler till investerare. Att en nedgradering i kreditbetyg och en reducering av utdelning leder till abnormal negativ avkastning vet vi från tidigare forskning (se till exempel Lintner, 1956; Pettit, 1972; Katz, 1974; Ingram m.fl., 1983; Hand m.fl., 1992). De företag som redan upplevt en negativ effekt från marknaden på grund av det sänkta kreditbetyget blir kanske då än mer motvilliga att också sänka sin utdelningsnivå. Detta för att undvika att sända fler negativa signaler till marknaden. Enligt Brav m.fl. (2005) anser ekonomichefer att utdelningen sänder signaler till marknaden och att en reducering av utdelningen leder till negativa konsekvenser. Det är då rimligt att tänka sig att de undviker att sänka utdelningen då de är medvetna om de negativa konsekvenserna av detta agerande.

5.4 Investeringar

Variabeln *investeringar* är signifikant i båda logistiska regressionerna. I motsats till förväntat samband har ett företags investeringar en negativ påverkan på utdelningen. Att göra investeringar leder till en något lägre sannolikhet att öka sina utdelningar och en något högre sannolikhet att sänka sina utdelningar.

Resultatet ger stöd till Jensen (1986) att investeringar och utdelning slåss om samma medel. Flera tidigare studier menar att detta samband kan leda till att investeringar hålls på en suboptimal nivå på grund av att utdelningsnivån måste leva upp till investerarens förväntan (Miller och Rock, 1985; Fama och French, 2002; Brav m.fl., 2005; Naveen m.fl., 2007).

Detta resultat står i stark kontrast till Khieu och Pyles (2015) som i sin undersökning kommer fram till att det inte finns något negativt samband mellan utdelning och investeringar och att dessa inte slåss om samma medel. Varför denna uppsats inte finner motsvarande samband som Khieu och Pyles (2015) gör på den amerikanska marknaden skulle kunna bero på att de europeiska företagen förhåller sig till *pecking order*-teorin mer än amerikanska företag. De europeiska företagen kanske undviker att ta upp dyr extern finansiering genom att reducera utdelningen om det finns stora investeringsbehov.

5.5 Belåningsgrad

Variabeln *belåningsgrad* är även den signifikant i samtliga regressioner och ökad belåningsgrad har ett negativt samband med utdelning. En högre belåningsgrad leder därför till ökad sannolikhet att företag minskar sin utdelning samt gör det mindre sannolikt att de ökar sin utdelning. Detta är i enlighet med Myers (1984) och *pecking order*-teorin om att utdelning blir mindre attraktivt när belåningen är hög och det finns en större risk att behöva ta upp dyrt externt kapital. Detta samband säger också emot *stickiness of dividend* att företag försöker hålla fast vid sin utdelningsnivå, vilket tidigare observerats (Donaldson, 1961; Fama och French, 2002; Brav m.fl., 2005; Naveen m.fl., 2007). Men effekten av en ökad belåningsgrad är låg vilket innebär att det krävs en mycket hög ökning av belåningsgraden innan utdelningen reduceras märkbart. I praktiken innebär detta att vi inte kan förkasta att *stickiness of dividend* håller även här.

5.6 Storlek

Variabeln *storlek* är ej signifikant i någon av logistiska regressionerna vilket är i motsats till tidigare forskning som funnit ett positivt samband mellan företags storlek och utdelning (Fama och French, 2001; Li och Zhao, 2008). Khieu och Pyles, som denna uppsats utgått ifrån för att konstruera variabeln, finner ett negativt samband i sin undersökning och detta tror de beror på deras något annorlunda definition mot tidigare forskning. Men denna uppsats kan inte med statistisk säkerställdhet säga att det finns något samband mellan storlek och utdelning.

Att denna uppsats inte finner något samband mellan ett företags storlek och utdelning kan bero på definitionen av den beroende variabeln. Denna uppsats försöker förklara skillnaden i utdelning till nästkommande år och inte utdelningsnivån, därför finns det en större spridning bland företagen oberoende av storlek.

5.7 Tobins Q

Variabeln *Tobins Q* är signifikant i modell 2 som mäter vad som påverkar ökad utdelning. I regressionen som mäter minskningen i utdelning är variabeln ej signifikant på 5 procentsnivån men med ett p-värde på 0,0619 så hade den varit signifikant på 10 procentsnivån. Variabeln visade sig ha ett positivt samband med utdelning vilket är tvärt emot vad som förvän-

tats. Tobins Q användes som en proxy för företags investeringsmöjligheter istället för *market-to-book* då Fama och French (2001) ansåg att *market-to-book* kunde ses som en proxy både för tillväxtmöjligheter som lönsamhet. I denna uppsats hade även Tobins Q en hög korrelation med variabeln lönsamhet (som sedan utslöts) vilket tyder på att också Tobins Q har dubbla proxy-budskap. Författarna är därför skeptiska till att de lyckats mäta det man avsåg med denna variabel och öppnar för möjligheten att variabeln istället säger att lönsamhet har ett positivt samband med utdelning.

