



EXAMENSARBETE

Våren 2014

Sektionen för Samhälle & Hälsa

Företagsekonomi

Bank & Finans

Hur påverkar utdelningar företagsvärde?

- En kvantitativ studie av utdelningsfrekvenser på Nasdaq och New York Stock Exchange

Författare

Philip Nilsson

Adam Scheutz

Handledare

Håkan Jankensgård

Examinator

Timurs Umans

Förord

Med handen på hjärtat kan vi säga att vi var aningen skeptiska när vi valde att lämna Lund för att studera ekonomi i Kristianstad, men oj vad nöjda vi är nu! Tre års studier känns som tre veckor och tiden har sprudlat av inspiration från inspirerande lärare och verklighetsbaserade kurser. Allt har givetvis inte bara varit frid och fröjd men när vi nu lämnar in detta examensarbete så är vi mer än nöjda med våra år på Högskolan Kristianstad!

Vi vill passa på att tacka vår handledare Håkan Jankensgård som hjälpt oss att göra detta arbete möjligt. Han har ställt upp på panikmöten när det "brunnit i knutarna" och guidat oss genom hela arbetet på ett målmedvetet och mycket inspirerande sett.

Vi vill rikta extra uppmärksamhet till Ola Olsson som genom gedigen vilja och en förmåga att lära ut ny kunskap har lett till ett nytt intresseområde inom finansiering. Han har samtidigt hjälpt oss med enklare frågor trots att han inte är vår handledare i detta examensarbete.

Kristianstad 30:e maj 2014

Adam Scheutz

Philip Nilsson

Sammanfattning

Utdelningar är ett relativt välkänt och utforskat område men ingen accepterad förklaring till dess påverkan på företagsvärde finns och tidigare studier tyder på att forskare till stor del har kommit fram till olika resultat. Men forskning kring utdelningsfrekvensernas betydelse och dess påverkan på företagsvärde är begränsad vilket leder oss in på ett område som är relativt outforskat. Syftet med detta arbete är att kvantitativt undersöka om utdelningsfrekvenserna påverkar ett företagsvärde.

Undersökningen baseras på de två amerikanska listorna Nasdaq och New York Stock Exchange. För att göra studien så aktuell som möjligt grundar sig undersökningen på observationer mellan 2009 och 2013 och innehåller totalt 11144 observationer. Bolag på den amerikanska marknaden använder sig av främst fyra utdelningsfrekvenser: årliga, halvårsvis, kvartalsvis eller månadsvis. Slutligen finns det de bolag vars ledning beslutat att inte tillämpa utdelning som en av sin policy. Samtliga fem av dessa är inkluderade i studien. All data har samlats in via databasen Datastream och samtliga statistiska beräkningar har gjorts i SPSS. Fyra hypoteser skapades med grund från agentteorin, Miller och Modiglianis (1961) artikel om utdelningarnas irrelevans, *bird in hand* och prospektteorin.

Resultatet av undersökningen blev att den utdelningsfrekvens som resulterade i det högsta företagsvärde var kvartalsvis utdelning, vilken även är den frekvens som bolagen tillämpar mest. En summering av medelvärdena påvisar att månadsvis utdelning uppvisar det lägsta företagsvärde medan regressionsanalysen visar på att årsvis utdelning gav det sämsta resultatet på företagsvärdet.

Genom hela resultatet kunde det med flera olika tester påvisas att kvartalsvis utdelning var den signifikant bästa utdelningspolicyn.

Nyckelord: Utdelningsfrekvens, företagsvärde, Tobin's Q

Abstract

Dividend is a relatively well known and researched topic, however, no definite explanation seems to exist for the effect on a firm's value. Previous studies suggest that researchers have reached a grasp variety of different results throughout time. As a result of an inconclusive and broad range of results this area of studies can be defined as unexplored which leads to the purpose of this essay of quantitatively analyze the impact and effect of dividend frequency on a company's value.

The survey used for analysis is based on two charts: Nasdaq and New York Stock Exchange. For more updated results this survey included 11144 observations in which were registered between the years of 2009 and 2013.

The U.S. market uses mainly four different types of periodicity when it comes to appliance of dividends, those distributions consist of the following: annual, half-yearly, quarterly or monthly. There are also companies registered whose management does not apply the dividend strategy as part of their policy.

All five types of dividend appliance were considered for the purpose of this study. All the data collection was made through the Datastream database and all the statistical calculations were created through SPSS.

Four hypotheses were created based on agency theory, Miller and Modigliani's (1961) article about the irrelevans of dividend, the bird in hand and prospect theory.

As a conclusion, the survey determines that the firms with the highest value apply the quarterly dividend which has proven to be the most used method. A summary of the mean values shows that the monthly dividend distribution leads to the lowest enterprise value while the regression analysis clearly determines that the yearly dividend has the least successful result on valuations.

Based on several different tests throughout the entire study, it was shown that the quarterly dividend was the significantly best dividend policy.

Keywords: Dividend frequency, firm value, Tobin's Q

Innehållsförteckning

1 INLEDNING.....	1
1.1 BAKGRUND.....	1
1.2 PROBLEMATISERING.....	2
1.3 FRÅGESTÄLLNING.....	4
1.4 SYFTE.....	4
1.5 AVGRÄNSNING.....	5
1.7 DISPOSITION.....	5
2 TEORETISK REFERENSRAM.....	7
2.1 AGENTTEORI.....	7
2.2 MILLER & MODIGLIANI'S TEORI.....	9
2.3 BIRD IN HAND- TEORIN.....	12
2.4 BEHAVIORAL FINANCE.....	13
2.4.1 <i>Besittningseffekt</i>	14
2.4.2 <i>Prospektteorin</i>	14
2.5 UTFORMNING AV HYPOTESER.....	16
3 METOD.....	17
3.1 RAM.....	17
3.2 FORSKNINGSFILOSOFI OCH ANSATS.....	17
3.3 TEORETISKT RAMVERK.....	18
3.4 DATAINSAMLING.....	19
3.4.1 <i>Val av insamlingsmetod</i>	20
3.5 TILLVÄGAGÅNGSSÄTT.....	21
3.6 URVAL OCH BORTFALL.....	21
3.7 KÄLLKRITIK.....	22
3.7.1 <i>Reliabilitet/ Tillförlitlighet</i>	22
3.7.2 <i>Validitet</i>	23
3.8 UNDERSÖKNINGSVARIABLEN.....	24
3.9 VAL AV VARIABLER.....	24
3.10 DEN BEROENDE VARIABELN.....	24
3.11 DE OBEROENDE VARIABLERNAS.....	25
3.12 EKONOMETRI.....	28

3.13 ETIK	28
4 RESULTAT	30
4.1 NORMALFÖRDELNING.....	30
4.2 MEDELVÄRDE TOBIN´S Q.....	31
4.3 KORRELATION.....	35
4.4 REGRESSION	38
5 ANALYS	44
5.1 MEDELVÄRDE.....	44
5.2 KORRELATION.....	44
5.3 TOTAL REGRESSION.....	45
5.4 REGRESSION AV ENSKILDA TABELLER	45
5.5 REGRESSION AV DE STATISTISKT SÄKERSTÄLLDA TOBIN´S Q.....	46
5.6 REGRESSION MED SAMTLIGA VARIABLER	47
5.7 OBEROENDE VARIABLER	47
6. SLUTSATSER OCH DISKUSSION	49
6.1 SUMMERING	49
6.2 SVAR PÅ FORSKNINGSFRÅGAN.....	50
6.3 DISKUSSION.....	50
6.4 ETISKA IMPLIKATIONER OCH SAMHÄLLSBIDRAG	52
6.5 SJÄLVKRITIK	52
6.6 VIDARE FORSKNING.....	53
7 KÄLLFÖRTECKNING	54
BILAGA 1 – SUMMERING AV VARIABLER.....	59

1 Inledning

I kapitel 1 kommer en introduktion kring ämnet att presenteras. En redogörelse kring bakgrunden för forskningsfrågan görs som ligger till grund för problemformuleringen, frågeställningen och syftet. Kapitlet avslutas med avgränsning och disposition.

1.1 Bakgrund

Utdelningar och utdelningspolicy från börsnoterade företag till aktieägare är ett av det mest välstuderade områdena inom finansiell ekonomi (Ferris, Noronha, & Unlu, 2009). Men varför ger företag utdelning till investerare och varför vill dessa ha utdelning? Åsikterna kring detta är kontroversiellt och gapet i forskningen gör att ämnet fortfarande kan anses som aktuellt fastän utdelningsfenomenet är gammalt.

Redan 1959 var debatten igång angående utdelningarnas påverkan. Samma år introducerade Gordon (1959) sin utdelningsteori där han menade att en investerare inte bara köper en aktie utan även dess framtida utdelningar. Gordon (1959) förklarar vidare att utdelningen är den ström av pengar som investeraren förväntas få i framtiden. Dessutom menar författaren att den absolut viktigaste orsaken till att behålla eller öka utdelningen är den förväntade framtida vinsten. Denna styrs av flera faktorer men en påtaglig faktor är avkastning på investeringar. Två år senare skulle en annan syn på utdelningen komma fram. Nobelpristagarna i ekonomi Miller och Modigliani (1961) teori visar på att ett företags enskilda utdelningspolicy saknar påverkan på företagsvärde i en effektiv marknad då de menar att utdelningen redan är inprisad i aktiekursen.

40 år senare publicerade Fama och French (2001) artikel *Disappearing dividends* där de påvisar att utdelningar från börsnoterade företag har sjunkit från drygt 66 % år 1978 till knappt 21% år 1999. Dessutom visar företag som aldrig haft utdelning till sina aktieägare lägre lönsamhet och högre tillväxt än företag med utdelning (ibid). Orsaken till att färre bolag delar ut ersättning till sina aktieägare är främst förändrad karaktär i bolagen. Vidare beskrivs denna karaktär som stora framtida investeringsbeslut, lägre vinst samt att stoleken på bolagen har minskat. Även den starka tillväxtmöjligheten ses som en anledning till att färre bolag ger utdelning (Fama & French, 2001).

Skinner (2013) beskriver att fram till 2003 fanns det en negativ skatteeffekt i USA när investerare tog emot utdelning (Bloomberg.com, 2013). Denna negativa skatteeffekt innebar en dubbelbeskattning där både investerare och bolag var tvungna att betala skatt. Men med den nya skatteplanen behövde endast investerarna betala skatt då bolagens skatt på utdelning blev avdragsgill (Damodaran, 2003). Således, fram till 2003, borde aktieägarna ha haft kvar aktierna i bolaget och fokuserat på kapitalvinsten mer än att välja företag med hög förväntad utdelning. Vidare beskrivs att denna skattenackdel kan återkomma inom en snar framtid, vilket kan komma att krydda diskussionen än mer om utdelningarnas vara eller inte vara. Skattenackdelen kan vara en av de bidragande orsakerna till att den alternativa metoden aktieåterköp, som introducerades under tidiga 1980-talet, används i större grad än utdelning. Artikeln fortsätter beskriva att den totala summan som delas ut är dock större nu än den var tidigare. DeAngelo, DeAngelo och Skinner (2004) skriver om att den genomsnittliga ökningen i utdelning från de industriella firmorna på de amerikanska börserna mellan åren 1978 och 2000 är 7,1 miljarder dollar.

1.2 Problematisering

Som ovan beskrivet är ämnet kring utdelning ett väl utforskat område där det i flertalet artiklar presenterar och diskuterar det monetära utflödet av pengar till aktieägarna (Baker & Wurgler, 2004). Dock råder det stor oenighet kring utdelningens påverkan och betydelse för aktieägarna samt företagen. Al-Kuwari (2010) beskriver ett liknande fenomen där den faktiska motiveringen till utdelningar fortfarande kvarstår som osäker och således finns det ingen accepterad förklaring kring det observerade utdelningsbeteendet.

En tolkning av Kahneman och Tversky (1979) visar att investerare upplever större nytta att investera i företag som har utdelning än att investera i företag som inte har detta som policy. Detta med stöd från nyttoteorin. En koppling mellan nyttoteorin och Bloomberg (2013) görs där den senare beskriver att investerare kan förvänta sig att få utdelning om detta fenomen har funnits i bolaget sedan tidigare. Således kan en besvikelse uppstå om ledningen väljer att eliminera utdelningen och använda sig av aktieåterköp istället. Det finns dock ett fåtal tillfällen där företag som haft en historia med utdelning kan bryta denna trend, exempelvis finansiella kriser (Bloomberg, 2013).

Agentteorin är en av två viktiga teorier som bör nämnas i utdelningssammanhang. Mer precist innebär teorin att det finns ett samband mellan två parter där den ena benämns agenten och

den andra som huvudman (Meckling & Jensen, 1976; Ross, 1973). Konflikter mellan de båda parterna kan uppstå vilket innebär att företaget drar på sig onödiga kostnader i form av övervakning av styrelsen men även ett ökat egenintresse för styrelsen som missgynnar minoritetsaktieägarna. Detta medför att utdelning minskar investeringsmöjligheterna och kan vara en avgörande faktor för styrelsens agerande med det fria kapitalet (Al-Kuwari, 2009). En annan syn på agentproblem kan vara den bristande disciplinen mellan den som beställt jobbet och den som utför det (Jensen, 2001).

Eastenbrook (1984) berör den andra viktiga teorin med den så kallade *klienteffekten*. Han menar att investerare kan befinna sig i olika skattesituationer vilket torde medföra att dessa grupper har olika preferenser till utdelning. Den del som tillhör den skattemissgynnade gruppen borde föredra en lägre utdelning och istället fokusera på en stigning av aktiepriset. Författaren menar att det mest rättvisa för samtliga investerare är att skapa olika utdelningspolicy för att tillgodose olika klienters behov.

Hoyt och Liebenbergs (2011) resultat visar att det finns ett positivt samband mellan utdelningar och marknadsvärdet. Argumentet för detta samband kopplas till att minska det fria kassaflödet och, som ovan beskrivet, agentkostnaderna. Liknande resultat upplevde Ferris m.fl. (2007) där en positiv relation mellan utdelningar och *market-to-book*. De menar att det framförallt finns två olika förklaringar till denna relation. Den första innebär att investeraren, med hjälp av prospektteorin och *mental accounting* upplever ökat företagsvärde. Den andra förklaringen kopplas till signaler om bra framtidsvinster samt att utdelning är informationsbärande. Detta innebär att företag med färre utdelningar inte lämnar information om bolagsutveckling lika ofta och marknaden saknar data för att värdesätta bolaget.

Al-Kuwari (2010) menar att genom en ökning i frekvensen i utdelningarna kan agentkostnaderna minskas. Detta leder till att det interna kassaflödet minskar och tvingar företaget att leta efter extern finansiering. Av den anledningen blir styrelsen ansvarig för andras kapital, vilket Al-Kuwari (2009) menar minskar de ovan nämnda agentkostnaderna.

Givet Miller och Modigliani (1961) antagande är utdelningar inte av värde. Deras teori visar på att utdelningspolicy är irrelevant när det gäller priset på en aktie i en perfekt och effektiv kapitalmarknad. De fortsätter beskriva att aktiens marknadspris förändras när utdelningen ändras och att denna förändring är korrelerad. Claesson (1987) berör även hon den effektiva kapitalmarknaden och beskriver att aktiemarknaden är ett utmärkt exempel på en effektiv marknad av den anledningen att viktig information är lättillgänglig. Vidare menar Al-Kuwari

(2010) att en effektiv marknad inte existerar och därför är Miller och Modiglianis antagande om utdelningarnas irrelevans inte korrekta. Antagandet grundar sig på att utdelning innehåller väsentlig information till aktieägarna såsom framtida förväntade vinster.

Breanley och Myers (2005) beskriver att utdelningspolicy är ett av de mest svåra och olösta problemen inom finansiell ekonomi. Al-Kuwari (2010) styrker Breanley och Myers (2005) resultat genom Frankurter och Wood (2002) påstående om 40-årig forskning kring utdelningspolicy som fortfarande inte är löst. Vidare menar Allen och Mikhaely (2003) att det är mycket viktigt med vidare forskning och utveckla fler teorier och empiriska undersökningar kring ämnet (Al- Kuwarni, 2010). Detta leder oss således in på ett område där det finns tvetydigheter och luckor i den empiriska forskningen som kan undersökas vidare.

