

DET ANSIKTSLÖSA ÄGANDET, EN PÅDRIVARE AV UTDELNINGAR?

EN STUDIE I HUR DET PASSIVA ÄGANDET PÅVERKAR
SVENSKA BÖRSBOLAGS AKTIEUTDELNINGAR

Mattias Thurang
21416@student.hhs.se

Carl-August Westberg
21237@student.hhs.se

Abstract

This paper investigates the relationship between dividends and institutional and foreign ownership in Swedish firms. We use a dataset which covers the Swedish stock market over the period 1999-2009. The institutional ownership is defined as mutual funds, pension funds and insurance companies and these are analysed separately.

The study confirms the expected positive relationship between the level of institutional investors in a firm and the size of dividends. We also confirm the expected negative relationship between foreign investors and the size of dividends paid by Swedish firms. We are also able to confirm the non dividend smoothing effect by foreign investors; however we are not able to show the expected dividend smoothing effect by institutional investors.

We are also able to show that mutual funds seem to be the important part of the relationship between institutional investors and the size of dividends since there is a strong relationship between them. This implies that when analysing the relationship between increased dividends and institutional investors, one could focus on mutual funds. Finally, we provide suggestions for further and deeper research into the causality between institutional ownership dividends.

Handelshögskolan i Stockholm
Institutionen för redovisning och finansiering
Kandidatuppsats i Accounting & Financial Management
Handledare: Tomas Hjelström
Framläggning: 26 maj 2010, kl. 13.15 – 16.00

*Vi vill rikta ett tack till Sven-Ivan och Daniel på SIS ägarservice för stor hjälp med ägardata.
Vi vill även tacka vår handledare Tomas för insiktsfulla råd och idéer.*

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1.	Inledning.....	4
1.1	Introduktion.....	4
1.2	Frågeställning.....	4
1.3	Bakgrund	4
1.3.1	Den svenska modellen.....	4
1.3.2	Utveckling under senare år.....	6
1.3.3	Nuvarande ägarsituation.....	7
1.3.4	Utdelningar i Sverige	8
1.4	Tidigare forskning.....	9
1.4.1	Aktieutdelningar.....	9
1.4.2	Ägande och aktieutdelningar.....	11
1.5	Syfte	14
2.	Teoretisk referensram.....	15
2.1	Agentteorin	15
2.2	Signaleringsteori	17
2.3	Skattepåverkan.....	18
3.	Operationalisering.....	19
3.1	Hypoteser.....	19
3.1.1	Hypotes 1: Institutionella ägare har ett positivt samband med aktieutdelningar.....	19
3.1.2	Hypotes 2: Institutionella ägare har en utjämnande effekt på utdelningar.....	21
3.1.3	Hypotes 3: Ett samband mellan utländskt ägande och låga, volatila utdelningar existerar.....	21
3.2	Urval	23
3.3	Tillvägagångssätt	24

3.4	Modeller	24
3.4.1	Utdelningars storlek	24
3.4.2	Utdelningars utjämning.....	27
4.	Empirisk analys.....	29
4.1	Deskriptiva data	29
4.2	Regressionsanalys.....	31
4.3	Aktieutdelningsutjämning.....	35
5.	Slutsats	38
5.1	Sammanfattning av analysen	38
5.2	Institutionella ägare.....	38
5.3	De olika institutionella ägarna.....	39
5.4	Utländska ägare	39
5.5	Vidare forskning.....	40
6.	Litteraturförteckning.....	41
7.	Appendix	46

1. INLEDNING

1.1 INTRODUKTION

”I medierna krävde Christer Gardell en styrelseplats. Dessutom ville han att Volvo skulle dela ut sin stora kassa och öka belåningen. Flera svenska institutionella ägare hade åkt till Volvos huvudkontor i Torslanda utanför Göteborg våren 2006 och krävt samma sak.” skriver Affärsvärlden i april 2007 (Forsberg, 2007). Denna typ av ägare ses oftast som passiva ägare och många anser också att de ska vara det. Nu har de alltså tagit rygg på en aktivistfond för att få utdelning. ”Volvo har ju förvandlats till en bank.” uttryckte sig Thomas Halvorsen, vd för Fjärde AP-fonden, i Dagens Industri (Nachemson-Ekwall, 2006). Volvos kassa delades sedermera även ut genom kraftigt höjda utdelningar 2007 och 2008 jämfört med tidigare år. Detta har fått upp våra ögon för hur detta ser ut i allmänhet. Är det så att dessa passiva ägare driver upp bolagens utdelningar?

1.2 FRÅGESTÄLLNING

Hur påverkar det institutionella ägandet, som även kallas ansiktslöst ägande, bolags aktieutdelningar?

1.3 BAKGRUND

För att kunna analysera och studera hur det ansiktslösa ägandet påverkar svenska bolags utdelningar måste man först förstå varför den svenska ägarstrukturen har utvecklats som den gjort, ser ut som den gör och varför detta fenomen är intressant. Det är även av vikt att återspegla några av de åsikter som finns om detta ägande och vad vissa opinionsbildare anser att det leder till. Detta för studien till besvarandet av frågan, varför detta ämne är intressant samt leder oss till studiens syfte.