5.8 Återköp

Variabeln *återköp* är signifikant i OLS-regressionen samt i modell 3 som förklarar en minskad utdelning men ej signifikant i modell 2. Att återköp skulle visa ett signifikant positivt samband med utdelning var inte väntat. Modigliani och Miller (1958, 1961) argumenterar för att det inte spelar någon roll om företag gjorde återköp eller betalade utdelning och därmed skulle ett samband där de båda metoderna sågs som substitut vara mer väntat. Att senare observationer (Janannathan, Stephens och Weisbach, 2000; Grullon och Michaely, 2004) pekar på att återköp ökat mer i betydelse de senaste 30 åren tyder även det på att företag börjat använda sig av återköp mer, på bekostnad av utdelning.

Resultatet i denna studie tyder på att företag som gör återköp också har råd att göra utdelningar vilket kan anses stödja Jensen (1986). Resultatet stödjer även Khieu och Pyles (2015) som inte heller fann något som tyder på att återköp och utdelning fungerar som substitut till varandra.

5.9 Skillnad i föregående års utdelning

Att *laggad skillnad utdelning* visar ett positivt samband med utdelningen stämmer överens med det förväntade sambandet. Detta stödjer tidigare forskning (se till exempel Lintner, 1956; Brav m.fl., 2005; Fama och French, 2002) att företag inte vill reducera sin utdelning. Sambandet stämmer också överens med *stickiness of dividend* och Khieu och Pyles (2015). Khieu och Pyles (2015) resonerade att om ett företag inte vill reducera sin utdelning så är ett positivt samband med föregående års utdelning väntat.

5.10 Länder

Variabeln *länder* testades för samtliga länder som hade företag representerade i uppsatsens urval. *Storbritannien* och *övriga länder* var de enda dummyvariablerna som skiljde sig signifikant när man jämförde dessa med de andra länderna i urvalet och företagen från Storbritannien var de som skiljde sig mest. Eftersom Storbritannien räknas som ett *common law* land enligt La Porta m.fl. (2008) stämmer detta överens med förväntat samband att länder med ett starkare minoritetsägarskydd bör ha ett positivt samband med utdelning. Detta är också vad författarna i denna uppsats finner och företag från Storbritannien är nästan tre gånger mer sannolika att öka sin utdelning än företag från andra länder i urvalet. I fallet med en minskning av utdelningen är ett företag från Storbritannien bara hälften så sannolikt som ett företag från ett annat land att sänka sin utdelning.

Storbritannien som land beskattar utdelning högre än kapitalvinster och det borde därför vara logiskt med det omvända sambandet, i alla fall när man jämför Storbritannien med länder där det är fördelaktigt att betala utdelning. Detta ger därför stöd till La Porta m.fl. (2000) som inte fann något samband mellan skatten på utdelning och den faktiska utdelningen bland de länder de undersökte. När man studerar de länder som ingår i variabeln *övriga länder* så kan man inte heller finna någon tydlig trend att de skulle vara fördelaktigt att ge utdelning framför kapitalvinster när skattesatserna studeras.

6. Slutsats

Detta sista kapitel återknyter till uppsatsens syfte och slutsatser baserade på analysen och tidigare kapitel presenteras. Hade man kunnat förutsäga Orange A/S och Telenor ASAs agerande och vad karaktäriserar den europeiska marknaden?

Syftet med studien är att försöka förklara förändringen i företags framtida utdelning. Av de teorier som figurerat i denna studie är signalteorin och fenomenet *stickiness of dividend* de som bäst förklarar företags agerande. *Stickiness of dividend* och signalteorin är framträdande bland företag som blivit nedgraderade och motvilligheten att sänka sin utdelning är stark vilket är förvånande då teorier som *free cash flow* och *pecking order* talar emot detta agerande. Det säger även emot forskning (Shefrin, 2007) som funnit trender som tyder på att företag blivit mindre motvilliga att sänka sin utdelning idag än vad som observerats tidigare. I exemplet med de två telekomföretagen Orange S/A och Telenor ASA tycks Oranges agerande, att reducera sin utdelning efter en kreditbetygsnedgradering, vara ovanligt på den europeiska marknaden.

Det starka positiva samband som observerats mellan en uppgradering och förändringen i nästa års utdelning är något förvånande. Detta samband och motviljan att sänka sin utdelning följande en nedgradering är det motsatta resultatet som Khieu och Pyles (2015) fick på den amerikanska marknaden. Utifrån resultatet av denna studie så går det att säga att den europeiska marknaden karaktäriseras av att *stickiness of dividend* håller i dåliga men inte i goda tider.

Variabler som tidigare visat sig kunna förklara utdelningen på den amerikanska marknaden fungerar mindre bra på den europeiska marknaden. Belåningsgrad är den variabel som stämmer bäst överens med tidigare studiers resultat. Även om andra variabler i studien var signifikanta visar de inte samma riktning på sambandet som de gjort i tidigare studier.

Något som kan ha påverkat observerade samband i denna uppsats är efterdyningarna från finanskrisen. En möjlighet är att företag använt finanskrisen som ursäkt för att reducera sin utdelning och att de samband som observerats är återhämtningen vilket leder till mer positiva samband än vad som annars skulle observerats. Det är därför av intresse att ytterligare undersökningar görs för att kontrollera om sambanden påverkats av finanskrisen. Samban-

den som denna uppsats observerat på den europeiska marknaden är kanske lika framträdande på den amerikanska marknaden om en liknande studie över samma tidsperiod görs idag.