I motsats till utdelning och utdelningspolicy finns det fåtal empiriska undersökningar kring frekvenserna i utdelningspolicy samt hur detta påverkar företagsvärde (Ferris m.fl, 2007). En aspekt som är värd att nämna är att en viss grupp investerare endast anser att frekvenserna i utdelningen är av sekundär betydelse då de ignorerar bland annat nyttan av utdelningen samt aktievärdet (Ferris m.fl, 2007; Kahneman och Tversky, 1979).

1.3 Frågeställning

Påverkar utdelningsfrekvenserna företagsvärde?

1.4 Syfte

Syftet med arbetet är att avgöra om utdelningsfrekvens påverkar företagsvärde.

1.5 Avgränsning

Den empiriska undersökningen grundar sig på den amerikanska marknaden och därmed blir den naturliga avgränsningen listorna Nasdaq och New York Stock Exchange. Dessa listor väljs då de innehåller globala företag samt att bolagen har olika utdelningsfrekvenser som policy (nyse.nyx.com). Detta medför att listorna är lämplig för de kriterierna som krävs för den empiriska undersökningen. Användandet av en nationell lista innebär att det till viss del eliminerar landspecifik påverkan på aktiekursen och utdelningen (Bali och Cakici, 2008). Under insamlingsprocessen har företag fått väljas bort på grund av brist på finansiell information. Tidsperioden för undersökningen är mellan 2009 till 2013. Avgränsningarna på åren beror på främst på att undersökningen ska vara så aktuell som möjligt och därmed torde de senaste fem åren ge ett rättvisande resultat för hur verkligheten fungerar i dagsläget.

1.7 Disposition

I kapitel 1 kommer en introduktion att presenteras kring ämnet. En redogörelse kring bakgrunden för forskningsfrågan görs som ligger till grund för problemformuleringen, frågeställningen och syftet. Kapitlet avslutas med avgränsning och disposition.

I kapitel 2 kommer de aktuella teorierna som berör utdelning och företagsvärde att presenteras. Kapitlet avslutas med att fyra hypoteser sätts upp.

I kapitel 3 kommer den metod som ligger till grund för arbetet att presenteras. Vidare kommer tillvägagångssättet, urvalsprocessen och forskningsstrategin att klargöras. Validitet, reliabilitet och källkritik kommer sedermera hanteras för att slutligen belysa de etiska aspekterna vid datainsamlingen.

I kapitel 4 kommer en redogörelse av resultatet från hypoteserna att framställas. Inledningsvis kommer överblick kring materialet att visas. Därefter redovisas utfallet av studien med medelvärde, korrelation samt regression.

I kapitel 5 kommer en analys av resultatet att göras. Detta görs med stöd av hypoteserna som presenterades i kapitel 2 samt från tidigare studier.

I kapitel 6 kommer först en summering av arbetet att ske. Ett tydligt svar på forskningsfrågan kommer att ges för att sedermera följas upp med en diskussion kring resultatet. Kapitlet avslutas med etikavsnitt, självkritik och vidare forskning.

2 Teoretisk referensram

I kapitel två kommer de aktuella teorierna som berör utdelning och företagsvärde att presenteras. Teorierna kommer ligga som grund för skapandet av hypoteserna som sedermera kommer testas i kapitel 4.

För att få en inblick i resultatet av den empiriska studien är det för läsaren en underlättande faktor om denna förstår de bakomliggande teorierna kring utdelningen. De fyra teorierna som berörs här är agentteorin, Miller och Modiglianis (1961) teori om utdelningarnas irrelevans, "bird in hand-teorin" samt *behavioralfinance*.

2.1 Agentteori

En aspekt som bör finnas med i empiriska undersökningar, gällande utdelningar, är agentteorin. En anledning till detta är för att förklara hur sambandet mellan två parter fungerar. Ross (1973) beskriver att agentteorin är ett gammalt fenomen inom det sociala samspelet mellan två eller flera parter medan Eisenhardt (1989) återger att agentteorin är ett brett område som kan behandla organisationsfenomen som kompensation, ägarskap och finansiella strukturer (t.ex. Eisenhardt, 1985; Argawal & Mandelker, 1987). Kännetecknen för den formella agentteorin är att den innefattar noggranna specifika antaganden som följs av logiska slutledningar och matematiska bevis (Eisenhardt, 1989).

Inom agentteorin finns det generellt två grupper. På den ena sidan finns agenten och motparten benämns som huvudman. Teorin beskriver relationen mellan dessa två parter, där agenten agerar för eller representerar huvudmannen (Meckling & Jensen, 1976; Ross, 1973). Det kan anses vara en fördel för agenten och huvudmannen att ha ett liknande tankesätt för att förenkla relationen. Dock behöver inte alltid denna teori vara till det positiva och risken finns att konflikter uppstår mellan de båda grupperna. Meckling och Jensen (1976) nämner att om båda parterna vill maximera nyttan finns det risk att agenten inte agerar i enighet med huvudmannens önskan. Jensen (2001) argumenterar vidare och menar att ett företag inte kan uppnå maximal nytta om de ignorerar aktieägarnas åsikter. Vidare fortsätter Eisenhardt (1989) att om de båda parterna strävar efter olika mål kan detta bli problemartat längden. Fler

problem som uppstår kan vara olika attityder till kompensation, regleringar i avtalet, ledarskap och vertikal integration. För att motverka denna konflikt kan huvudmannen ta till åtgärder, som till exempel övervakning av agenten. En nackdel med denna åtgärd är att det är omöjligt att göra detta kostnadsfritt samt svårt att verkligen verifiera vad agenten faktiskt gör. Dessutom kan huvudmannen öka resurserna än mer för att säkerställa att agenten inte tar till åtgärder som kan skada huvudmannen (Meckling & Jensen, 1976).

Eisenhardt (1989) menar att de båda parternas riskbenägenhet kan upplevas som ett problem. Således kan agenten ha en viss preferens till risk och huvudmannen ha en annan syn. Detta kan leda till problem angående vilken risknivå som kan anses vara optimal för de båda parterna. Enligt Eisenhardt (1989) torde rent generell agenterna vara mer obenägna till risk än huvudmännen vara. Detta då den senare parten kan diversifiera sina tillgångar medan agenten inte kan diversifiera bort risken på sin anställning.

DeAngelo och DeAngelo och Skinner (2004) har till viss del en annan tankegång om agentteorin. De menar att agentproblemen inte skapar ett behov av att ge utdelning till aktieägarna utan istället pressar företagsledningen att minska agentkostnaderna genom att öka accelerationen i utdelningen. Vid kvarhållning av det fria kassaflödet i bolaget ökar ledningens möjligheter till att köpa ut aktieägarna.

La Porta, Lopez- De-Silanes, Shleifer och Vishny (2000) beskriver att sambandet mellan agentteori och utdelningspolicy som ett relativt nyupptäckt område och menar att utdelning kan skapa agentproblem mellan insider och utomstående aktieägare. Argument till deras påstående förklaras av att insiderpersonalen eventuellt kan ta ut alla pengar till sig själva eller prioriterar sina egna intressen före utomstående ägare. Författarna menar att det främst är konflikten mellan å ena sidan ledningen samt de kontrollerande aktieägarna och den andra sidan med de utomstående aktieägarna. De sistnämnda har ingen möjlighet att använda tillgångarna för att skapa en extra nytta, vilket är fallet med insiderspersonalen. Bland annat nämns att insiderpersonalen kan gynna sig själva genom att ge högre löner, sälja tillgångarna till sig själva till lägre pris eller genom stöld av det egna kapitalet. Enligt Hoyt och Liebenberg (2011) kan minskade agentkostnaderna härledas till ett ökat företagsvärde. De beskriver om att företag som aktivt delar ut pengar till sina aktieägare, minskar det fria kassaflödet och således ökar värdet på företaget.

För att undvika konflikten mellan parterna finns lagar som skyddar främst de utomstående investerarna (La Porta, Lopez- De-Silanes, Shleifer och Vishny, 2000). Här nämns att

samtliga investerare har rätt till samma utdelning per aktie oberoende om de är insider eller utomstående, att samtliga investerare har rätt till röstning till viktiga val samt att de har rätt till att stämma bolaget om det skulle krävas.

Utifrån La Porta, Lopez- De-Silanes, Shleifer och Vishny (2000) empiriska undersökning kan det utläsas att bolag, vars länder väl skyddar sina minoritetsägare via lagar, ger förhållandevis större utdelning givet länder, vars lagstiftning inte skyddar sina minoritetsägare lika mycket. Författarna belyser en intressant del i att snabbväxande bolag ger lägre utdelning och vice versa av den anledningen att investerare är villiga att vänta med sin utdelning. För det andra är utdelning ett effektivt substitut för det effektiva skyddet, vilket medför att bolag kan skapa sig ett bra rykte om att ta hand om sina investerare genom en bra utdelningspolicy.

2.2 Miller & Modigliani's teori

Miller och Modigliani (1961) beskriver i artikel *Dividend policy, growth and the valuation of shares* att det finns tre huvudområden som ska vara uppfyllda för deras antaganden gällande utdelningspolicy i en effektiv marknad ska vara riktiga samt för att förstå innebörden i deras teori. Dessa antaganden är nämnda i många tidigare artiklar enligt författarna:

Perfekt capital market: Ingen investerare har så stor påverkan på börsen att denne enskilt kan påverka priset på tillgången. Alla investerare har tillgång till samma information och tillgången till informationen ska vara gratis att få fram. Detta förutsätter att inga kostnader uppkommer vid köp eller sälj av tillgångarna såsom courtage och skatteskillnader.

Rational behavior: Investerare föredrar alltid ökat välmående och bryr sig inte om hur vida deras monetära ökning sker genom utdelning eller genom stigande kurser.

Perfect certainty: Begreppet innebär att investerarna kan spå framtiden och vad ledningen kommer göra. Således finns en försäkran om just framtiden.

Genom att uppfylla dessa tre antagandena så ska varje aktie på marknaden kunna fundamentalt ha samma ökning i värde. Detta innebär att en akties prisökning plus utdelning ska vara samma för alla aktier på marknaden. Motståndarna till detta antagande menar att risken har betydelse i en aktie och att aktier med högre risk borde ge högre avkastning. Detta menar Miller och Modigliani (1961) är ett irrelevant antagande eftersom aktier med låg avkastning som är högt prissatta borde säljas för att öka sitt välbefinnande och istället

investera i tillgångar med högre avkastning. Detta fenomen skulle leda till att de aktier med lägre avkastning blir billigare och aktier med högre avkastning blir dyrare vilket i slutändan leder till en utjämning av marknadspriserna i förhållande till avkastning (Miller och Modigliani, 1961).

Väljer ett företag att dela ut pengar måste dessa pengar tas från externa faktorer för att bevara möjligheten till att expandera företaget. Miller och Modigliani (1961) menar även att om företaget väljer att dela ut pengar ska detta motsvara värdeökningen tillgången haft utan utdelning. Författarna påpekar att utdelningspolicy inte har någon betydelse på aktiekursen, given investeringspolicy. Detta leder till att investerare får samma ekonomiska ökning/sänkning då företagen har erfarna investerare som kan få marknadsvärdet att öka på samma sätt som utdelningen. Ett annat argument som används för att förtydliga att utdelningspolicy är irrelevant är att utdelningen inte hanterar tillväxtpotential. De hävdar att tillväxten är den viktigaste faktorn och därmed får denna faktor inte utelämnas. Antagandet görs utifrån att investeringar är en prioritet för att öka marknadsvärdet (Miller och Modigliani, 1961).

Miller och Modiglianis (1961) teori om utdelningarnas irrelevans visar på att strömmen av utdelningar som ska öka priset på aktien är en obefogad slutsats eftersom de framtida utdelningarna är inkluderat i anskaffningspriset på aktien. Författarna fortsätter påstå att utdelningspolicy påverkar hur mycket pengar ett företag ger ut vilket i slutändan leder till att utdelningspolicy påverkar det nuvarande aktiepriset. Teorin hävdar att en ökning av den nuvarande utdelningen torde minska det framtida värdet av aktien, givet bolagets investeringspolicy. Miller och Modigliani (1961) bygger sitt argument på att den framtida utdelningsströmmen som annars skulle öka aktiepriset måste läggas på utdelning för att ersätta aktieägarna för insatt kapital.

Miller och Modigliani (1961) kom till att beskriva ett kompletterande synsätt för värdering där de menar att strömmen av vinster är ett alternativ till utdelning. I motsats till de breda forskarnas synsätt menar de att det är möjligt att utveckla ett meningsfullt och hållbart förhållningssätt till värdering genom att studera bolagets vinster istället för bolagets utdelning till aktieägarna. Dock kan misstag lätt göras med denna metod och att diskonteringen av de summerande framtida vinsterna inte ger ett rätt svar. Ett argument som författarna ger till detta påstående är att någon gång i framtiden behövs externt kapital för att kunna bibehålla tillväxten och framtida vinsterna, något som inte tas med flertalet beräkningar.

Miller och Modigliani (1961) fortsätter på kopplingen och sambandet mellan vinst, utdelning och tillväxt. De menar att relationen mellan strömmen av vinster och utdelning samt avkastningen till aktieägarna kan tydliggöras till fall där investeringsmöjligheter kan ge en konstant vinsttillväxt. Denna koppling ger förvisso ett litet signifikant samband men kan användas för att illustrera syftet mellan variablerna och används flitigt av i litteraturen. De menar att bolagsvärdet beräknas som en funktion av nuvarande vinst, vinsttillväxt, "*internal rate of return*" samt marknadens avkastning.

Värt att notera är att funktionen ovan gäller inte endast för en tidperiod utan för evig framtid. Det grundläggande argumentet till antagandet om utdelningens irrelevans för företagsvärde är osäkerhet. De menar att osäkerheten kring framtida vinster, investeringar och utdelning gör att denna koppling mellan utdelning och företagsvärde inte kan göras (Miller och Modigliani, 1961).

Två termer som har en nära relation till varandra är utdelningspolicy och skulder. Miller och Modigliani (1961) beskriver att det finns två "säkra" alternativ till att finansiera ett bolag, återföra tidigare vinster till bolaget (givet att de funnits minst ett år) samt ge ut nya aktier. Men i en osäker värld finns det ytterligare ett finansieringsalternativ, nämligen skulder. Författarna menar att det finns en interaktion mellan just utdelning och skulder. Investerarna har möjlighet att, vid investering i ett bolag, köpa en proportionell andel av egen kapital och skulder. Avkastningen till investerarna måste således vara större för att investerarna ska tillåta företaget att betala ränta på skulderna.

En förändring av utdelningspolicyn resulterar i allt som oftast i en förändring av aktiepriset (Miller & Modigliani, 1961). Detta benämns som *information content of dividend*. Detta innebär mer teoretiskt att företag använder utdelningspolicy som en stabilisator och långsiktigt bevisning på en bra framtidstro på företaget. Denna utdelningspolicy är allt som oftast accepterad som utdelningskvot av de flesta aktieägarna. Investerarna kan tolka denna förändring i utdelning som negativt och att ledningens syn på framtida vinster i bolaget kommer att dala. Men i själva verkan vill ledningen endast ändra utdelningspolicyn eller manipulera priser på ett eller annat sätt (Miller & Modigliani, 1961).

Miller och Modigliani (1961) skriver att det inte är marknadens i sig som är effektiv utan det är investerarna som gör denna effektiv. De nämner bland annat att investerare själva sätter upp preferenser mellan en dollar i utdelning eller en dollar i kapitalökning från aktien. De menar att ovanstående exempel visar på att det finns en skillnad mellan det ideala momentet

och den verkliga värden. Miller och Modigliani (1961) gör sedermera en koppling till vårt aktuella fall där de beskriver att individuella preferenser skapas till utdelningar och att företagen bestämmer utdelningsfrekvens utifrån just investerarnas vilja. Just investerarnas egna preferenser gör att vissa personer anser att företagets utdelning passar deras egna ideal vilket innebär att en relation skapas. Således uppstår aktieägargrupper som kan kopplas till den tidigare nämnda klienteffekten.

2.3 Bird in hand- teorin

Teorin om *bird in hand* utvecklades under tidiga 1950-talet och kan anses som en mothypotes till Miller och Modiglianis (1961) teori om utdelningarnas irrelevans. Bird in hand-teorin har stöd från flertalet kända forskare som Gordon och Shapiro (1956), Gordon (1959,1963), Lintner (1962) samt Walter (1963) (Malkawi, Rafferty & Pillai, 2010). Teorin innebär att företag med en hög utdelningsgrad maximerar företagsvärde (Myers & Bacon, 2002). Malkawi, Rafferty och Pillai (2010) beskriver att en forskning gjord av Graham och Dodd bevisar att utdelningar förändrar ett företags aktiepris i betydligt större grad än bibehållen vinst. Resultatet visar att en dollar i utdelning har i genomsnitt fyra gånger så stor påverkan på aktiepriset som en bibehållen vinst (Diamond 1967). Enligt Al-Malkawi, Rafferty och Pillai (2010) gäller deras påstående, om att värderingen av utdelning samt kapitalökning, endast i en osäker och imperfekt värld. Med den imperfeka världen menas att investerarna inte har full information om ett företags lönsamhet och konkurrens. Dessutom nämns att utdelningar har högre skatt än vinst vid försäljning av aktier samt att utdelning är en form av försäkran om framtida vinster. Gordon (1959) utvecklade tre hypoteser kring varför en investerare valde att köpa en viss aktie. En av hypoteserna bestod av att investerare ville säkerställa den framtida utdelningen.

Al- Malkawi (2007) visar på att investerare föredrar utdelning jämfört med en värdestigning av aktiekursen. Som argument till detta påstående beskrivs säkerheten som det viktigaste. Investeraren vill ha utdelning för att med säkerhet behålla vinster. Just faktorn säkerhet nämner forskaren även mellan kopplingen utdelning och företagsvärde. Vid högre nuvarande utdelning minskar osäkerheten kring framtida kassaflöde i bolaget och att högre utdelningskvot minskar kostnaden av kapitalet. Utdelning kan således anses som ett signalbärande meddelande om framtiden. Detta menar Al-Malkawi (2007) borde bidra till ett

högre företagsvärde. Kostnaden för signal om framtida kassaflöden beskriver Al-Malkawi (2007) som en högre skatt givet kapitalökning.

Undersökning gjord av Baker, Powell och Veit (2002) visar på att *bird in hand*-teorin faktiskt inte har så stor påverkan som flera andra forskare har trott. Deras empiriska undersökning grundar sig på intervjuer av managers på bolag noterade på Nasdaq börsen där utdelningspolicy var huvudområdet. En av frågorna inkluderade *bird in hand*- teorin och dess påverkan på företagsvärde. Resultatet visar på att teorin har en väldigt liten inverkan. Endast 17 % av de intervjuade trodde att *bird in hand*-teorin påverkar företagsvärde. En betydligt större andel, närmre bestämt 55 % höll inte med om påståendet om att högre utdelning ökar företagsvärde, medan 28% hade ingen åsikt kring teorins påverkan

Precis som med Miller och Modiglianis (1961) teori finns det flertalet författare som menar på att teorierna inte stämmer överens med verkligheten. Bland annat benämns Bhattachary (1979) som en av motståndarna till *bird in hand*-teorin och menar att teorin inte är användbar i en perfekt informerad marknad med perfekt konkurrens. Detta påstående stämmer enligt författaren även fast marknaden är osäker. Vidare beskrivs av Malkawi, Rafferty och Pillai (2010) att Miller och Modiglianis (1961) argument till deras påstående ligger i riskfaktorn på kassaflödet. De argumenterar för att företagets intäkter är avgörande för risken i bolaget och inte hur företaget väljer att dela ut sin vinst. De benämner detta som *bird in hand*-misstaget. Även Bhattacharya (1979) beskriver att ett företags risk påverkar utdelning men att högre utdelning inte minskar risken, något som måste tas med i beräkningarna.

2.4 Behavioral finance

Med *behavioral finance* menas att man studerar de finansiella spelaktörernas influenser av psykologiska beteenden samt effekten på den finansiella marknaden (Sewell, 2007). Stracca (2004) menar att begreppet *behavioral finance* är ett av de mest dynamiska och lovande begreppen inom den finansiella forskningen. Vidare beskrivs det att *behavioral finance* svara på frågan varför och hur marknaden inte är effektiv (Sewell, 2007). Enligt DeBondt och Thaler (1985) överreagerar marknaden på oförväntade och dramatiska nyheter vilket leder till en ineffektiv aktiemarknad (Sewell, 2007). *Behavioral finance* utgår från individens preferenser och är därmed flexibel från person till person. Teorin undersöker vilka beteenden

som individen tillämpar vid olika beslut (Kahneman, Knetsch & Thaler, 2007). Nedan följer två teorier som kan anses vara välkända inom området.

2.4.1 *Besittningseffekt*

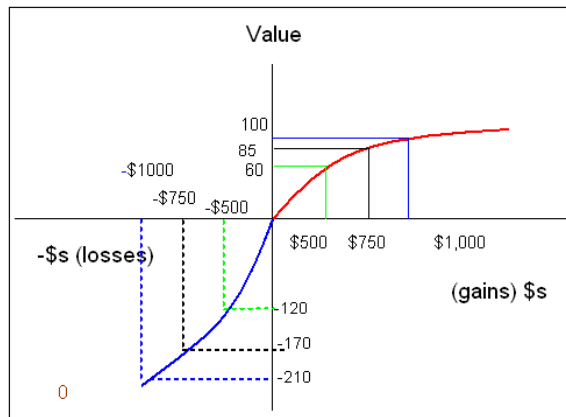
Besittningseffekt kan tolkas som den bakomliggande effekten till prospektteorin (Kahneman, Knetsch & Thaler, 1991). Ingen hypotes kommer att göras kring denna effekt utan endast ligga till grund för att förstå hur en investerare tänker samt att underlätta förståelsen kring prospektteorin.

Teorin om besittningseffekt introducerades av Richard Thaler under år 1980 och kan anses som en av de tidiga grundstommarna inom *behavioral finance*. Bakgrunden till begreppet är den psykologiska värderingen av en tillgång (Kahneman, Knetsch & Thaler, 1991). Författarna menar att människor övervärderar sina egna tillgångar och tycker de är högre värderade än marknadsvärdet. Dock visar det sig att när någon säljer en identisk tillgång är vi inte beredda att köpa den för samma pris som vi är villig att sälja den för. Mer specifikt beskrivs besittningseffekt som gapet mellan det köparen är beredd att betala och det säljaren är beredd att sälja för (ibid). Genom att koppla besittningseffekten till ett aktieinnehav fås följande exempel. En investerare köpte aktier för 15 år sedan för 10 kronor styck. Idag kostar samma aktie 60 kronor på börsen. Besittningseffekt visar på att investeraren kan anses som kär i sina aktier vilket leder till att denne inte vill sälja dem i dagsläget, men samma investerare är heller inte villig att betala 60 kr för att öka sitt innehav (jmf Kahneman, 2007). Kahneman, Knetsch och Thaler (1991) påpekar att det är främst vår ovilja att sälja eller lämna ifrån oss tillgången som är den dominerade orsaken till besittningseffekt. Kahneman, Knetsch och Thaler (1991) menar på att vi blir kära i våra tillgångar då vi vet vad dessa är värda. Byts dessa tillgångar sedermera ut vet vi inte vad de nya tillgångarna är värda (Kahneman, Knetsch & Thaler, 1991).

2.4.2 *Prospektteorin*

Den förväntade nyttoteorin har dominerat som modell under beslut rörande risk och är accepterad och använd av flertalet forskare (Kahneman & Tversky, 1979). Redan 1738 skapade Bernoulli sambandet mellan pengarnas nytta och det faktiska värdet på pengarna. 240 år senare introducerades Kahneman och Tversky begreppet samt modellen prospektteorin, som kan anses som en alternativ modell till Bernoullis förväntade nyttoteori (Kahneman & Tversky, 1979). Grinblatt och Han (2005) menar att prospektteorin tillsammans med *mental accounting* är två av de viktigaste förklaringsmodellerna till just nämnda besittningseffekt.

Prospekt i sig innebär att utfallet mäts med sannolikheter, medan *mental accounting* utvecklades av Thaler (1980) och innebär att investeraren väljer referenspunkter för att kunna skapa en uppfattning angående vad som är en vinst eller förlust (Grinblatt & Han, 2005).



Figur 1 Prospektteorin

(Hämtat från: Kahneman, *Conversation with history: Daniel Kahneman*, 2013)

Prospektteorin kan beskrivas som den S-formade linjen i figur 1 och visar det psykologiska värdet av vinster respektive förluster. Den uppmärksamme läsaren noterar att denna linje inte är symmetrisk och människans obenägenhet till förlust, förlustaversion, ligger bakom denna asymmetri. Detta innebär att förluster väger tyngre än motsvarande vinster och innebär att rent psykologiskt besegrar det negativa det positiva. Individerna eller placerarna upplever över tiden en avtagande vinst eller förlust, vilket kan utläsas via den mer horisontella vid större vinst- eller förlustkänsla.

Det är den omedelbara känslan av vinster och förluster som prospektteorin behandlar och förtränger den långsiktiga verkan. Detta innebär att en investerare, enligt prospektteorin, mer låter sitt psykologiska styra än rationalitet. Vidare kan detta tolkas som att en investerare bör föredra fler mindre betalningar än färre stora, givet att slutsumman är konstant (Kahneman, Knetsch & Thaler, 1991).

2.5 Utformning av hypoteser

Nedan kommer fyra hypoteser utformas med stöd av den teoretiska referensramen som nyligen presenterats.

Den första teorin grundar sig på det agentteoretiska perspektivet. En konflikt mellan agenten och huvudmannen kan leda till att ett företag drar på sig stora onödiga kostnader som i sin tur kan ha en negativ påverkan på företagsvärde.

H1: En ökning i utdelningsfrekvens påverkar företagsvärde positivt.

Den andra hypotesen kopplas an till Miller och Modiglianis (1961) teori om utdelningarnas irrelevans. Teorin innebär att de framtida utdelningarna redan är inprisade i aktiepriset. Således är 0-hypotesen angående utdelningsfrekvensers påverkan på företagsvärde:

H0: En ökning i utdelningsfrekvens borde inte påverka företagsvärde

Den tredje hypotesen grundar sig på *bird in hand*-teorin. Säkerheten om att få pengar via utdelning väger tyngre än osäkerheten om en värdeökning på aktien (Myers & Bacon, 2002).

H1: En ökning i utdelningsfrekvens påverkar företagsvärde positivt.

Den fjärde och avslutande hypotesen grundar sig på det psykologiska perspektivet, vilket benämns som *behavioral finance*. Nyttan av att få pengar oftare och säkrare avkastning innebär att investerarna får en positiv inställning till företag som har hög utdelningsfrekvens som policy.

H1: En ökning i utdelningsfrekvens påverkar företagsvärde positivt.

3 Metod

I kapitel 3 kommer den metod som ligger till grund för arbetet att presenteras. Vidare kommer tillvägagångssättet, urvalsprocessen och forskningsstrategin att klargöras. Validitet, reliabilitet och källkritik kommer sedermera hanteras för att slutligen belysa de etiska aspekterna vid datainsamlingen.

3.1 Ram

Syftet med en empirisk undersökning är antingen förklarande, beskrivande eller utforskande. Det *förklarande* syftet innebär att forskaren försöker hitta eller skapa ett kausalt samband mellan olika variabler. Det *beskrivande* syfte är att en trovärdig och uppriktig bild ska skapas av det som observerats. Slutligen innebär det *utforskande* syftet att forskaren försöker upptäcka samband och relationer mellan variabler och befintliga teorier (Saunders, Lewis och Thornhill, 2009). Då syftet med den empiriska undersökningen är att försöka hitta ett samband mellan utdelningsfrekvens och företagsvärde blir den naturliga kopplingen tydlig att arbetet grundar sig på det utforskande syftet. Tidigare studier har visat att utdelning har en påverkan på företagsvärde men forskningen är knapphändig vad utdelningsfrekvensens påverkan. Således ska vi försöka utforska det som teorin säger, att försöka hitta nya infallsvinklar på problem och beröra området i en ny dimension.

3.2 Forskningsfilosofi och ansats

Forskningsfilosofi innehåller viktiga antaganden om hur forskaren ser på värden. Detta menar Saunder m.fl (2009) är viktig att ta i beaktande då dessa antaganden ligger till grund för forskningsstrategin och den valda metoden. En kategorisering av forskningsfilosofi kan göras där ämnet delas upp i två grupper. Positivistisk forskningssyn innebär att forskaren använder befintlig teori som underlag för skapandet av hypoteser (Saunders m.fl, 2009). Motsatsen till den positivistiska forskningsfilosofin kan benämnas som hermeneutik där forskaren lägger ett tyngre vikt på inlevelse och förståelse. Teorin menar att allt är unikt, vilket innebär att resultatet inte är generaliserbart.

Utifrån bakgrundsfakta ovan anses den mest användbara forskningsfilosofin vara positivistisk av den anledning att redan existerande teori används som grund till hypotesskapandet. Likt teorin ska dessa hypoteser sedermera testas för att ha en möjlighet att acceptera eller förkasta teorierna. Kännetecknande egenskaper för den positivistiska filosofin är att ett stort urval av data används som underlag och främst kvantitativ data gör att just denna filosofi används. Med den positivistiska forskningsfilosofin är det möjligt att generalisera, något som vi strävar efter att göra. Detta är inte möjligt med den hermeneutiska forskningsfilosofin.

Saunders m. fl (2009) skiljer på två olika typer av forskningsansats. Dessa två är deduktiv eller induktiv. Den deduktiva ansatsen innebär att forskaren utvecklar teorier och hypoteser samt en forskningsstrategi för att testa hypoteserna. Den induktiva ansatsen innebär att forskaren utvecklar teorier utifrån resultatet av egeninsamlad data. Saunders m.fl (2009) beskriver att den teori som används till den induktiva ansatsen är främst kvalitativ data. En tredje ansats innebär att forskaren använder sig av en blandning av de två tidigare nämnda teorierna (Saunders m.fl, 2009). Den tredje ansatsen är att föredra då en kombination deduktiv och induktiv ansats är ett måste. Den deduktiva ansatsen används då det till viss del utvecklas teorier och hypoteser utifrån befintlig teori och inte efter resultatet av insamlad data. Men den induktiva ansatsen används då det saknas en tydlig bild av utdelningsfrekvensens påverkan och det finns inte allt för mycket litteratur skrivet om ämnet. Saunders m.fl (2009) skriver om att inom en deduktiva ansatsen försöker forskaren förklara en relation mellan två eller flera variabler, vilket anses stämma bra överens med uppsatsens syfte.

Summeringen bli att vi använder oss av en positivistisk forskningsfilosofi med en deduktiv forskningsansats.

3.3 Teoretiskt ramverk

Då det till stor del saknas forskning kring hur utdelningsfrekvens påverkar företagsvärde är det därför svårt att finna teorier bakom val av utdelningsfrekvens. En tydlig teori har lyfts fram från tidigare forskning, vilken är *behavioral finance*. Den innebär att människor föredrar att få pengar oftare, vilket innebär att en större nytta hos aktieägarna uppstår oftare och aktien anses mer attraktiv.

En bredare syn behövs därför göras till utdelningsfenomenet i sig. Här existerar det däremot flertalet teorier till varför vissa företagsledningar väljer att dela ut pengar till skillnad från andra. Tidigare forskning menar på att utdelningen i sig är ett signalbärande meddelande om framtidsutsikterna när det gäller vinster, vinststillväxt och liknande, så kallade bird in hand-teorin (Bhattacharya, 1971). Andra teorier menar på att säkerheten att få pengar via utdelning gör att investerare värdesätter bolagens aktier högre än företag som inte delar ut utdelning till sina aktieägare samt att utdelningar bidrar till att företagets fria kassaflöde minskar och att mindre bra investeringar genomförs, den så kallade agentteorin (Al-Kuwari, 2007).