Europa som helhet är ett homogent område när det kommer till utdelning, och det är Storbritannien som visar tecken på en annorlunda syn på utdelning. Om detta samband håller även utanför Europa bör man rikta fokus mot länder som karaktäriseras av starkt minoritetsägarskydd om man föredrar hög direktavkastning. Investerare på den europeiska marknaden som söker direktavkastning gör bäst i att investera i brittiska företag som har fått sitt kreditbetyg uppgraderat. Än bättre blir det om företaget har låg belåningsgrad och ökade sin utdelning föregående år.

6.1 Förslag till vidare forskning

Denna uppsats avgränsar sig från att ta hänsyn till hur företags börsvärde påverkats under mätperioden. Det hade varit av intresse att se om denna studies resultat även håller när börsvärdet tas i beaktning och om detta ändrar strategin en investerare som söker direktavkastning bör välja.

Denna studie kunde inte förklara Orange S/As agerande genom de generella samband som observerats. Kvalitativa studier med en djupare genomgång av utvalda företags bakomliggande anledningar till förändring i utdelning hade därför kunnat ge värdefulla insikter.

Att göra en liknande studie med några metodologiska förändringar kan även det vara intressant. Ett alternativ hade varit att använda sig av matchningsföretag för att undersöka om det sker någon abnormal förändring efter att företags kreditbetyg har förändrats.

En aspekt när kreditbetyg undersöks är att de ibland förekommer av så kallade *outlooks/credit watch*. Detta skulle kunna innebära att företag väljer att ändra sin utdelningspolicy innan själva kreditbetygsförändringen sker. Därav hade det varit av intresse att undersöka effekten av just *outlooks* och huruvida företag befunnit sig på *credit watch* innan förändringen i kreditbetyg skett.

Källförteckning

Agha, M. och Faff, R. (2014). "An Investigation of the Asymmetric Link between Credit Ratings and Corporate Financial Decisions: 'Flicking the Switch' with Financial Flexibility", *Journal of Corporate Finance*, December 2014, vol. 29, s. 37-57.

Akerlof, G. A. 1970. "The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, nr. 3, s. 488-500.

Andrén, N., Eriksson, T. och Hansson, S. (2010). "Finansiering" Upplaga 1:3, Liber AB, ISBN 978-91-47-06529-5.

Avanza, (2016). "Utdelning - Vanliga Frågor", Hämtat 2016-02-26, klockan 17:08. <https://www.avanza.se/kundservice/kundservice/fragor-svar/handel-vardepapper/utdelningar.html>

Bernheim, B. Douglas. (1991). "Tax Policy and the Dividend Puzzle", *The RAND Journal of Economics*, Januari 1991, vol. 22, nr. 4, s. 455-476.

Bhattacharya, B. (1979). "Union Budget", *Economic and Political Weekly*, Juli 1979, vol. 14, nr. 14, s. 667-672, (läst genom Ogden, J. P., Jen, F.C., och O'Connor, P. F. (2003). "Advanced Corporate Finance: Policies and Strategies", Prentice Hall, S. 484).

Björklund, M. och Paulsson, U. (2012). "Seminarieboken att skriva, presentera och opponera". Uppl. 2, Lund, Studentlitteratur AB.

Bloomberg, (2016). Hämtat 2016-04-29, klockan 08:20. <http://www.bloomberg.com/europe>

Bolton, P., Freixas, X., och Shapiro, J. (2012). "The credit ratings game", *The Journal of Finance*, vol. 67 uppl. 1, s. 85-111.

Bongaerts, Dion. (2014). "Alternatives for issuer-paid credit rating agencies", *European Central Bank*, Augusti 2014, working paper serienr. 1703.

Brav, A., Graham, J., Harvey, C., och Michaely, R. (2005). "Payout Policy in the 21st Century" *Journal of Finance Economics*, vol. 77, nr. 3, s. 483-527.

Briere, C. och Bacon, F. (2011). "Why do companies pay cash dividends". *Allied Academies International Conference*, vol. 16 nr. 1, s. 11-16.

Brooks, C. (2014), "Introductory Econometrics for Finance", uppl. 3, s. 181-210, Cambridge University Press.

Bryman, A. och Bell, E. (2013). "Företagsekonomiska forskningsmetoder", Liber AB, Malmö.

Caprio, G. (2012). "Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure". Academic Press, s. 385–386, ISBN 0123978734.

Chava, S. och Roberts, M. (2008). "How does financing impact investment? the role of debt covenants", *The Journal of Finance*, vol. 63, s. 2085-2121.

Naveen, D. D., David, D. J. och Naveen, L. (2007). "Do Firms Manage Earnings to Meet Dividend Thresholds?", AFA 2008 New Orleans Meetings Paper.

DeAngelo, H. och L, DeAngelo. (1990). "Dividend Policy and Financial Distress: An Empirical Investigation of Troubled NYSE Firms", *Journal of Finance*, vol. 45, s. 1415-1431.

Donaldson, G., (1961). "Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity", Omtryckt 2000 av Beard Books, Washington, D.C., ISBN: 1-58798-034-7.