Med stöd av teorierna kring utdelning kan dessa sedermera anpassas som underlag till teorier kring utdelningsfrekvens påverkan på företagsvärde.

3.4 Datainsamling

Denscombe (2009) beskriver att det finns två typer av datainsamlingsmetoder. Dessa är kvantitativ och kvalitativ datainsamling. Den kvantitativa datainsamlingsmetoden innebär att forskaren använder sig av siffror som grund, med bland annat mängd, antal och frekvens. Denscombe (2009) skriver att det oftast görs ett stort urval när forskaren använder sig av kvantitativ metod för att försöka skapa en allmän generalisering. Han fortsätter förklara att fördelen med denna metod är att tilliten till resultaten är stor eftersom data är baserade på objektivitet, vilket är att föredra framför subjektivitet. En nackdel som Denscombe (2009) nämner är att kvantitativ metod kräver en bra och väl förberedd insamlingsmetod för annars kan resultatet bli snedvridet. Den kvalitativa insamlingsmetoden grundar sig på ord, det vill säga raka motsatsen till den kvantitativa metoden. Gränsdragningen mellan kvalitativ data och kvantitativ är oftast behandlingen av data, snarare än forskningsmetoden. Den kvantitativa metoden strävar ofta efter att mäta företeelser och sedan koda om dessa till siffror. Kvalitativ forskning bygger på att omvandla det som registrerats till data i form av text och inte i siffror. Ofta används kvantitativ data när forskaren försöker analysera ett fenomen, medan den kvalitativa ansatsen används när något ska beskrivas (ibid). Fördelen med den kvantitativa metoden är att den är tidseffektiv och jämförelsevis billig jämfört med den kvalitativa metoden (Saunders m.fl, 2009).

Saunders m.fl. (2009) beskriver att den kvantitativa data som samlats in är helt meningslös innan den kodats om på ett mätbart sätt. Vidare förklarar författarna att kvantitativ data delas

upp i numerisk och kategoriserad grupper. Kategoriserad data hänförs till värden som endast blir förståeliga vid gruppindelning medan numerisk data som kan mätas sumeriskt och förstås direkt. Avslutningsvis så nämns det att den ena metoden inte utesluter den andra och det behövs oftast en kombination för att få en bra studie (Denscombe, 2009).

3.4.1 Val av insamlingsmetod

Val av metod väljs utifrån syftet med arbetet samt att den är anpassningsbar till problemformuleringen (Saunders m.fl., 2009). Utifrån argumentationen som anges ovan under rubrik 3.2 datainsamling anses den kvantitativa datainsamlingsmetoden som mest lämplig. Detta då det befintliga underlaget som krävs består av siffror samt att en insamling av en stor mängd data kommer ske. Just insamling av en stor mängd data stämmer bra in på Saunders m.fl. (2009) klassifikation på vad som kännetecknar kvantitativ data. I vårt fall är denna data siffror om totala tillgångar, skulder, marknadsvärde, företagsstorlek, utdelning, skulder, räntabilitet på totalt kapital och utländsk försäljning som ska tas fram i insamlingen. Samtliga av dessa tal är redan av kvantitativ art, vilket innebär att ingen omvandling från kvalitativ till kvantitativ data är nödvändigt. Utdelningsfrekvenserna är även de av kvantitativ art men en omkodning till siffror är ett måste för regressionsanalysen. Det empiriska resultatet kommer snarare att svara på frågan hur utdelningsfrekvensen påverkar företagsvärde än varför. Den senare frågan kommer att lyftas fram i diskussionen men där är det författarnas egna tankar som kommer ge en ansats till svar. Även som argument till att den kvantitativa metoden valdes är att denna är vanligt förekommande vid användning av Tobin's Q som beroende variabler (Allayannis & Weston, 2001). Ytterligare ett argument till att den kvantitativa metoden använts är att det ska försöka skapas en allmän generalisering samt att vi försöker analysera ett fenomen och inte gå in på en djupare beskrivning om varför utdelningsfrekvens påverkar företagsvärde.

All data som samlats in till den empiriska undersökningen är i form av sekundärdata. Detta då all information som krävs är publik och grundar sig på siffror från aktiekurser och bokslut. De kvantitativa siffrorna är hämtade från Thompson Reuters Datastream, vilken är en användbar källa eftersom informationen som krävs för underlag kan tas fram på ett relativt enkelt sätt. Valet av att endast använda en källa kan anses som bristfällig men då vi ville säkerställa att all data presenterats på ett liknande sätt med samma uträkningsmetoder anses därför denna räcka. Datastream har använts av flera forskare (jmf. Zou 2009; Jankensgård, 2013) och kan därför anses som tillförlitlig. All data är tagen på årsbasis, vilket

innebär att information från 11144 observationer finns med i undersökningen. Anledningen till att vi använd en femårs period är främst för vi ville säkerställa att tillräcklig information fanns kring de observerade variablerna samt att vi ville öka bredden på tidsperioden för att öka trovärdigheten. Även att mikro- eller makroekonomiska påverkansfaktorer under ett år ville undvikas, vilket är möjligt med ett bredare årsbasis. Tobin's Q har används som modell av flertalet forskare som sedermera blivit publicerade i välkända journaler och kan därför anses som en relativt beprövad teori (Allayannis & Weston, 2001; Chung och Pruitt, 1994; Jankensgård, 2013; Zou, 2009).

En viss kritik mot användning av sekundärdata bör lyftas fram. Enligt Saunders m.fl (2009) kan sekundärkällor bygga på tidigare sekundärkällor vilket innebär att flera led kan byggas upp. Dessutom är allt som oftast syftet med tidigare undersökningar inte densamma som forskarens eget vilket kan bli problematiskt. Detta medför att uppgifter och data kan förvanskas samt bli felaktiga och då minskar kvalitén på den empiriska undersökningen. I vårt fall används Datastream som källa, vilket innebär att syftet med den tillgängliga informationen tillgodoser vårt behov. Siffrorna är hämtade från företagen årsredovisningar eller publikationen vilket innebär att ett begränsat antal led av sekundärkällor finns. Kvalitén påverkas således inte av användandet av sekundärkällan.

3.5 Tillvägagångssätt

Genom att ladda ner data från Datastream får vi tillgång till en stor mängd hårddata som krävs för beräkning för den beroende samt de oberoende variablerna. Genom en omkodning i excel kan vi skapa de exakta variablerna som krävs för undersökningen. Utdelningsfrekvenserna bestod vid nedladdning av kvantitativ data där beteckningarna respektive utdelningsfrekvens finns med. För att ha möjlighet att använda denna variabel i statistikprogrammet krävdes det en omkodning till dummyvariabler. Slutligen användes programmet SPSS för att statistiskt säkerställa resultatet.

3.6 Urval och bortfall

Studien syftar till att undersöka utdelningsfrekvens påverkan på företagsvärde på bolag listade i USA. De kriterier som upprättades för att begränsa urvalet var att bolagen ska vara noterade på de amerikanska listorna New York Stock Exchange eller Nasdaq. Skulle olika

länders börser användas skulle det krävas fler oberoende variabler för att bland annat filtrera bort geografisk diversifiering. Det andra kriteriet som upprättades var att utdelningsfrekvensen hos bolagen skulle skilja sig åt.

Ett visst bortfall från Nasdaq och New York Stock Exchange kommer att finnas. Vid beräkning av Tobin's Q krävs utförlig information kring de aktuella bolagen. Till viss del ökade vårt bortfall på grund av att information saknades kring variablerna till Tobin's Q vilket omöjliggjorde en korrekt beräkning. Datastream behandlade även bara utdelningsfrekvenser på de företag som hade ingen, en, två, fyra eller tolv utdelningar per år, resterande utdelningsfrekvenser blir därför ett bortfall.

3.7 Källkritik

Genom att använda olika sätt att kontrollera sina källor kan trovärdigheten i forskning ökas och sedan användas som grund för kommande forskning. Datatriangulering kan anses vara ett viktigt område inom källkritik och innebär att flera olika källor används för att kontrollera och jämföra resultat. Detta innebär att en god inblick i ämnet skapats. Genom att använda informationstriangulering, information från flera olika författare, så kan en bredare syn från olika infallsvinklar skapas och därmed torde tillförlitligheten ökas.

Akademiska tidskrifter, som legat till grund för frågeställningen och hypoteserna är oftast granskade av ämnesexperter innan de publiceras och kan därför anses som relativt trovärdiga, men detta är inte garanti (Denscombe, 2009).

Data som ligger till grund för resultat är som tidigare nämnt hämtat från Datastream, vilket kan anses som en tillförlitlig källa. Detta kan styrkas från att källan har använts av flertalet forskare i tidigare undersökningar. Ett problem som skulle kunna ge ett missvisande Tobin's Q och de oberoende variablerna är redovisningsfel. En kontrollberäkning av utvalda variabler från vissa företag har gjort för att till så stor grad som möjligt försöka säkerställa att materialet är så korrekt som möjligt. Detta innebär att vi har försökt minimera bearbetningsfel med just kontrollen av variablerna.

3.7.1 Reliabilitet/ Tillförlitlighet

Med reliabilitet menas att forskare ska oberoende av varandra komma fram till samma resultat vid olika tillfällen. Begreppet bygger på neutralitet. Ett sätt att kontrollera detta är att

jämföra likartade artiklar och undersöka om utfallet blev detsamma (Denscombe, 2009). Denscombe (2009) menar att författaren till en vetenskaplig artikel kan ha ett egenintresse som kan innebära att resultatet styrs av hans eller hennes preferenser. Således måste vi vara extra observanta då det finns möjlighet till en manipulation av siffror.

För att till så stor grad som möjligt säkerställa reliabiliteten har en kontrollberäkning av variablerna gjorts. Resultatet visar på att somliga av variablerna har en liknande effekt på företagsvärde som forskare i tidigare artiklar kommit fram till.

3.7.2 Validitet

Denscombe (2009) menar med validitet att data som samlats in är den riktiga och rätt metoder har tillämpats. Vidare beskriver han att lämpligheten av data måste beaktas utifrån frågeställningen och syftet samt om dess data mätts på ett riktigt sätt.

Dokument som ska användas vid forskning kan enligt Denscombe (2009) utvärderas utifrån de två kriterierna nedan för att öka trovärdigheten:

Autenticitet: Är dokumentet som forskaren hämtar information från det ursprungliga dokumentet och därmed den äkta varan? Är forskaren helt säker på att dokumentet är vad det utger sig att vara?

Trovärdighet: Är det som står i dokumenten ren fakta, eller innehåller det förutfattade meningar och fel? Fel kan bero på att dokumentet skrevs i ett specifikt syfte, vem som skrev dokumentet samt dess status och tidsaspekten både gällande hur lång tid efter det som observerades skrevs ner och hur gammal dokumentet är.

Forskningen består till stor del av sekundärdata vilket kan innebära att tillförlitligheten kan minskas. Men då Datastream är en trovärdig källa och grundar sig på numeriska siffror som inte kan påverkas av forskares objektivitet kan ändå hårddata som används anses som trovärdiga. I regressionsanalysen används variabler som är väl beprövade i tidigare studier av bland annat Allayannis och Weston (2001). En granskning visar på att deras artikel är väl citerat av många forskare vilket kan vara ett tecken på att resultatet är av värde samt att källan är tillförlitlig och trovärdig. Även Miller och Modiglianis (1961) artikel som ligger till grund för 0-hypotesen är en väl citerad artikel och kan anses som en trovärdig grund till hypotesen. Val av variabler har hämtats från tidigare studier vilket innebär att en viss jämförelse av variablerna mellan olika vetenskapliga artiklar har gjorts. Men då forskarna har använt sig av olika data i undersökningen torde inte samtliga forskare få ett liknande

resultat. Dessutom har forskarna använt sig av olika forskningsområde, bland annat *hedging* och derivat vilket kan innebära att olika variabler inte får samma påverkan och signifikans på Tobin's Q.

3.8 Undersökningsvariabeln

Med utdelningsfrekvens definierar Ferris m.fl. (2007) hur ofta ett företag delar ut pengar i form av utdelning till sina aktieägare. Företag från olika delar av världen tenderar att dela ut pengar olika många gånger per år beroende på vilket ursprungsland företagen kommer ifrån. Detta medför att företag listade på samma börs kan ha olika frekvenser i sin utdelning till aktieägarna. Frågan som företagen kan ställa är om detta har någon påverkan på dess värde. Ferris m.fl. (2007) beskriver att det finns tre vanliga varianter av utdelningsfrekvenser. Dessa är årliga-, halvårs- och kvartalsutdelningar. Beroende på utdelningsfrekvens förändras aktiekursen mer eller mindre radikalt. Generellt sätt gäller att ju högre frekvens företagen har i sin utdelning desto mindre volatil är kursrörelsen dagarna efter.

3.9 Val av variabler

De utvalda variablerna har använts av flertalet forskare i tidigare studier (se punkt 3.8 & 3.9). Således har variablernas giltighet och relevans prövats. De har visat sig att dessa variabler har en påverkan på företagsvärde. Således kommer en gallring av variablerna att göras för att få så anpassningsbara variabler som möjligt. I ett antal studierna finns osäkerheter kring vissa variablers påverkan på företagsvärde och därför är det svårt att alltid välja de rätta variablerna.

3.10 Den beroende variabeln

Det finns flera modeller för att beräkna ett företagsvärde men i aktuellt fall kommer en modell som benämns som Tobin's Q att användas. Detta mått har använts som den beroende variabeln vid beräkning av företagsvärde i flertalet studier (ex. Jankensgård, 2013; Zou, 2009; Hoyt & Liebenberg, 2011; Allayannis & Weston, 2001). En liknande modell kan anses vara *market-to-book*. Generellt sett innebär Tobin's Q att en beroende variabel undersöks utifrån fler oberoende variabler. Chung och Pruitt (1994, s.1) skriver:

Tobin's Q plays an important role in many financial interactions. Defined as the ratio of the market value of a firm to the replacement cost of its assets, q has been employed to explain a number of diverse corporate phenomena...

Detta betyder att Tobin's Q är ett användbart verktyg som kan mäta företagsvärde med hänsyn tagen till återanskaffningsvärde av tillgångarna. Vidare definierar Jankensgård (2013) den approximativa Tobin's Q som:

$$\text{Log} \frac{(\text{Total book value of assets} - \text{book value of equity} + \text{market value of equity})}{\text{Total assets}}$$

Denna approximativa Tobin's Q beskriver Chung och Pruitt (1994) som en relativt effektiv metod som stämmer till 96.6 % av den fullständiga formeln. Chung och Pruitt (1994) beskriver att Tobin's Q har använts som förklarande variabeln vid uträkning av bland annat P/E-tal, avkastning och ägarstruktur. Utdelningspolicy och Tobin's Q är statistiskt signifikanta när det gäller att förklarar *price-to-earning-ratio*. Ett värde på Tobin's Q över 1,0 ger investerarna en positiv indikator på att företagets framtidsutsikter gällande tillväxt och vinster är goda. (Dushnitsky & Lenox, 2006).

3.11 De oberoende variablerna

Valet av de oberoende variablerna grundar sig till viss del från Allayannis & Weston (2001) undersökning. Dock har en del tekniska begränsningar uppkommit som inte gjort det möjligt att fullt ut följa deras modell. De oberoende variablerna som uteslöts var kreditvärde vilket författarna menar kan påverka Tobin's Q samt industriell diversifiering vilket innebär att bolagen har verksamhet i flera olika branscher. Det finns dock inget tydligt tecken på att denna sistnämnda variabel har någon påverkan på Tobin's Q (ibid). Tidseffekten var en variabel som författarna använde sig av, men då vi undersöker hela intervallet samtidigt så uteslöts denna variabel. Den avslutande variabeln innebär investeringstillväxt. Dock lyfter författarna denna variabel som relevant vid undersökningar gällande *hedging*, vilket innebar att även denna variabel uteslöts. Då dessa variabler uteslöts adderades EPS, eller vinst per aktie.

Storlek

Den oberoende variabeln storlek har använts i flertalet studier för att beräkna ett företags värde (Jankensgård, 2013; Zou, 2009; Allayannis & Weston, 2001). Dock råder det stor oenighet kring variabelns betydelse. Sum och Tong (2003) menar på att storlek har en negativ påverkan på företagsvärde då de stora företagen har en ökad agentkostnad på grund av informationsasymmetri (Zou, 2009). Även Allayannis och Weston (2001) visar att storlek har en negativ påverkan på företagsvärde. De förklarar att hög multinationalitet visar ett positivt värde på Tobin's Q. Författarna beskriver att även Lang och Stulz (1994) kom fram till liknande resultat. Dock menar Jin och Jorion (2006) det motsatta vilket innebär att deras resultat visar på att storleken har betydelse när det framförallt gäller *hedging*. Storlek tas med som en oberoende variabel för större och mer etablerade bolag borde dela ut mer konsekvent än mindre och nystartade bolag (jmf Jin & Jorion, 2006).

Skulder

Allayannis och Weston (2001) beskriver att kapitalstrukturen kan påverka värdet i ett bolag. För att undersöka skillnader i kapitalstrukturen används skuldsättningsgrad som en oberoende variabel. Till en viss nivå på skulderna, kan ett företag öka sitt värde och avkastning via den finansiella hävstången (Miller och Modigliani, 1958). Men ett företag, vars kapitalstruktur består av höga skulder, kan ha en stor konkursrisk hängande över sig vilket kan påverka företagets värde negativt (Jankensgård, 2013). Vidare fann Dushnitsky och Lenox (2006) att skulder har en negativ påverkan på Tobin's Q.

Geografi

Den geografiska spridningen på Nasdaq och New York Stock Exchange är en av faktorerna som inkluderades när beslut tog angående vilka börslistor som skulle användas. På denna lista finns bolag representerade från flera länder och från flera världsdelar (nyse.nyx.com). Olika länder har olika nationella förutsättningar trots att de är noterade på samma börslista. Bland annat nämner den svenska regeringen (2003) att svenska bolags redovisningskrav skiljer sig åt från andra länders redovisning. Det finns forskare som menar att den geografiska spridningen har stor inverkan på företagsvärde. Denna internationella teori benämns som *posit* och består av utländska direktinvesteringar. Fenomenet uppkommer när ett företag kan öka sitt värde genom en internationalisering av marknaden av de immateriella tillgångarna som till exempel kan vara ovanliga produktionssegenskaper eller *goodwill* (Allayannis och Weston 2001).

ROA

För att beräkna ett företags lönsamhet kan flera olika mått studeras. Zou (2009) menar att investerare värderar företag med hög lönsamhet betydligt högre än bolag med låg eller ingen lönsamhet alls. Vidare fortsätter han med att marknaden till större grad lägger fokus på lönsamheten än på kärnverksamheten. Detta fenomen betonar även Allayannis och Weston (2001) samtidigt som de menar att investerarna kommer att söka efter att bli ägare i företag med högre lönsamhet. Även Hoyt och Liebenberg (2011) använde sig av detta lönsamhetsmått som en av variablerna till beräkning av Tobin's Q.

EPS

EPS visar hur stor företagets vinst är i förhållande till antalet aktier. Shiri och Ebrahimi (2012) fann precis som Wei och Varela (2003) att denna variabel har en positiv signifikant påverkan på Tobin's Q. Wei och Varela (2003) menar även att EPS har ett inkluderat riskmått då vinst och risk enligt författarna har en samhörighet. Därför kan EPS ses som ett kompletterande riskmått.

Industriell effekt

Allayannis och Weston (2001) menar på att bolagens Tobin's Q kan styras till viss del av vilken bransch de befinner sig i. För att undvika att branschtillhörigheten är allt för påträngande används industriell effekt som en av de oberoende variablerna. Författarna fann ett positivt samband mellan industriell effekt och derivat.

I bilaga 1 finns en tydlig förklaring till beräkningar av respektive variabel.

3.12 Ekonometri

Syftet med undersökningen är att undersöka ett samband mellan företagsvärde och utdelningsfrekvens. Med underlag bestående av paneldata kan materialet enligt ekonometri tolkas som

Ekvation 1

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

där y_{it} är den beroende variabeln, α är interceptet, β är en vektor av parametrar som är en beräkning av den förklarande variabeln, x_{it} är vektor av observationerna på den förklarande variabeln och slutligen u_{it} är feltermen på modellen som fångar upp faktorer som uteslutits från modellen men kan ha en påverkan.

Brooks (2008) skiljer mellan två olika modeller i paneldata i ekonometri. Dessa är *time fixed effect model* och *fixed effect model*. Båda modellerna kan användas samtidigt men då syftet med studien är att undersöka sambandet mellan utdelningsfrekvens och företagsvärdet givet variabler konstata kommer *time fixed effect* användas. Skillnaden mellan modellerna är att *time fixed effect* fångar upp samtliga variabler som påverkar Y_{it} och som varierar över tid. Detta innebär att variablerna är inbördes konstanta. *Fixed effect* innebär att u_{it} i ekvation 1 byts ut till en individuell specifik effekt och en felterm som fångar upp det som de utvalda variablerna inte klarar av. Enligt Books (2008) kan *time fixed effect* skrivas om som

$$Y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + \lambda_t + v_{it}$$

Där λ är ett tidsvarierande intercept som fångar upp samtliga variabler som påverkar den beroende variabeln. Variabeln tar även hänsyn till makrospecifik påverkan. v_{it} är en felterm som fångar påverkansfaktorer som de utvalda variablerna inte tar hänsyn till.

Modellen kan skrivas om enligt nedan

$$Y_{it} = \beta x_{it} + \lambda_1 \text{STORLEK} + \lambda_2 \text{SKULDER} + \lambda_3 \text{UTL.FÖRS} + \lambda_4 \text{IND.EFFEKT} + \lambda_5 \text{ROA} + \lambda_6 \text{EPS} + v_{it}$$

3.13 Etik

Denscombe (2009) beskriver vikten av att vara etisk som forskare. Det är en självklarhet att forskaren respekterar utsatta regler, såsom deltagarnas rättigheter och integritet samt att inte

skada deltagarna genom att själv delta i forskningsprocessen. Detta gäller under så väl insamlingsprocessen som analys och slutsats. Forskaren kan ha som uppsåt att inte följa några av ovanstående regler för att få en djupare kunskap inom sitt forskningsområde. Författaren menar på att åtgärder har vidtagits för att försöka få forskarna att till större grad följa reglerna. Här nämns att datalagstiftning har utvecklats för att sätta ramar för personuppgiftslagring samt lagstiftning om mänskliga rättigheter.

De två ovanstående reglerna, att forskaren ska respektera deltagarna rättigheter och integritet, berör till stor grad de forskare som bygger kvalitativa analyser med intervjuer eller observationer som underlag. Här innebär de viktigaste reglerna mellan forskare och deltagare att det finns ett samtycke hos deltagarna samt att dessa förstår till viss del syftet med undersökningen (Denscombe, 2009).

Då det inte används något kvalitativt underlag till analysen blir det ovanstående stycket inte till så stor grad så aktuellt. I vårt fall innebär ett etiskt riktigt arbete att vara ärlig med datainsamlingen och inte manipulera data för att underlätta arbetet. I analysen är det viktigt att det undviks att skapa falska resultat för att besvara frågeställningen. När det gäller databasen Datastream är det viktigt att respektive företag presentera de riktiga siffrorna på ett etiskt sätt.

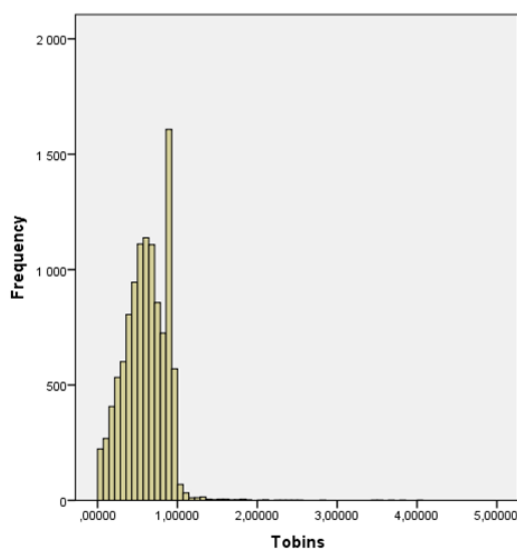
4 Resultat

I kapitel 4 kommer en redogörelse av resultatet från hypoteserna att framställas. Inledningsvis kommer överblick kring materialet att visas. Därefter redovisas utfallet av studien med medelvärde, korrelation samt regression.

De utvalda modellerna som ligger till grund för analysen är beskrivande statistik, korrelation samt regressionsanalys.

4.1 Normalfördelning

Tabell 1.1 Normalfördelning



I tabell 1.1 kan det utläsas att det finns tecken på att Tobin's Q-värdena är normalfördelade. Som det kan utläsas av tabell 1.1 är majoriteten av värdena mellannoll och ett. På grund av det stora antalet observationen på Tobin's Q blir extremvärdena i histogrammet svåra att utläsa. Det finns ett antal värden som ligger långt utanför medelvärdet på 0,6. Värdena, vars Tobin's Q är över 0,819 och värdena som ligger under 0,424 klassificeras som *outliers* och ligger över den 75:e percentilen respektive under 25:e percentilen. Vid en mer djupgående analys som inte presenteras här visade vi på att cirka 0,5% av alla observationer klassificeras som extremvärden. Dock vid en mer noggrann utläsning syns det att materialet inte är normalfördelat. För

att styrka argumentet att materialet inte är normalfördelat gjordes ett Kolmogorov-Smirnov-test, vilket kan ses i tabell 1.2

Tabell 1.2 Normalfördelning

	Kolmogorov-Smirnov		
	Statistik	df	Sig.
Tobin's	0,06	11082	0,000**

Kolmogorov-Smirnov-testet gav en signifikansnivå (p-värde) på 0,000. Modellen innebär att vid ett p-värde på över 0,05, eller 5 %, accepteras H0 vilket betyder att materialet är normalfördelat. Resultatet betyder således att H0 förkastas och att Tobin's Q-materialet inte är normalfördelat. Tabell 1.1 och 1.2 avser 11082 observationer på Tobin's Q. Pallant (2010) beskriver att ett icke-normalfördelat underlag är vanligt bland undersökningar med stora urval.

4.2 Medelvärde Tobin's Q

En uppdelning av respektive utdelningsfrekvens finns att utläsa av tabellerna nedan. Detta gjordes för att få reda på om medelvärdet på Tobin's Q och dess oberoendevariabler förändras. Det framgår av tabellerna (bl.a. 2.1) att antalet observerade värden skiljer sig åt från de olika variablerna. Detta beror på att Datastream saknade vissa variabler till de enskilda måtten till varje företag. Minimum visar det lägsta observerade värdet medan maximum visar det högsta observerade värdet. Medelvärdet på Tobin's Q kan anses som det mest intressanta eftersom det är denna variabel som ska undersökas. Dock kommer även resultat på storlek, skulder, ROA, utländsk försäljning, industrieffekt och EPS att presenteras.

Tabell 2.1 - Totala medelvärdet

	Antal	Minimum	Maximum	Medelvärde	Standardavvikelse
Tobins Q	11082	0.0003	4.0596	0.6041	0.2681
Storlek	11141	0,0000	8.6779	5.9351	1.0497
Skulder	11454	0,0000	3.6415	0,2287	0,2200
ROA	10943	-1,7866	199,2164	1,2931	3,2722
Utl.försälj	9552	0,0000	2.5636	0,2238	0,2972
Ind.effekt	8886	-0,0272	124.3594	0,1971	1.7512
EPS	11199	-1017,0000	107,8000	1.3386	14.5052

Tabell 2.1 visar hela urvalet och dess medelvärde som kommer jämföras med olika tabeller nedan.

Tabell 2.2 - Ingen utdelning

	Antal	Minimum	Maximum	Medelvärde	Standardavvikelse
Tobins Q	1769	0.0027	4.0596	0.5694	0.3148
Storlek	2080	0.0000	8.2619	5.6208	1.0138
Skulder	2100	0.0000	3.6415	0.2163	0.2597
ROA	1944	-0,4811	13,515	0,0455	0,1124
Utl.försälj	1811	0.0000	1.3125	0.2141	0.2982
Ind.effekt	1729	0.0000	849,7200	0.2339	2.3855
EPS	1986	-1017.0000	107,8000	-0.2577	25.7163

Tabell 2.2 visar endast företag vars utdelningspolicy innebär att de inte väljer att dela ut några pengar via utdelning till sina aktieägare. Vidare visar tabellen att företagen får ett medelvärde på Tobin's Q på 0,5694. En koppling till tabell 2.1 kan dras där man kan utläsa att medelvärdet har sjunkit från 0,6041 till just 0,5694. Vidare kan det utläsas att även medelvärdet har sjunkit för samtliga av de oberoende variablerna. Värt att notera är att vinst per aktie som oberoende variabel är negativ.

Tabell 2.3 - En utdelning per år

	Antal	Minimum	Maximum	Medelvärde	Standardavvikelse
Tobins Q	479	0.1000	0.9924	0.5796	0.2445
Storlek	466	0.3010	8.0865	6.4791	1.0069
Skulder	478	0.0000	0.6538	0.1987	0.1544
ROA	456	-0,2417	0,8100	0,0616	0,0845
Utl.försälj	408	0.0000	1,0000	0.3491	0.3569
Ind.effekt	360	0.0000	0.8500	0.0189	0.1328
EPS	463	-6.6300	51,910	2.3706	4.8709

Tabell 2.3 visar endast företag som använder sig av årlig utdelning. Den beroende samt de oberoende variablerna skiljer sig till viss del från de företag som delar ut noll gånger per år. Tabellen visar inga större förändringar på medelvärdet jämfört med företag som inte väljer att dela ut några pengar till sina aktieägare. Däremot vid en jämförelse med tabell 2.1 kan det utläsas att även här har Tobin's Q-värdet sjunkit.

Tabell 2.4 - Två utdelningar per år

	Antal	Minimum	Maximum	Medelvärde	Standardavvikelse
Tobins Q	579	0.0060	1.1087	0.5247	0.2528
Storlek	542	1.2553	6.5350	6.5350	1.1170
Skulder	579	0.0000	0.7825	0.1846	0.1600
ROA	564	-0,3021	7.8960	0,0789	0,0428
Utl.försälj	506	0.0000	1.2015	0.4069	0.3737
Ind.effekt	486	0.0000	5.0492	0.1283	0.2794
EPS	568	-6.4500	29.4200	2.4315	3.5750

Tabell 2.4 visar på ett betydligt lägre Tobin's Q än de tidigare nämna tabellerna 2.1, 2.2 samt 2.3. I detta fall uppgår medelvärdet till 0,5247 vilket är en minskning jämfört med det totala medelvärdet som visas i tabell 2.1.

Tabell 2.5 - Fyra utdelningar per år

	Antal	Minimum	Maximum	Medelvärde	Standardavvikelse
Tobins Q	7402	0.0003	3.4769	0.6295	0.2487
Storlek	7217	0.0000	8.6779	5.9708	1.0060
Skulder	7426	0.0000	2.9429	0.2401	0.2087
ROA	7135	-0,7795	199.2164	0,1496	4,0345
Utl.försälj	6110	0.0000	2.5636	0.2063	0.2778
Ind.effekt	5621	0.0000	18.3207	0.1757	0.5473
EPS	7365	-916.0000	69.9100	1.5717	11.6760

Tabell 2.5 visar företag som ger utdelning fyra gånger per år och denna tabell visar även det högsta medelvärdet på Tobin's Q på 0,6295. När det gäller de oberoende variablerna har storlek förändrats mest medan vinst per aktie har ökat givet de inte ger utdelning, men minskat givet halvårsvis utdelning samt årliga utdelningar.