Carroll, R., Pizzola, B., Hultman, E., och Segerström, M. (2012). "Corporate Dividend and Capital Gains Taxation: A comparison of Sweden to other member nations of the OECD and EU, and BRIC countries" Ernst & Young, oktober 2012, Prepared for the Confederation of Swedish Enterprise.

ESMA, (2014). "Credit Rating Agencies' 2014 market share calculations for the purposes of Article 8d of the CRA Regulation", December 2014, serienr. 1583.

Fama, E. F. och French, K. R. (2001). "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?", *Journal of Financial Economics*, vol. 60, nr. 1, s. 3-43.

Fama, E. F. och French, K. R. (2002). "Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt", *Review of Financial Studies*, vol. 15, s. 1-33.

Foley, S. (2013). "Issuer payment: Model resistant to reform" *Financial Times*, January 14, 2013, 18:30.

Gul, F. A., Zhao, X., och Zhou, G. (2011). Credit rating transitions, investor sentiment and corporate investment decisions, Hong Kong University.

Griffin, J. M. och Tang, D. Y. (2012), "Did subjectivity play a role in CDO credit ratings?", *The Journal of Finance*, vol. 67, uppl. 4, s. 1293-1328.

Goh, J. och Ederington, L. (1993). "Is a bond rating downgrade bad news, good news, or no news for stockholders?", *The Journal of Finance*, vol. 48, nr. 5, s. 2001-2008.

Grier, P. och Katz, S. (1976). "The Differential Effects of Bond Rating Changes Among Industrial and Public Utility Bonds by Maturity," *The Journal of Business*, vol. 42, s. 226-239.

Grullon, G. och Michaely, R. (2004). "The information content of share repurchase programs", *Journal of Finance*, vol. 59, s. 651-680.

Hand, J., Holthausen, R. och Leftwich, R. (1992). The effect of bond rating agency announcements on bond and stock prices, *The Journal of Finance*, vol. 47, nr. 2, s. 733-752.

Hite, G. och Warga, A. (1997). "The effect of bond-rating changes on bond price performance", *Financial Analysts Journal*, vol. 53, nr. 3, s. 35-51.

Horrigan, J. O. (1966). "The determination of long-term credit standing with financial ratios". *Journal of Accounting Research*. Vol. 4, nr. 3, s. 44-62.

Ingram, R., Brooks, L. och Copeland, R. (1983). "The Information Content of Municipal Bond Rating Changes: A Note," *Journal of Finance*, Vol. 38, s. 997–1003.

Janannathan, M., Stephens, C. och Weisbach, M. (2000). "Financial Flexibility and the Choice Between Dividends and Stock Repurchases," *Journal of Financial Economics*, vol. 57, s. 355-384.

Jensen, M. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers" *American Economic Review*, vol. 76, s. 323-329.

John, K. och Williams, J. (1985). "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium," *Journal of Finance*, September 1985, Vol. 40 nr. 4, s. 1053-1070.

Katz, S. (1974). "The Price and Adjustment Process of Bonds to Rating Reclassification: A Test of Bond Market Efficiency," *Journal of Finance*, vol. 29, s. 551-559.

Kisgen, D. (2006). "Credit Ratings and Capital Structure," *Journal of Finance* vol. 61, s. 1035-1072.

Khieu, H. och Pyles, M. (2012). "The Influence of a Credit Rating Change on Corporate Cash Holdings and Their Marginal Value", *Financial Review*, vol. 47, s. 351-373.

Khieu, H. och Pyles, M. (2015). "The Influence of a Credit Rating Change on Dividend and Investment Policy Interactions".

Körner, S. och Wahlgren, L. (2012). "Praktiskt Statistik", uppl. 4, Studentlitteratur AB.

La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. och Shleifer, A. (2008), "The Economic Consequences of Legal Origins", *The Journal of Economic Literature*, vol. 46, nr. 2, s. 285-332.

La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. och Vishny, R.W. (2000). "Agency Problems and Dividend Policies around the world", *The Journal of Finance*, vol. 50, Nr. 1, s. 1-33.

Lekvall, P. och Wahlbin, C. (2001). "Information för marknadsföringsbeslut", uppl. 4, Göteborg, IHM Publishing.

Li, K. och Zhao, X. (2008), "Asymmetric Information and Dividend Policy", *Financial Management*, vol. 37, s. 673–694.

Lintner, J. (1956). "Distribution of Income of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes," *American Economic Review*. vol. 46, nr. 2 s. 97-113.

Miller, M. H. och Rock, K. (1985). "Dividend Policy Under Asymmetric Information", *Journal of Finance*, vol. 40, nr. 4, s. 1031-1051.

Modigliani, F. och Miller, M. (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review*, vol. 48, s. 261–297.

Modigliani, F. och Miller, M. (1961), "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares," *Journal of Business*, vol. 34, s. 411-433.

Moody's, (2016), "Rating Definitions", Hämtad 2016-02-22, klockan 10:30.

<https://www.moody.com/ratings-process/Ratings-Definitions/002002>

Moody's, (2016a), "Rating Symbols and Definitions", Hämtad 2016-02-23, klockan 19:08.

https://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004

Myers, S. (1984). "Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance*, July 1984, vol. 39, nr. 3, s. 575-592.