Tabell 2.6 - 12 utdelningar per år

	Antal	Minimum	Maximum	Medelvärde	Standardavvikelse
Tobins Q	184	0.0000	1.4247	0.4458	0.3124
Storlek	167	0.0000	7.9503	5.2495	1.2675
Skulder	191	0.0000	0.8830	0.2389	0.2486
ROA	187	-1,7866	11,9702	0,6677	2,2248
Utl.försälj	153	0.0000	0.9108	0.1114	0.2514
Ind.effekt	122	0.0000	7.4577	0.6302	1.0457
EPS	161	-10.0300	4.0200	0.9423	1.6078

Den avslutande tabellen visar medelvärde vid månadsvis utdelning. Detta är bolag som ger utdelning 12 gånger per år. Tabellen ger också det betydligt lägsta medelvärdet på 0,4458. Givet de företag som delar ut noll gånger per år detta en minskning med 0,1236 enheter och givet toppnoteringen på bolag som tillämpar kvartalsmässiga utdelningar är det en minskning på 0,1837 enheter.

Resultatet visar på att de företag som ger utdelning till sina aktieägare en gång per år respektive fyra gånger per år visar ett högre medelvärde än bolag vars ledning beslutat att inte ha utdelning. Av dessa två visade företagen som delar ut pengar fyra gånger per år det högsta medelvärde. Däremot kan det utläsas ur tabellerna att de företag som delar ut två gånger per år respektive 12 gånger per år har ett lägre medelvärde givet företagen som inte använder sig av

utdelning. Standardavvikelsen är ett spridning smått runt medelvärdet och detta är relativt konstant för de fem ovanstående tabellerna. Bredden mellan högsta och lägsta Tobin's Q-värde skiljer sig tydligt åt. Den utdelningspolicygrupp som har den lägsta bredden är företagen som ger utdelning en gång per år, vilket uppgår till 0,8924 medan den högsta är företag som inte ger utdelning, vars bredd uppgår till 4,0569. Detta innebär att det existerar tydliga extremvärden vilket kan snedvrída medelvärdet i jämförelse med median. Vid normalfördelning skulle 2/3 av allt material befinna sig inom en radie av +/- en standardavvikelse men då materialet i undersökningen inte är normalfördelat kan inte en beräkning av detta göras. De oberoende variablerna förändras beroende på vilket utdelningspolicy som företagen har och är alltså inte konstanta. I regression är samtliga oberoende variablerna konstanta, men som vi tidigare konstaterat gäller inte detta när medelvärdena för respektive utdelningsgrupp jämfördes.

4.3 Korrelation

Med korrelation menas samvariation mellan två variabler och enligt Pallant (2010) innebär testet att man ser styrkan av sambandet mellan variablerna. Denna siffra kan anta värde mellan -1 och 1. Är samvariationen mellan variablerna positiv innebär detta att variablerna samspelar med varandra och ökar den ena variabeln i värde ökar även den andra. Är korrelationen negativ innebär detta att en av variablerna ökar i värde medan den andra minskar. I vårt fall används korrelationen för att undersöka om det finns någon som helst samvariation mellan den beroende variabeln, Tobin's Q, samt utdelningsfrekvensen. Den inledande tabellen 3.1 kommer visa korrelationen mellan just Tobin's Q och utdelningsfrekvens medan tabell 3.2 kommer visa korrelationen mellan utdelningsvariablerna. Som korrelationsmodell har Spearmanstest använts. Detta test har använts istället för Pearson av den anledningen att Tobin's Q inte är normalfördelat.

Tabell 3.1 - Korrelation

Tobin's Q	Ingen utdelning	Årlig utdelning	Halvårlig utdelning	Kvartalsmässig utdelning	Månadsvis utdelning
Korrelationskoefficient	-0.064	-0.024	-0,078	0,126	-0.075
Signifikansnivå	0,000**	0,018*	0,000**	0,000**	0,000**
Antal	10382	10382	10382	10382	10382

**= Signifikans på 1 % nivån

*= Signifikans på 5 % nivån

Tabell 3.1 visar på att samtliga utdelningsvariabler utom kvartalsmässiga utdelningar (QTR) har en negativ korrelation mot Tobin's Q. Detta innebär att det endast är kvartalsvisvariabeln som har ett positivt samspel med Tobin's Q. Signifikansnivån visar att variablerna är statistiskt säkerställda på 1 % nivån förutom företag som använder sig av en utdelning per år (YR) som är statistisk säkerställd på 5 % nivån. Dock menar Pallant (2010) att signifikansnivån ska studeras med försiktighet då värdet endast ger en indikation på förtroendet för hela modellen och inte samspelet mellan variablerna. Enligt Pallants (2010) rangordning av styrkan i korrelationen befinner sig endast kvartalsvis utdelning inom radien av svag korrelation då denna gräns är mellan 0,1 och 0,29. Resterade variabler befinner sig under denna gräns.

Tabell 3.2 - Korrelation

		Ingen utdelning	Årlig utdelning	Halvårlig utdelning	Kvartalsmässig utdelning	Månadsvis utdelning
Ingen utdelning	Koefficient	1	-0.109	-0.119	-0.738	-0,068
	Signifikans	.	0.00**	0,000**	0,000**	0,000**
	Antal	11144	11144	11144	11144	11144
Årlig utdelning	Koefficient		1	-0,051	-0,316	-0,029
	Signifikans		.	0,000**	0,000**	0,002**
	Antal		11144	11144	11144	11144
Halvårlig utdelning	Koefficient			1	-0.345	-0,032
	Signifikans			.	0,000**	0,001**
	Antal			11144	11144	11144
Kvartalsmässig utdelning	Koefficient				1	-0.198
	Signifikans				.	0,000**
	Antal				11144	11144
Månadsvis utdelning	Koefficient					1
	Signifikans					0,000**
	Antal					11144

Tabell 3.2 visar på korrelationen mellan utdelningsvariablerna. Alla frekvenser har en negativ korrelation mellan varandra och detta kan statistiskt säkerställas på 1 % nivån. Variabeln kvartalsvis utdelning påvisar de fyra högsta negativa korrelationerna vilket kan vara ett tecken på att denna utdelningsfrekvens skiljer sig från de övriga. Enligt Pallant (2010) torde inte två oberoende variabler ha en korrelation som överstiger 0,7. Författaren menar på att om fallet med två högt korrelerade variabler finns ska en av dessa ersättas med en sammansatt variabler. I vårt fall existerar en korrelation över 0,7 och det är kvartalsvis utdelning och företag som inte använder sig av utdelning. Detta kan leda till ett problem genom missvisande resultat. För att göra resultatet tillförlitligt kommer varje enskild utdelningsfrekvens undersökas i regressionerna istället för en stor regressionsanalys.

4.4 Regression

Regressioner används för att se om utdelningsfrekvenserna kan statistiskt sett påverka Tobin's Q. Genom att studera B-värdet så utläses om det har en positiv eller negativ påverkan. För att kontrollera om detta sedermera beror på slumpens faktorer eller kan statistiskt säkerställas används signifikansnivån som visar ett P-värde. Är signifikansnivån under 5 % är resultatet signifikant. De oberoende variablerna studeras genom att se hur dessa påverkar den beroende variabeln. Samtliga variabler tillsammans visar om modellen är hållbar och tillförlitlig, detta mått benämns *R Square* eller på svenska: förklaringsgrad. Enligt Pallant (2010) tar den justerad förklaringsgraden hänsyn till antalet oberoende variabler och kan därför ses som ett mer korrekt statistiskt mått. VIF (*variance inflation factor*) är ytterligare ett mått som benämner hur korrekt modellen är och kan anses som ett komplement till förklaringsgraden. Modellen undersöker samverkan mellan variablerna, och visar om de oberoende variablerna samverkar med varandra. Pallant (2010) nämner att ett VIF-värde över 10 visar på att det finns multikollinearitet i modellen. Precis som vid undersökningen av korrelation kan problem som leder till missvisande resultat uppstå vid för högt VIF-värde. Eftersom antalet oberoende variabler är begränsat så väljs förklaringsgrad framför justerad förklaringsgrad som förklaringsmått.

Tabell 4.1 – Utdelning

	R	Förklaringsgrad	Justerad förklaringsgrad	Standardavvikelse			
	0,793	0.628	0,627	0.14512466			
	Antal	B	STD.AVK	t	Sig.	VIF	
Konstant	11082	0,037	0,012	3,016	0,003**		
Storlek	11141	0,048	0,002	24,304	0,000**	1,149	
Skulder	11454	0,832	0,009	94,214	0,000**	1,108	
ROA	10943	0,098	0,012	8,080	0,000**	1,051	
Utl.försälj	9552	-0,012	0,006	-1,969	0,049*	1,124	
Ind.effekt	8886	-0,039	0,004	-9,707	0,000**	1,049	
EPS	11199	0,000	0,000	-1,154	0,249	1,060	
Utdelning	11082	0,007	0,005	1,469	0,142	1,061	

*= Signifikant på 5 % nivån.

**=Signifikant på 1 % nivån.

Tabell 4.2 visar en regressionsanalys av företag som inte tillämpar utdelning som en policy. Förklaringsgraden uppgår till 0,793 vilket tyder på att förändringen i den beroende variabeln kan förklaras till 79,3 % av förändringen i de oberoende variablerna. Företag på de två undersökta listorna som inte använder sig av någon utdelning visar en svag negativ påverkan på Tobin's Q. B-värdet visar en positiv påverkan på Tobin's Q med 0,007, detta kan dock bero på slumpen eftersom signifikansnivån är över 5 % och därmed inte statistiskt säkerställas.

Tabell 4.2 - En utdelning per år

	R	Förklaringsgrad	Justerad förklaringsgrad	Standardavvikelse		
	0,793	0.628	0,628	0.14501060		
	Antal	B	Standard-avvikelse	t	Sig.	VIF
Konstant	11082	0,040	0,012	3,385	0,001**	
Storlek	11141	0,048	0,002	24,647	0,000**	1,116
Skulder	11454	0,830	0,009	94,306	0,000**	1,104
ROA	10943	0,097	0,012	8,031	0,000**	1,043
Utl.försälj	9552	-0,010	0,006	-1,630	0,103	1,129
Ind.effekt	8886	-0,039	0,004	-9,844	0,000**	1,044
EPS	11199	0,000	0,000	-1,343	0,179	1,056
YR	498	-0,030	0,009	-3,493	0,000**	1,016

*= Signifikant på 5 % nivån.

**=Signifikant på 1 % nivån.

I tabell 4.3 är förklaringsgraden densamma som i tabell 4,1 och VIF-har förändrats marginellt. Dock kan vi i tabellen säkerställa på 1 % nivån att det är marginellt dåligt att ge utdelning till ägarna en gång per år eftersom B-värdet är negativt.

Tabell 4.3 - Två utdelningar per år

	R	Förklaringsgrad	Justerad förklaringsgrad	Standardavvikelse		
	0,793	0.628	0,628	0.14500490		
	Antal	B	Standard-avvikelse	t	Sig,	VIF
Konstant	11082	0,039	0,012	3,284	0,001**	
Storlek	11141	0,048	0,002	24,696	0,000**	1,122
Skulder	11454	0,829	0,009	94,084	0,000**	1,106
ROA	10943	0,097	0,012	8,045	0,000**	1,043
Utl,försälj	9552	-0,009	0,006	-1,482	0,138	1,138
Ind,effekt	8886	-0,039	0,004	-9,766	0,000**	1,045
EPS	11199	0,000	0,000	-1,205	0,228	1,055
HYR	588	-0,027	0,008	-3,564	0,000**	1,038

*= Signifikant på 5 % nivån.

**=Signifikant på 1 % nivån.

Tabell 4.3 visar att även två utdelningar per år har en negativ påverkan på företagsvärdet. Dock är värdet marginellt bättre än vid en utdelning och detta ska inte bero på slumpen då de kan statistiskt säkerställas 1 % nivån.

Tabell 4.4 - Fyra utdelningar per år

	R	Förklaringsgrad	Justerad förklaringsgrad	Standardavvikelse		
	0,792	0.628	0,628	0.14506382		
	Antal	B	Standard-avvikelse	t	Sig.	VIF
Konstant	11082	0,037	0,012	3,085	0,002**	
Storlek	11141	0,047	0,002	24,157	0,000**	1,118
Skulder	11454	0,829	0,009	93,750	0,000**	1,112
ROA	10943	0,095	0,012	7,822	0,000**	1,047
Utl.försälj	9552	-0,010	0,006	-1,546	0,122	1,141
Ind,effekt	8886	-0,039	0,004	-9,880	0,000**	1,045
EPS	11199	0,000	0,000	-1,429	0,153	1,059
QTR	7583	0,011	0,004	2,741	0,006**	1,044

*= Signifikant på 5 % nivån.

**=Signifikant på 1 % nivån.

I tabell 4.5 kan det utläsas att trenden har brutits och utdelningar är positivt för företagsvärdet då B-värdet är positivt på 0,011. Detta kan statistiskt säkerställas på 5 % nivån.

Tabell 4.5 - 12 utdelningar per år

R	Förklaringsgrad	Justerad förklaringsgrad	Standardavvikelse			
0,792	0.628	0,627	0.14511128			
	Antal	B	Standard- avvikelse	t	Sig.	VIF
Konstant	11082	-0,43	0,012	3,650	0,000**	
Storlek	11141	0,047	0,002	24,322	0,000**	1,114
Skulder	11454	0,831	0,009	94,337	0,000**	1,103
ROA	10943	0,097	0,012	7,983	0,000**	1,043
Utl.försälj	9552	-0,012	-0,006	-1,935	0,053	1,122
Ind.effekt	8886	-0,038	0,004	-9,555	0,000**	1,058
EPS	11199	-0,000	0,000	-1,268	0,205	1,055
MTH	200	-0,030	0,016	-1,826	0,068	1,019

*= Signifikant på 5 % nivån.

**=Signifikant på 1 % nivån.

I tabell 4.6 påvisas ett negativt B-värde som dock inte kan statistiskt säkerställas. Detta leder till att det inte kan dra några helt korrekta antaganden då slumpens faktor kan påverka resultatet.

Tabell 4.6- Summering regressioner

		Ingen- utdelning	En utdelning	Två utdelningar	Fyra utdelningar	Tolv utdelningar
Konstant	B-värde	0.037	0.040	0.039	0.037	-0.430
	Sig	0.003**	0.001**	0.001**	0.002**	0.000**
Storlek	B-värde	0.048	0.048	0.048	0.047	0.047
	Sig	0,00**	0,00**	0,000**	0,000**	0,000**
Skulder	B-värde	0.832	0.830	0.829	0.829	0.831
	Sig	0,00**	0,000**	0,000**	0,000**	0,000**
ROA	B-värde	0.098	0.097	0.097	0.095	0.097
	Sig	0,00**	0.00**	0.000**	0,000**	0,000**
Utl.försälj	B-värde	-0.012	-0.01	-0.009	-0.01	-0.012
	Sig	0.049*	0.103	0.138	0.122	0.053
Ind.effekt	B-värde	-0.039	-0.039	-0.039	-0.039	-0.038
	Sig	0,00**	0,000**	0.000**	0,000**	0.000**
EPS	B-värde	0.00	0.000	0.000	0.000	0.000
	Sig	0.249	0.179	0.228	0.153	0.205
Frekvens	B-värde	0.007**	-0.030	-0.027	0.011	-0.030
	Sig	0.142	0.000**	0.000**	0.006**	0.068

*= Signifikant på 5 % nivån.

**=Signifikant på 1 % nivån.

Ovanstående variabler, storlek, skulder, ROA, utländsk försäljning, industriell effekt samt *earning per share* har använts i samtliga regressionsanalyser och därför kan det anses vara viktigt att undersöka hur dessa påverkas vid val av utdelningsfrekvens. Utgångspunkten för om variablerna är signifikanta är satt till 5 %. Vid bolag som inte har någon utdelning är samtliga variabler signifikanta. För företag som har utdelning en gång per år är storlek, skulder, ROA, industriell effekt samt utdelningsfrekvensen signifikanta. Variablerna storlek samt skulder är signifikanta hos bolag som delar ut utdelning två gånger per år medan samtliga variabler utom *earning per share* är signifikanta på bolagen som delar ut pengar fyra gånger per år. Den avslutande utdelningsfrekvensen har de signifikanta variablerna storlek, skulder samt ROA.