Myers, S. och Majluf, N. S. (1984) "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, vol. 13, nr. 2, 1984, s. 187-221.

Ogden, J.P., Jen, F.C. och O'Connor, P.F. (2003). "Advanced Corporate Finance: Policies and Strategies", Prentice Hall.

Pettit, R. R. (1972). "Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency", Journal of Finance, vol. 27, nr. 5, s. 993-1007.

Riksbanken (2016) "Sök räntor & valutakurser", Hämtat 2016-04-20, Klockan 11:00.
<http://www.riksbank.se/sv/Rantor-och-valutakurser/Sok-rantor-och-valutakurser/>

Shefrin, H. (2007). "Behavioral Corporate Finance, Decisions that Create Value". 2007 Edition McGraw-Hill/Irwin, s. 116-117.

S&P, (2015). "Guide to Credit Rating Essentials", Hämtad 2016-03-15, klockan 10:36.
http://www.spratings.com/documents/20184/760102/SPRS_Understanding-Ratings_GRE.pdf/298e606f-ce5b-4ece-9076-66810cd9b6aa

S&P, (2015a). "Corporate Ratings Methodology", Hämtad 2016-03-15, klockan 11:14.
<http://www.spratings.com/documents/20184/774196/Corporate+Ratings+Methodology.pdf/8fd4392a-4aae-4669-bd74-a9b86e18d781>

S&P, (2016). "Understanding Ratings", Hämtad 2016-02-22, klockan 10:32.
http://www.spratings.com/en_US/understanding-ratings

S&P, 2016a). "S&P Global Ratings Definitions", Hämtat 2016-02-23, klockan 19:06.
https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352

STOXX, Index Methodology guide (porfolio based indices), Februari 2016.
<https://www.stoxx.com/index-details?symbol=SXXP>

Stultz, R. M. (1990). "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", Journal of Financial Economics, vol. 26, s. 3-27.

Bilaga 1 - Multikollinearitetsmatris

KREDITBETYGSSKILLNAD	1																			
KRED_BET_UPP	0,585429	1																		
KRED_BET_NED	-0,70196	-0,13207	1																	
INVESTERINGAR	0,107172	0,053122	-0,09273	1																
LONSAMHET	0,118333	0,110234	-0,11254	0,000785	1															
UK	0,008103	-0,04305	-0,07451	-0,00174	0,16971	1														
FRANKRIKE	0,026974	0,018493	-0,02363	0,090228	-0,23494	-0,29066	1													
TYSKLAND	0,052296	0,08255	0,036855	-0,0629	-0,10153	-0,22079	-0,2149	1												
SCHWEIZ	0,060939	0,041948	-0,06404	-0,04117	0,082468	-0,15481	-0,15068	-0,11446	1											
SVERIGE	0,022663	-0,01206	-0,04763	0,036814	0,085781	-0,15214	-0,14808	-0,11248	-0,07887	1										
NEDERLANDERNA	0,002087	-0,03423	-0,01166	0,134169	0,036784	-0,14531	-0,14143	-0,10743	-0,07533	-0,07403	1									
SPANIEN	-0,11158	-0,01916	0,064947	-0,10054	-0,03628	-0,11506	-0,11199	-0,08507	-0,05965	-0,05862	-0,05599	1								
OVRIKA_LANDER	-0,09025	-0,03803	0,130735	-0,07358	0,043287	-0,23358	-0,22735	-0,1727	-0,12109	-0,119	-0,11366	-0,09	1							
BELANINGSGRAD	-0,13407	-0,05047	0,110162	-0,03414	0,095134	0,117127	-0,09536	-0,07465	-0,09873	0,018372	-0,05554	0,239192	0,007983	1						
STORLEK	-0,08377	-0,09433	0,098267	-0,15263	-0,30422	-0,21999	0,156427	0,180461	-0,06077	-0,16794	-0,02418	0,031396	0,066526	-0,11231	1					
TOBINS_Q	0,162984	0,148238	-0,16632	0,04214	0,714151	0,2018	-0,19497	-0,16665	0,203767	0,138081	-0,06132	-0,02941	-0,03917	0,099791	-0,41406	1				
ATERKOP	0,089438	0,024934	-0,1399	0,085157	0,143017	0,283875	-0,13734	-0,15334	0,159959	-0,10466	0,084382	0,068498	-0,16305	0,041736	-0,13539	0,207294	1			
	KREDITBETYG_BET_I_KRED_BET_I_INVESTERIN	LONSAMHET	UK	FRANKRIKE	TYSKLAND	SCHWEIZ	SVERIGE	NEDERLANDERNA	OVRIKA_LANDER	BELANINGSGRAD	STORLEK	TOBINS_Q	ATERKOP	OVRIGA_LA	BELANINGSGRAD	STORLEK	TOBINS_Q	ATERKOP		

Bilaga 2 - OLS-regression med kreditbetygsskillnad

Dependent Variable: FORANDRING_UTDELNING

Method: Least Squares

Date: 04/25/16 Time: 12:17

Sample (adjusted): 192 955

Included observations: 580 after adjustments

White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KREDITBETYGSSKILLNAD	0.013208	0.020326	0.649800	0.5161
INVESTERINGAR	-0.000211	0.001015	-0.207842	0.8354
UK	0.045360	0.022174	2.045695	0.0412
BELANINGSGRAD	-0.002442	0.001075	-2.271737	0.0235
STORLEK	-0.013020	0.008383	-1.553091	0.1210
TOBINS_Q	0.000128	0.000138	0.930134	0.3527
ATERKOP	0.060163	0.024822	2.423777	0.0157
LAG_FORANDRING_UTDELN	0.071004	0.033598	2.113323	0.0350
C	0.288933	0.182042	1.587176	0.1130
R-squared	0.075139	Mean dependent var		0.025072
Adjusted R-squared	0.062181	S.D. dependent var		0.256871
S.E. of regression	0.248757	Akaike info criterion		0.070713
Sum squared resid	35.33342	Schwarz criterion		0.138415
Log likelihood	-11.50668	Hannan-Quinn criter.		0.097108
F-statistic	5.798779	Durbin-Watson stat		2.014412
Prob(F-statistic)	0.000000	Wald F-statistic		6.010910
Prob(Wald F-statistic)	0.000000			

Bilaga 3 - OLS-regression med kreditbetyg ned/upp

Dependent Variable: FORANDRING_UTDELNING

Method: Least Squares

Date: 04/25/16 Time: 12:21

Sample (adjusted): 192 955

Included observations: 580 after adjustments

White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KRED_BET_NED	0.038022	0.062808	0.605377	0.5452
KRED_BET_UPP	0.061543	0.026217	2.347417	0.0192
INVESTERINGAR	-0.000171	0.000970	-0.176459	0.8600
UK	0.051199	0.021346	2.398564	0.0168
BELANINGSGRAD	-0.002566	0.001095	-2.344437	0.0194
STORLEK	-0.012422	0.008509	-1.459781	0.1449
TOBINS_Q	0.000123	0.000138	0.892115	0.3727
ATERKOP	0.063361	0.026539	2.387509	0.0173
LAG_FORANDRING_UTDELN	0.073644	0.032421	2.271456	0.0235
C	0.266871	0.183370	1.455365	0.1461
R-squared	0.081148	Mean dependent var		0.025072
Adjusted R-squared	0.066640	S.D. dependent var		0.256871
S.E. of regression	0.248165	Akaike info criterion		0.067643
Sum squared resid	35.10386	Schwarz criterion		0.142867
Log likelihood	-9.616430	Hannan-Quinn criter.		0.096971
F-statistic	5.593252	Durbin-Watson stat		2.014970
Prob(F-statistic)	0.000000	Wald F-statistic		6.448249
Prob(Wald F-statistic)	0.000000			

Bilaga 4 - Logistisk regression med utdelning ökning

Dependent Variable: UTDELNING_OKNING

Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing)

Date: 04/25/16 Time: 13:19

Sample: 1 955

Included observations: 772

Convergence achieved after 4 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
KRED_BET_NED	0.312394	0.241998	1.290893	0.1967
KRED_BET_UPP	0.594681	0.265812	2.237222	0.0253
INVESTERINGAR	-0.020327	0.006499	-3.127644	0.0018
BELANINGSGRAD	-0.020628	0.005684	-3.629277	0.0003
STORLEK	0.082940	0.072081	1.150652	0.2499
TOBINS_Q	0.004810	0.001496	3.215991	0.0013
ATERKOP	0.300349	0.169792	1.768920	0.0769
UK	0.995665	0.218114	4.564877	0.0000
C	-1.007164	1.474251	-0.683170	0.4945
McFadden R-squared	0.073729	Mean dependent var	0.625648	
S.D. dependent var	0.484269	S.E. of regression	0.463864	
Akaike info criterion	1.248275	Sum squared resid	164.1743	
Schwarz criterion	1.302473	Log likelihood	-472.8343	
Hannan-Quinn criter.	1.269131	Deviance	945.6685	
Restr. deviance	1020.941	Restr. log likelihood	-510.4707	
LR statistic	75.27292	Avg. log likelihood	-0.612480	
Prob(LR statistic)	0.000000			
Obs with Dep=0	289	Total obs	772	
Obs with Dep=1	483			

Bilaga 5 - Logistisk regression med utdelning minskning

Dependent Variable: UTDELNING_MINSKNING
 Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing)
 Date: 04/25/16 Time: 13:20
 Sample: 1 955
 Included observations: 772
 Convergence achieved after 5 iterations
 Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
KRED_BET_NED	-0.872743	0.263567	-3.311274	0.0009
KRED_BET_UPP	-0.779483	0.278306	-2.800811	0.0051
INVESTERINGAR	0.020331	0.006504	3.125885	0.0018
BELANINGSGRAD	0.016867	0.005703	2.957804	0.0031
STORLEK	0.058129	0.072889	0.797489	0.4252
TOBINS_Q	-0.002599	0.001392	-1.867009	0.0619
ATERKOP	-0.371777	0.172777	-2.151769	0.0314
UK	-0.972840	0.224091	-4.341262	0.0000
C	-1.848297	1.492268	-1.238582	0.2155
McFadden R-squared	0.072246	Mean dependent var		0.340674
S.D. dependent var	0.474243	S.E. of regression		0.455201
Akaike info criterion	1.213590	Sum squared resid		158.0997
Schwarz criterion	1.267788	Log likelihood		-459.4456
Hannan-Quinn criter.	1.234445	Deviance		918.8913
Restr. deviance	990.4470	Restr. log likelihood		-495.2235
LR statistic	71.55575	Avg. log likelihood		-0.595137
Prob(LR statistic)	0.000000			
Obs with Dep=0	509	Total obs		772
Obs with Dep=1	263			