Tabell 4.7- Samtliga frekvenser i en regression

	R	Förklaringsgrad	Justerad förklaringsgrad	Standardavvikelse		
	0,793	0.627	0,626	0.14501569		
	Antal	B	SD	t	Sig.	VIF
Konstant	11082	0.039	0.012	3.253	0.001**	
Storlek	11141	0.048	0.002	24.576	0.000**	1.163
Skulder	11454	0.829	0.009	93.881	0.000**	1.113
ROA	10943	0.099	0.012	8.120	0.000**	1.051
Utl.försälj	9552	-0.007	0.006	-1.189	0.234	1.051
Ind.effekt	8886	-0.038	0.004	-9.442	0.000**	1.062
EPS	11199	0.000	0.000	-1.255	0.210	1.062
En utd.	798	-0.036	0.01	-3.724	0.000**	1.237
Två utd.	588	-0.032	0.009	-3.721	0.000**	1.333
Fyra utd.	7583	-0.003	0.005	-0.562	0.574	1.562
Tolv utd.	200	-0.034	0.017	-2.043	0.041*	1.079

Tabell 4.7 visas en regression med alla variabler samt alla utdelningsfrekvenser

I tabellen ovan är de olika utdelningsfrekvenserna inräknade i samma regression och påverkar därför varandra vilket leder till att tabellen ska tas med viss försiktighet. Det som kan utläsas ur tabellen är att när det inkluderas alla utdelningsfrekvenser så påvisar alla en negativ påverkan på Tobin's Q, vilket kan statistiskt säkerställas på alla utdelningsfrekvenserna utom fyra utdelningar per år. Värdena på vissa av de oberoende variablerna kan liknas vid resultatet från de tidigare regressionerna (tabell 4.1-4.5) Philip Nilsson_ 14-6-26 20:42

De observerade f-värdena på respektive utdelningsfrekvens (tabell 4.1- 4.5) ligger i ett spann mellan 1536 till och med 1540 med en signifikansnivå på 0,000. Det betyder att är värdet under 0,05 är resultatet signifikant med 95 %. Resultatet innebär att det med 95 % säkerhet kan sägas att medelvärdena skiljer sig åt och att detta inte beror på slumpen

En "step wise" regression skulle varit intressant att göra, men då korrelationen mellan vissa av variablerna är hög blir de exkluderade variablerna många och modell fyller ingen större funktion.

5 Analys

I kapitel 5 kommer en analys av resultatet att göras. Detta görs med stöd av hypoteserna som presenterades i kapitel 2 samt från tidigare studier.

Fyra stycken hypoteser sattes upp med bakgrund från tidigare studier och forskning. Tre av dessa innebar att utdelningsfrekvens torde öka företagsvärde medan en innebar att det inte bör ha någon påverkan. De fyra hypoteserna är följaktligen:

H1: Enligt agentteorin, bird in hand - teorin samt behavioral finance torde en ökning i utdelningsfrekvens påverka företagsvärde positivt.

H0: Enligt Miller och Modiglianis (1961) teori om utdelningarnas irrelevans borde inte utdelningsfrekvens påverka företagsvärde.

5.1 Medelvärde

Utifrån medelvärde kan det utläsas att de företag som väljer att dela ge utdelning fyra gånger per år till sina aktieägare visar det högsta medelvärdet på Tobin's Q men ingen tydlig trend klan utläsas. Detta innebär att den näst högsta utdelningsfrekvensen ger det högsta Tobin's Q och således det högsta företagsvärde. Då det inte valdes att ta bort extremvärden bör en viss försiktighet tas till resultatet. Dessutom skiljer sig antalet bolag åt i respektive undersökning kring medelvärde torde inte några förhastade slutsatser dras kring detta resultat. Medelvärdet kommer användas för att styrka kommande argumentationer kring vilken utdelningsfrekvens som är att föredra. Medelvärde valdes framför median då urvalet är stort vilket medför att extremvärdena har en liten påverkan.

5.2 Korrelation

Korrelationen innebär att forskaren lär känna materialet och således kommer inga hypoteser att besvaras med korrelation som analysmetod. Enligt tabell 3.1 har samtliga variabler utom kvartalsvis utdelning en negativ korrelation till Tobin's Q där signifikansnivån är låg. Forskare har i tidigare studier kommit fram till ett liknande resultat. Lang och Stulz (1993)

fanns just tecken på att utdelningar och företagsvärde har en negativ korrelation med varandra. De nämner att företag som reducerar eller tar bort utdelning som en monetär ersättning skapar större möjligheter att öka investeringar. Den positiva korrelationen mellan kvartalsvis utdelning och företagsvärde kan kopplas till Lintner (1956) där forskaren fann en positiv korrelation mellan utdelning och just företagsvärde. Argumentationen bakom påståendet anges som den tidigare nämnda *bird in hand*-teorin där investerare föredrar den säkra utdelningen istället för den mer osäkra kapitalökningen.

5.3 Total regression

Tabell 4.1 påvisar ett positivt samband mellan utdelningar och företagsvärde. Men då signifikansnivån är hög bör resultatet tas med försiktighet då slumpen kan påverka resultatet. Således kan resultatet inte statistiskt säkerställas. Då sambandet har en svag positiv påverkan kan ingen av de nämnda hypoteserna förkastas eller accepteras. Resultatet motpeglar Allayanis och Westons (2001). Hoyt och Liebenberg (2011) fann, att utdelningskoefficienten har en positiv påverkan i en undersökning mellan företagsvärdering och företagsrisk.

Att utdelningar är positivt för företagsvärde kan bero på att investerarna får en god kännbar avkastning i form av utdelning. Då företagen är ovilliga att förändra utdelningsfrekvens eller förändra utdelningen kan utdelning ses som en säkerhet i framtiden att få en god avkastning. Dett kan väga tyngre än exempelvis bolagens framtida investeringsmöjligheten som kan minskas om bolagen väljer att ge ut utdelning till sina aktieägare.

5.4 Regression av enskilda tabeller

Av samtliga utdelningsfrekvenser kan inget linjärt samband utläsas mellan utdelningsfrekvens och Tobin's Q. Flera av utdelningsfrekvenserna påverkan på Tobin's Q kan inte statistiskt sett säkerställas vilket innebär att resultatet kan till viss del bero på slumpen.

En koppling till hypoteserna ovan bli att H_0 inte förkastas medan de övriga hypoteserna förkastas. Av den anledning blir då Miller och Modiglianis (1961) teori om utdelningarnas irrelevans på företagsvärdet sann då de menar att utdelningarna redan är inprisade i anskaffningsvärdet på aktien.

5.5 Regression av de statistiskt säkerställda Tobin's Q

Av de utdelningsfrekvenserna där vi statistiskt sett kan säkerställa svaren fann vi ett samband mellan ökad utdelningsfrekvens och ett ökat Tobin's Q. Detta innebar att de företag som delar ut utdelning till sina aktieägare 12 gånger per år exkluderas då de inte kan säkerställas på 5 % nivå. Dessutom uteslöts den regression där bolagen som inte ger någon utdelning till aktieägarna finns med.

Som tidigare beskriver kan vi statistiskt säkerställa koefficienterna för de företag som delar ut utdelning till sina aktieägare en, två respektive fyra gånger per år. Samtliga av dessa kan säkerställas på 1 % nivå. Dock ska det nämnas att företag som har en låg utdelningsfrekvens har en negativ koefficient (tabell 4.7). Detta medan företag med en högre utdelningsfrekvens visar på positiv påverkan på Tobin's Q (tabell 4.7). Således kan en koppling mellan dessa tre utdelningsfrekvenser göras till hypoteserna och den tidigare nämnda litteraturen. Resultatet innebär att H1 hypoteserna inte kan förkastas medan H0 kan förkastas.

En återkoppling till Ferris m.fl (2007) kan göras där de fann ett liknande resultat som visar på att ökad utdelningsfrekvens leder till ett ökat företagsvärde. De argumenterade utifrån prospektteorin samt *mental accounting*. Det finns även belägg som visar på att utdelning innehåller mer information än försäljningssiffror. Undersökningen gjordes av Aharony och Swary (1980) och bestod av att jämföra företag som hade utdelning fyra gånger per år jämfört med företag som visade sina försäljningssiffror fyra gånger per år.

En alternativ förklaring till resultatets faktiska utfall kan beskrivas med ytterligare en ny dimension. Den ekonomiska nyttan kan anses som tillräckligt stor vid kvartalsmässiga utdelningar. Med detta menas att ger företaget utdelning 12 gånger per år så blir den monetära summan så pass liten att den inte blir kännbar. Detta antagandet grundar sig på att företagen delat ut samma summa pengar per år oberoende frekvens. Denna dimension kan tydligt kopplas till *behavioral finance* och dess nyttoteori. Som tidigare beskrivet vill investeraren regelbundet uppleva stor ekonomisk nytta och en tolkning kan alltså vara att nyttan uppstår till och med kvartalsmässiga utdelningar. Av den anledning blir en högre frekvent utdelning mindre kännbar och uppfattningen om bolaget sämre.

5.6 Regression med samtliga variabler

I regressionen med samtliga variabler inkluderade finns tydliga tecken på att utdelningar har en negativ påverkan på företagsvärde och Tobin's Q. En detalj att påpeka är att variablerna årlig, halvår samt månadsvis utdelning kan statistiskt säkerställas på 1 % nivån medan variabeln kvartalsvis utdelning inte kan statistiskt säkerställas då signifikansnivån uppgår till drygt 57 % vilket överstiger 5 % och därför kan vissa slumpfaktorer påverka resultatet. Resultatet ger en indikation på att just den kvartalsmässiga variabeln skiljer sig mot de övriga variablerna, vilket kan kopplas till de övriga regressionerna där den kvartalsmässiga utdelningen är den enda variabeln som visar på positiv avkastning

5.7 Oberoende variabler

Storlek visar sig vara signifikant för samtliga utdelningsfrekvenser. En av anledningarna till detta kan vara att storleken har beräknats som den naturliga logaritmen av försäljning. Detta innebär att en förändring av storlek resulterar i en förändring av Tobin's Q. Samtliga av värdena är positiva vilken innebär att förändringarna av värdena sker i samma riktning. Detta resultat är i motsatts till Allayannis och Weston (2001) samt Lang och Stulz (1994) där forskarna presenterade att storlek har en negativ påverkan på Tobin's Q. En detalj att påpeka är att inget linjärt samband kan utläsas av storlekens betydelse mellan samtliga variabler. Vid hänsyn tagen till endast halvårs- kvartalsvis- och månadsvis utdelning syns en trend. En anledning till detta skulle kunna vara att företag som har en högre frekvens i utdelning har en högre försäljning som motivation till den högre utdelningen.

När det gäller ROA som oberoende variabel kan en viss trend utläsas. De bolag som uppvisar det lägsta ROA är de företags som inte väljer att dela ut några pengar alls medan de företag som har en hög utdelningsfrekvens uppvisar det högst värdet. Dock är endast ingen utdelning samt kvartalsvis och månadsvis utdelning som är signifikanta på 5 % nivå. Det kan således antas att de företag som har högst utdelningsfrekvens visar den högsta lönsamheten. Två olika teorier kan anses ligga bakom detta utfall. Den första teorin innebär att högutdelningsföretagens totalsumma är lägre än de övriga, vilket innebär att mer pengar är kvar i företaget och investeringsalternativen blir fler. Den andra teorin kan anses som en motsatsteori och innebär att högutdelningsföretagen delar ut mer pengar till sina aktieägare och således minskar agentkostnaderna och företagen visar upp en högre lönsamhet. En

jämförelse kan göras till Allayannis och Weston (2001) där de fann att ROA har en positiv påverkan på Tobin's Q.

Nästkommade variabel som kommer diskuteras under denna rubrik är *earning per share*. En viss trend kan utläsas av denna variabel där företag som inte delar ut utdelning till sina aktieägare visar den högsta vinst per aktie medan de företag som har hög utdelningsfrekvens visar en betydligt lägre vinst per aktie. En teori till detta kan vara att företag som har en hög utdelningsfrekvens inte har samma investeringsmöjligheter och således inte samma möjlighet till en ökad avkastning. Detta resultat är i motsats till forskning gjort av Wei och Varela (2003) där de visar på att vinst per aktie har en positiv signifikans på Tobin's Q.

De avslutande variablerna som använts i undersökningen är skulder, industriell effekt samt utländsk försäljning. Samtliga variabelers skulder har en positiv inverkan på Tobin's Q där dessutom detta kan säkerställas på 1 % nivå. Detta innebär att företag med en kapitalstruktur som består av skulder ökar Tobin's Q. Detta resultat är i motsats det resultat Jankensgård (2013) kom fram till att skulder har en negativ påverkan på Tobin's Q. Utländsk försäljning visar sig vara positivt signifikant för flertalet av variablerna. Dock visar studien att utländsk försäljning har en negativ påverkan på de företag som ger utdelning fyra gånger per år och detta kan dessutom statistiskt säkerställas på 5 % nivå. Allayannis och Weston (2001) beskriver att företag som är multinationella har en möjlighet att öka sitt företagsvärde. Dessutom kopplar de utländsk försäljning till utländska direktinvesteringar genom en internationell och större marknad.

6. Slutsatser och diskussion

I det avslutande kapitlet kommer först en summering av arbetet att ske. Ett tydligt svar på forskningsfrågan kommer att ges för att sedermera följas upp med en diskussion kring resultatet. Kapitlet avslutas med etikavsnitt, självkritik och vidare forskning.

6.1 Summering

Syftet med uppsatsen var att undersöka om det förekommer något samband mellan ökad utdelningsfrekvens och ett ökat företagsvärde. I litteraturgenomgången framkom det att det råder delade meningar gällande utdelningens påverkan. Bland annat Al-Kuwari (2010) samt Ferris m.fl (2007) menar på att en ökad utdelningsfrekvens har en positiv påverkan på företagsvärde. Detta medan Miller och Modiglianis (1961) menar på att utdelningar inte har någon påverkan på företagsvärde. Oenigheten kring den faktiska betydelsen av utdelningar innebär att fastän utdelningsfenomenet är gammalt kan det ändå ses om aktuellt.

Utdelningsfrekvensen är ett område som ännu inte är så väl utforskat. De få tidigare studierna visar på att utdelningsfrekvenser har en positiv påverkan på bokfört marknadsvärde, ett värde som kan liknas till Tobin's Q.

Resultatet av studien visar på att ett visst samband kan utläsas mellan utdelningsfrekvens och företagsvärde. Detta resultat kan hänföras från både regression samt en granskning av medelvärde. Vi kom således fram till ett liknande resultat som tidigare forskning visat på. Beroende på utdelningsfrekvens har utdelningen olika påverkan på värderingen av bolaget. Detta kan vara en av anledningarna till att tidigare forskare kommit fram till olika resultat beroende på vilken frekvens de undersökta bolagen tillämpat. Vid tidigare studiet så torde forskare som främst studerat bolag med kvartalsmässiga utdelningar funnit ett positivt samband medan forskare som studerat bolag med årliga utdelningar torde finna ett negativt samband.

6.2 Svar på forskningsfrågan

Vi kan utifrån de statistiskt säkerställda svaren utläsa ett positivt samband mellan högre utdelningsfrekvens och ett ökat företagsvärde.

Utifrån resultatet som inte visade någon signifikans kan vi inte påvisa något samband mellan utdelningsfrekvens och företagsvärde.