Bilaga 6 - Företag inkluderade enligt urvalskriterierna

ABB LTD N	DAILY MAIL 'A'
ABERTIS INFRASTRUCTU- RAS	DAIMLER (XET)
ACCOR	DANONE
ADECCO 'R'	DELHAIZE GROUP
ADP	DEUTSCHE LUFTHANSA (XET)
AHOLD KON.	DEUTSCHE POST (XET)
AIR LIQUIDE	DEUTSCHE TELEKOM (XET)
AIRBUS GROUP	DIAGEO
AKZO NOBEL	DSM KONINKLIJKE
ALFA LAVAL	DUERR (XET)
ALSTOM	DUFRY 'R'
AMADEUS IT HOLDING	E ON (XET)
ANHEUSER-BUSCH INBEV	EDENRED
ARKEMA	EDF
	EDP ENERGIAS DE PORTUG- AL
ASHTREAD GROUP	ELECTROLUX 'B'
ASM INTERNATIONAL	ELISA
ASSA ABLOY 'B'	ENAGAS
ATLANTIA	ENDESA
ATLAS COPCO 'A'	ENEL
BAE SYSTEMS	ENGIE
BARRY CALLEBAUT	ENI
BASF (XET)	ERICSSON 'B'
BAYER (XET)	EUTELSAT COMMUNICAT- IONS
	EVONIK INDUSTRIES (XET)
BILFINGER BERGER (XET)	EXOR ORD
BMW (XET)	FERROVIAL
BOUYGUES	
BRENNTAG (XET)	FINMECCANICA
BRITISH AMERICAN TO- BACCO	FLUGHAFEN ZURICH
BT GROUP	FORTUM
CABLE & WIRELESS COMMS.	FRESENIUS MED.CARE (XET)
CAP GEMINI	G4S
CARREFOUR	GAS NATURAL SDG
CASINO GUICHARD-P	GEBERIT 'R'
CENTRICA	GLAXOSMITHKLINE
CEZ	GLENCORE
CLARIANT	GRIFOLS ORD CL A
COCA-COLA HBC (CDI)	HEIDELBERGCEMENT (XET)
COMPASS GROUP	HEINEKEN
CONTINENTAL (XET)	HELLENIC TELECOM.ORG.
CRH (DUB)	

HENKEL PREF. (XET)	RED ELECTRICA CORPN.
IBERDROLA	RELX
ICTL.HTLS.GP.	RELX
IMPERIAL BRANDS	RENAULT
INTERTEK GROUP	RENTOKIL INITIAL
INTRUM JUSTITIA	REPSOL YPF
ISS AS	REXAM
ITV	REXEL
JCDECAUX	RHEINMETALL (XET)
K + S (XET)	RIO TINTO
KABEL DEUTSCHLAND (XET) HLDG.	ROCHE HOLDING
KERING	ROYAL DUTCH SHELL A
KINGFISHER	RTL GROUP (XET)
KPN KON	RWE (XET)
LAFARGEHOLCIM	SABMILLER
LANXESS (XET)	SAINSBURY (J)
LEGRAND	SAINT GOBAIN
LINDE (XET)	SANDVIK
LUXOTTICA	SANOFI
LVMH	SCA 'B'
MERCK KGAA (XET)	SCHNEIDER ELECTRIC SE
METSO	SECURITAS 'B'
MICHELIN	SES FDR (PAR)
MTU AERO ENGINES (XET) HLDG.	SEVERN TRENT
NATIONAL GRID	SIEMENS (XET)
NESTLE 'R'	SIKA 'B'
NEXT	SKF 'B'
NOKIA	SKY
NORSK HYDRO	SMITHS GROUP
NOVARTIS 'R'	SMURFIT KAPPA GROUP
NOVO NORDISK 'B'	SNAM
ORANGE	SODEXO
PEARSON	SOLVAY
PERNOD-RICARD	SSE
PEUGEOT	STAGECOACH GROUP
PHILIPS ELTN.KONINKLIJKE	STATOIL
POSTNL	STORA ENSO 'R'
PROXIMUS	SWEDISH MATCH
PUBLICIS GROUPE	SWISSCOM 'R'
RECKITT BENCKISER GROUP	SYNGENTA

TATE & LYLE
TAYLOR WIMPEY
TECHNICOLOR
TECHNIP
TELECOM ITALIA
TELENOR
TELIASONERA
TERNA RETE ELETTRICA
NAZ
TESCO
THALES
THOMAS COOK GROUP
THYSSENKRUPP (XET)
TNT EXPRESS
TOTAL
TUI (LON)
UBM
UNILEVER (UK)
UNILEVER CERTS.
UPM-KYMMENE
VALEO
WENDEL
VEOLIA ENVIRONNEMENT
WILLIAM HILL
VINCI
VIVENDI
VODAFONE GROUP
VOLKSWAGEN PREF. (XET)
WOLTERS KLUWER
VOLVO 'B'
WPP
YARA INTERNATIONAL