6.3 Diskussion

Resultatet i vår studie, att ökad utdelningsfrekvens leder till ett högre företagsvärde, kan kopplas till resultatet från tidigare studier. Ferris m.fl (2007) menar på att en högre utdelningsfrekvens leder till ett högre bokfört marknadsvärde. Författarnas argument bakom detta resultat kan hänföras till behavioral finance och innebär att investerare föredrar att få mindre pengar oftare än stora summor mer sällan. Denna teori kan vara en av faktorerna kring resultatet i vår studie. Investerare värdesätter aktierna i ett företag högre och efterfrågan ökar och aktiepriset stiger. Ett högre aktiepris påverkar Tobin's Q positivt då en av variablerna är marknadsvärde på eget kapital. Investerarna torde vilja uppnå en så hög märkbar nytta så ofta som möjligt. Vill inte investerare sälja aktie är ett alternativ att jaga företag med höga utdelningsfrekvenser då behavioral finance och prospektteorin menar på att investerare förtränger det långsiktiga och fokuserar på nuet.

Resultatet om att högre utdelningsfrekvenser leder till ett högre företagsvärde kan kopplas till den tidigare nämnda agentteorin. Eftersom utdelning kan ses som ett informationsbärande meddelande till aktieägarna så leder detta till att investerare som väljer att investera i bolag som har en hög utdelningsfrekvens får information om framtida vinster och vinsttillväxt oftare vilket innebär att dessa har en relativt god syn över de väsentliga delarna av bolaget. Denna viktiga information som utdelningar bär med sig kan investerare i lågfrekvensutdelningsbolag gå miste om. Av den anledningen måste dessa investerare övervaka styrelse och ledningen så att dessa försöker uppnå maximal nytta med det investerade kapitalet och tillgångar. Denna övervakningskostnad påverkar företaget negativt då dessa pengar hade kunnat gå till ökade investeringar i aktiebolag som leder till framtida vinster.

En ytterligare syn på agentteorin kan vara som tidigare nämnts olika mål för ledningen och aktieägarna. Styrelsen torde lägga sitt fokus på de långsiktiga målen medan vissa aktieägarna vill ha snabba vinster i nuet. Konflikten mellan dessa två grupper kan innebära att styrelsen

inte investerar i rätt placeringar vilket får en negativ effekt på framtiden. Kvartalsvis utdelning kan ses som det bästa alternativet för vinsten i form av utdelningen sker relativt ofta medan ledningen ändå har möjlighet att investera kapitalet i framtida investeringar. Sker utdelning 12 gånger per år kan detta minska investeringsmöjligheterna under respektive månad jämfört med kvartalsvis utdelning.

Bird in hand-teorin är en teori som väldigt tydligt kan kopplas till vårt resultat och som innebär att utdelningar spelar en viss roll för företaget. Företag som har en hög utdelningsfrekvens påverkar aktiepriset oftare än företag som har en låg utdelningsfrekvens och då det egna kapitalet är en del av Tobin's Q-formeln har denna betydelse för resultatet. Att investera i företag som har en hög utdelningsfrekvens kan ses som en säkerhet när det gäller den framtida utdelningen från bolagen. Detta då de börsnoterade företagen allt som oftast håller fast vid samma utdelningsfrekvens och ogillar att förändra denna. Säkerheten om att de framtida kassaflödena i bolaget är goda kan innebära att investeringsböjligheterna är goda. Ytterligare en syn på bird in hand-teorin kan kopplas till finansiella kriser. Efter finanskrisens intåg på aktiemarknaden under 2007/2008 kan utdelningarnas betydelse ökas än mer. Investeringarna vill med säkerhet veta att dessa ska få pengar i framtiden vilket innebär att efterfrågan på företag med högre utdelningsfrekvens ökas.

Resultatet visar således att kvartalsmässiga utdelningar är att föredra framför de andra. Frågan vi ställer oss blir varför alla företag inte tillämpar denna utdelningsfrekvens? Det kan finnas flera olika svar på denna fråga.

Som tidigare konstaterat är det investeringarna som till stor grad som styr efterfrågan på utdelningarna. Dessa investeringar har valt att investera i företag som till så stor grad som möjligt uppfyller deras behov samt preferenser och klienteffekter uppstår. Byter företaget utdelningsfrekvens av den anledning att de vill öka sitt företagsvärde kan det hända att investeringar blir besvikna på ledningen och bolaget. Detta kan leda till att investeringar lämnar bolaget på grund av att det inte längre uppfyller preferenserna som ägarna har.

Just klienteffekten kan kopplas till nyttoteorin och investeringarnas nytta. En viss grupp investeringar dras till bolag med en viss utdelningsfrekvens för att de känner att just den frekvens av utbetalningarna leder till högsta möjliga nytta och välmående. Detta kan betyda att investeringar föredrar själva frekvensen av betalningarna före den faktiska summan. Den

höga frekvensen av utbetalningarna kan upplevas som ett tecken på säkerställda framtida inkomster och avkastning från bolaget. Risker kan därför upplevas som mindre. En vändning på argumentationen kan göras då en viss grupp investerare föredrar en större utdelning mer sällan då detta kan skapa en större nytta i vardagen.

Ytterligare en anledning till att inte förändra utdelningsfrekvens kan kopplas till att de är antingen bransch- eller företagsberoende av en viss tidsperiod på året. Detta innebär att investerarna endast har möjlighet att ta del av vinsten efter den specifika tidpunkten som inkomsten genererats ifrån. Företagen kan av den anledning inte ge utdelning till sina aktieägare under tidpunkter på året där inkomsten är betydligt lägre då tanken bakom utdelningen är att aktieägarna ska ta del av vinsterna.

6.4 Etiska implikationer och samhällsbidrag

En investerare som inte är påläst inom aktievärlden och därmed agerar orationellt kan bli lurad av frekvenserna. Detta då de kan tro att de får större utdelningar om de väljer bolag med högre frekvens. Det är dock inte säkert att bara för ett bolag har en utdelningsfrekvens som är hög att de genererar större monetär utdelning än företag som tillämpar en mer passiv utdelningspolicy.

Då studien påvisar att kvartalsmässig utdelning är föredra framför de andra så borde nystartade företag direkt börja med denna policy. Långsiktigt sett borde dock även andra företag övergå till denna frekvens, då de kan påverkas av tidigare nämnda klienteffekten. Det hade varit intressant att undersöka hur samma fenomen hade fungerat i Sverige om de svenska bolagen hade använt sig av samma frekvenser som de två undersökta börslistorna.

Inte mycket är forskat gällande frekvenserna vilket menar att investerarna inte känner till vilken utdelningsfrekvens som är att föredra vid ett rationellt synsätt. Då bolagen uppvisar andra mått på utdelningen såsom *yield*, som är den procentuella utdelningen av aktiekursen, kan dock investerarna få en inblick i utdelningarna som företaget delar ut.

6.5 Självkritik

Vårt urval begränsas som tidigare beskrivet till de amerikanska börslistorna Nasdaq och New York Stock Exchange. För att få en jämnare fördelning av utdelningsfrekvenserna skulle ett alternativt urval vara att använda företag som är listade i olika länder vilket skulle kunna

påverka resultatet. Just skillnaderna i fördelningen av utdelningsfrekvenserna kan begränsa möjligheten till att generalisera resultatet över hela världen.

6.6 Vidare forskning

Då studien endast tar hänsyn till antalet utdelningar och inte den totala monetära utdelningen är detta ett alternativt sätt att undersöka utdelningsfrekvenser. Detta skulle betyda att en undersökning vore intressant gällande om företag som delar ut pengar oftare även delar ut mer pengar än företag som delar ut pengar en gång.

En annan aspekt som kan anses som intressant att undersöka är om det kan skapas en riskjusterad överavkastning på bolag som tillämpar de olika utdelningsfrekvenserna. Här delas de olika frekvensgrupperna upp och undersöker om en viss grupp har en högre riskjusterad överavkastning än de andra.

En tredje aspekt till en alternativ forskning är att undersöka andra tidsaspekter då till exempel tidsperioden innan finanskrisen, detta eftersom alla bolag kanske inte hunnit stabilisera sig fullt ut ännu.

Fjärde tanken på en liknande studie behandlar företag som byter sin utdelningsfrekvens mellan två år. Vår undersökning visade på att flertalet av bolagen som tillämpar ingen och fyra utdelningar per år behåller sin utdelningspolicy konstant under tidsintervallet. Dock fanns det belegg som påvisar att vissa av bolagen speciellt gällande en och två utdelningar per år varierar mellan dessa frekvenser. En intressant tanke på vidare studie här är att kvalitativt undersöka varför de ändrar sin utdelningsfrekvens.

En koppling till tidigare förslag kan en kvalitativt undersöka varför företagen tillämpar olika frekvenser.

7 Källförteckning

Aharony, J., & Swary, I. (1980). Quarterly Dividend and Earning Announcements and Stockholders Returns: An Emperical Analysis. *The Journal of Finance*, 35, 1-12

Al-Kuwari, D. (2010). To Pay or Not to Pay: Using Emerging Panel Data to Identify Factors Influencing Corporate Dividend Payout Decisions. *International Research Journal of Finance and Economics*, 19-36.

Al-Kuwari, D. (2010). Determinants of the dividend policy in emerging stock exchanges: the case of GCC countries. *Global Economy & Finance Journal*, 2, 38-63

Al-Malkawi, H-A.N. (2007).Determination of corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model. *Journal of Economic & Administratrative Sciences*.23, 44-70.

Al- Malkawi, H-A.N., Raffety, M., & Pillai, R. (2010). Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence. *International Bulletin of Business Administration*, 171-200-

Allayannis, G., & Weston, J.P. (2001).The use of foreign derivatives and firm market value. *Review of financial studies*, 14, 243-276.

Argawal, A., & Mandelker, G.N (1987).Managerial incentives and corporate investment and financing decisions. *The Journal of Finance*, 42, 823-837.

Bali, T.G., & Cakici, N. (2008).Idiosyncratic volatility and the cross section of expected returns. *Journal of finance and quantitative analysis*, 43, 29-58.

Baker, H. K., Powell, G. E., & Veit, E. T. (2002).Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy. *Journal of economics and Finance*.26, 267-283-

Barker, M & Wurgler, J. (2004).A Catering Theory of Dividends. *The journal of finance*, 59, 1125-1165.

Bhattacharya, S. (1979).Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallac. *The Bell Journal of Economic*,10, 259-270

Cho, H-J., & Puick, V. (2005).Relationship between innovativeness, quality, growth, profitability, and market value. *Strategic Management Journal*, 26, 555-575.

- Chung, K.H., & Pruitt, S.W. (1994). A Simple Approximation of Tobin's q . *Financial management*, 23, 70-74.
- Damordaran, A. (2003). Measuring Company Expose to Country Risk: Theory and Practice. *Journal of Applied Finance*.
- De Bont, W.F.M., & Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, 40, 793-805.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D.J. (2004). Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of Financial Economics*, 72, 425-456.
- Denscombe, M. (2009). *Forskningshandboken - för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna* (2:a uppl.). China: Studentlitteratur AB.
- Claesson, K. (1987). Effektiviteten på Stockholms fondbörs (Doktorsavhandling, Handelshögskolan i Stockholm). Tillgänglig i Digitala Vetenskapliga Arkivet.
- Dushnitsky, G., & Lenox, M.J. (2006). When does corporate venture capital investment create firm value? *Journal of Business Venturing*, 21, 753-772.
- Easterbrook, F.H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Review*, 74, 650-659.
- Fama, E.F., & French, K.R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43.
- Ferris, S.P., & Noronha, G., & Unlu, E. (2007). The More, the Merrier: An International Analysis of the Frequency of Dividend Payment. *Journal of business finance and accounting*, 37, 148-170.
- Frankfurter, G.M., & Wood, B.G Jr. (2002). *International Review of Finance Analysis*, 11, 111-138.
- Gordon, M.J. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41, 99-105.

- Grinblatt, M., & Han, B. (2005). Prospect theory, mental accounting, and momentum. *Journal of Financial Economics*, 78, 311-339.
- Hartzmark, S.M., & Solomon, D.H. (2013). The dividend month premium. *Journal of Financial Economics*, 109, 640-660
- Hoyt, R.E., & Liebenberg. (2011). The Value of Enterprise Risk Management. *The Journal of Risk and Insurance*, 78, 795-822.
- Hussainey, K., Mgbame, C. O., & Chijoke-Mgbame, A. M. (2011). Dividend policy and share price volatility: UK evidence. *The Journal of Risk Finance*. 12, 57-68.
- Jankensgård, H. (2013). Does Centralisation of FX Derivative Usage Impact Firm Value? *European Financial Management*, 1-24
- Jensen, M.C. (2001). Value maximisation, Stakeholder theory, and the corporate objective function. *European Financial Management*, 7, 297-317
- Jin, Y., & Jorion, P. (2006). Firm Value and Hedging: Evidence from U.S. Oil and Gas Producters. *The Journal of Finance*, 61, 893-918
- Kahneman, D., Knetsch, J.L., & Thaler, R.H. (1991). Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias. *The Journal of Economic Perspectives*, 5, 193-206.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analys of Decision Under Risk. *Econometrical*, 47, 263-292.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vinsky, R.W. (2000). Agency problems and dividend policies the world. *The Journal of Finance*, 55, 1-33.
- Lang, L.H.P., Stulz, R.M. (1993). Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance. *Journal of Political Economy*, 102, 1248-1280.
- Meckling, W. & Jensen, M.C. (1978). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3, 305-360
- Miller, M.H., & Rock, K. (1985). Divident Policy Under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40, 1031-1051.

Miller, M.H., & Modigliani, F.(1958).The cost of capital, corporation finance and the theory of investments. *The American economic review*, 48, 261-297

Miller, M.H., & Modigliani, F.(1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34, 411-433.

Myers, M., & Bacon, F. (2002).The determination of corporate dividend policy. *Allied Academic Internation Conference*, 7, 105-109

Pallant, J. (2010) SPSS Survival Manual: A step by step guide data analysis using SPSS program. 4 uppl. Maidenhead: McGraw-Hill.

Pålsson Syll, L. (2001). Ekonomisk teori och metod. Lund: Studentlitteratur AB.

Ross, S.A. (1963). The economic theory of agency: the principal's problem. *American Economic Review*, 36, 134-139

Rozeff, M.S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs As Determinents Of Dividend Payout Ratios. *The Journal of Financial Research*, 5, 249-259.

Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2009) *Research methods for business students*.

(5:eupplagan). Edinbrugh Gate: Pearson Education Limited.

Sewell, M. (2007).Behavioural Finance. *Department of Computer Science*.

Shiller, R.J(1989). Causes of changing financial market volatility. *Financial market volatility*.Federal Reserve bank of Kansas city, MO, 1-22

Shiri, M.M., &Ebrahimi, N. (2012).The relationship between information asymmetry and Tobin's Q ratio in Tehran stock exchange. *Interdisciplinary journal of contemporary research in business*, 4, 657-670.

Wei, Z., & Varela, O. (2003).State equity ownership and firm market performance: evidence from China's newly privatized firms. *global finance journal*, 14, 65-82.

Zou, H. (2009). Hedging Affecting Firm Value via Financing and Investments: Evidence from Property Insurance Use. *Financial Management*, 39, 965-996.

Bilaga 1 – Summering av variabler

Variabel	Definitioner	Datakälla
TobinsQ	Nat log av: (Totalt bokfört värde av tillgångarna – bokfört värde av eget kapital + marknadsvärdet av eget kapital)	Datastream
Storlek	Nat log av försäljning	Datastream
Skulder	Totala skulder/ Totala tillgångar	Datastream
ROA	Intäkter/ Totala tillgångar	Datastream
Industriell effekt	Investeringar/ Total försäljning	Datastream
Utländsk försäljning	Utländsk försäljning/ Total försäljning	Datastream
Utdelning	En dummyvariabel med värde 1 om har utdelning	
Ingen utdelning	En dummyvariabel med värde 1 om företaget har utdelning 0 gång/år	Datastream
Årsvis	En dummyvariabel med värde 1 om företaget har utdelning 1 gång/år	Datastream
Halvårs	En dummyvariabel med värde 1 om företaget har utdelning 2 gång/år	Datastream
Kvartalsvis	En dummyvariabel med värde 1 om företaget har utdelning 4 gång/år	Datastream
Månadsvis	En dummyvariabel med värde 1 om företaget har utdelning 12 gång/år	Datastream