Bilaga 7 - Fiktiv artikel till Dagens Industri

Nyheter Opinion Aktietjänster Börssnack Bostad Dagens tidning Play Jobb Mer

« Tillbaka Skriv ut | Spara artikel

Lundastudenter till Swedbanks 10-årsjubileum

Uppdaterad 2016-05-16 13:35. Publicerad 2016-05-16 12:52



Lundagård Foto: Lund Universitet

Swedbank firar 10-årsjubileum sedan de bytte namn från Föreningssparbanken och bjuder i dagarna tre in till branschdagar i Dansens Hus i Stockholm. På talarlistan står kända namn som Stefan Ingves och Percy Barnevik men också tre mindre kända studenter från Lund.

De tre civilekonomstudenterna från Lund hade knappt hunnit lämna in sin uppsats innan deras studie började florera inom branschkrretsar och Swedbanks eventansvarige var inte sen med att bjuda in studenterna till 10-årsjubileet.

Så vad har de då undersökt för samband? Civilekonomstudenterna som nu tagit sin examen inom finans valde att studera vad som påverkar företags utdelning nästkommande år. Mer specifikt studerades sambandet mellan en förändring i ett företags kreditbetyg och nästa räkenskapsårs utdelning, ett område som till viss del studerats tidigare på den amerikanska marknaden men som tills nu inte studerats utförligt på den europeiska.

- **LÄS MER:** [Utdelningssänkning - en investerares mardröm?](#)

ETIKETTER I DENNA

Pfizer

RELATERADE ARTIKLAR

Fusionsfiaskon står s backen 2016
Bättre än väntat för Pfizer
Pfizer betalar miljarder
Pfizer bekräftar: Drar tillbaka
Pfizer påstås dra tillbaka
Pfizer ska återköpa aktier miljarder
Pfizers resultat över förväntat

Pfizer

Experten: Minskat bud Astra Zeneca
Pfizer höjer utdelningen
Ledare: Pfizers budet

SENASTE ANALYSER

PLUS Martin Blomgren: Kyliga vindar i klädbranschen 12:00

PLUS Viktor Munkhammar: Politiken under luppen

PLUS Johanna Jeanzon: Ökad molnighet på bostadshimlen

PLUS Jan Glevén: Bilmarknaden rullar i tempo

Enkla och flexibla lån
Hos Onea.se väljer du själv hur mycket du vill betala varje månad.
www.onea.se

Billigare bokslut
Enkel och smidig bokföring. Slipp AB. Allt ingår från 99 kronor.
Slipp.se

Vad de kom fram till var att europeiska företag som fått sitt kreditbetyg uppgraderat har större sannolikhet att öka sin utdelning än företag som inte upplevt någon förändring. De företag som i sin tur fått sitt kreditbetyg sänkt visar sig vara mer motvilliga att sänka sin utdelning jämfört med de företag som inte fått sitt kreditbetyg ändrat. Detta indikerar att företag som blivit nedgraderade av kreditbetygsinstituten är rädda för att sända ytterligare negativa signaler till marknaden.

Dessa resultat står i kontrast mot tidigare studier på den amerikanska marknaden som antytt att företag i gynnsamma förhållanden är villiga att behålla befintlig nivå på utdelningen och i sämre tider är mindre motvilliga att sänka den.

Brittiska företag sticker ut i Europa och är mer benägna att öka sin utdelning samt mer motvilliga att sänka densamma. Detta förklarar författarna med att brittiska företag besitter ett starkare skydd för minoritetsägande.

- **LÄS MER:** [Byte av segment och lista - Glädjefyllt "..."](#) ?

- **Jag blev väldigt imponerad** när jag först läste ekonomistudenternas uppsats och tycker att de har funnit ett intressant samband som jag tror kommer påverka vår och andra finansiella instituts investeringsstrategier de närmsta åren, säger en högt uppsatt person inom Swedbank.

De tre studenterna från Lund vill trots den stora uppmärksamheten tona ned sitt bidrag något och menar att de funnit ett intressant samband, men det behöver undersökas ytterligare innan det kan få ekonomiska implikationer.

Joel Johannesson

Rickard Johansson

Albin Lagerqvist

DELA ARTIKEL

[f Facebook](#) [t Twitter](#)
[in Linked In](#) [e Email](#)

Disclaimer: Till kursen hör en uppgift att skriva en fiktiv artikel för att åskådliggöra hur det skulle kunna se ut när studiens resultat, samt dess underliggande fakta, data och argumentation, på ett begripligt sätt, sprids till en bredare massa.

Ny medlem i styrelse
Ändra uppgifter för ditt eller din förening på [Verksamt.se](#)

MATCHADS

BÖRSMORGON



Här hittar du det senaste avsnittet av tv-programmet

KALENDERN



Här är dagens viktigaste hållpunkter i affärsvärlden

BLI FRAMGÅNGSRIK