1.3.1 DEN SVENSKA MODELLEN

Den svenska modellen har mer än något annat påverkat hur ägarstrukturen i svenska börsbolag ser ut. Den bygger på ett starkt koncentrerat ägande som härstammar från

regleringar på 30-talet som gynnade stora och redan etablerade företag, bl.a. förbudet mot att banker fick äga aktier vilket ledde fram till de mäktiga svenska investmentbolagen. Detta har gjort att de som hade makten och kapitalet, vid den tidpunkten, fortfarande i stor utsträckning har det. Den svenska ägarmodellen bygger på att kontrollen av ett bolag för det mesta är koncentrerad till en eller två ägare eller ägarkonstellationer. Detta är i linje med ägande i övriga världen förutom de anglosaxiska länderna. Det som skiljer ägandet i svenska bolag mot övriga Europa är att det oftast grundar sig i en mindre kapitalbas samt att det är vanligt att flertalet företag kontrolleras av en familj eller ägargrupp, en så kallad sfär. Detta görs genom en pyramidstruktur, även kallat ask-i-ask ägande, och röstdifferentierade aktier.

Enligt Henrekson och Jakobsson (2008) är det fem huvudsakliga anledningar till att den svenska ägarstrukturen utvecklades som den gjorde; skattepolitiken, finansmarknadsregleringarna, kanaliseringen av sparandet i ekonomin, arbetsmarknadspolitiken samt den aktiebolagsrättsliga lagstiftningen. Nedan följer de olika faktorernas huvudsakliga effekt på den svenska ägarstrukturen.

- Skattepolitiken – vilken har haft till avsikt att begränsa den individuella förmögenhetsbildningen. Den numera avskaffade förmögenhetsskatten var på ägande av företag vanligtvis 1,5 procent av nettovärdet på ickenoterade bolag och 1,5 procent på marknadsvärdet för noterade bolag (Förmögenhetsskattelag (1992:1537)). Lägg därtill att utdelningar beskattades både på företagsnivå och individuell nivå (Henrekson & Jakobsson, 2008) och höga arvs- och gåvoskatter som gjorde det dyrt att överföra ägande från en generation till en annan. Arvs- och gåvoskatterna ledde även fram till att kapital fördes över från privat ägo till stiftelser försäkra sig om att företagen även i framtiden kommer att kontrolleras av samma familj, t.ex. Wallenbergsstiftelserna.
- Finansmarknadsregleringarna – som på 1930-talet förbjöd banker att äga aktier vilket ledde fram till att aktierna och makten flyttades över i investmentbolag, där den fortfarande till stor del finns kvar, tillsammans med restriktioner mot utländskt ägande i svenska bolag vilket gjorde att ägandet stannade i Sverige.

- Kanaliseringen av sparandet i ekonomin – genom att göra det förmånligt att t.ex. pensionsspara genom pensionsförsäkringar istället för att direktspara i aktier samt de statliga pensionsprogrammen vilket har lett till pensionsfondernas stora kapital (Lag (1962:381) om allmän försäkring). Detta går hand i hand med skattesystemet som uppmuntrar till ytterligare pensionssparande genom institutioner och inte privat.
- Arbetsmarknadspolitiken – med LAS (Lag (1982:80) om anställningsskydd) och en stark arbetarrörelse som måste uppvägas med ett starkt ägande. Enligt Roe (2003) finns det ett starkt samband mellan ägarkoncentration och graden av vänsterorientering i den ekonomiska politiken. Enligt Roe befann sig Sverige längst till vänster i hans studie och hade även den starkaste ägarkoncentrationen.
- Den aktiebolagslagsrättsliga lagstiftningen – med både tillåtandet av A och B aktier, ask-i-ask ägande samt regleringar mot utländskt direktägande fram till 1990. Enligt Roe (2003) leder även A och B aktier samt ask-i-ask ägande till stark ägarkoncentration.

Dessa faktorer sammantaget ledde fram till vad som kallas den institutionella revolutionen. Där de institutionella ägarna blev storägare i de svenska börsbolagen medan sfärerna behöll kontrollen över dem. Ägarförhållandet gick från att privatpersoner i 1950 ägde 75 procent av aktierna till 18 procent 1990 (Henrekson & Jakobsson, 2008) utvecklingen för de institutionella ägarna var det omvända.

1.3.2 UTVECKLING UNDER SENARE ÅR

Sedan slutet av 80-talet har en rad åtgärder genomförts som påverkat den svenska börsmarknaden i riktning mot större internationell närvaro. Följande regleringar har avskaffats:

- Valutaregleringen helt avskaffad 1990.
- Reglering för utländska förvärv av aktier i svenska affärsbanker, mäklarfirmer och finansbolag avskaffad 1990.
- Reglering för att inrätta finansinstitut som inte är banker avskaffad 1991.
- Restriktioner för utländska förvärv av svenska företag avskaffad 1992.

- Krav på handelstillstånd för utlänningar avskaffad 1992.
- Begränsningar i bolagsordningar beträffande utlänningars rätt att förvärva aktier i svenska bolag avskaffad 1993.

Dessa avskaffade regleringar har tillsammans med att utländskt direktinvesteringar ökat kraftigt världen över sedan mitten av 1990-talet, lett till att det utländska ägandet i svenska börsbolag stigit från 8,3 procent 1991 till 34,8 procent 2008 (Fristedt & Sundqvist, 2009). Denna markanta ökning av det utländska ägandet har resulterat i att flera svenska bolag avnoterats från Stockholmsbörsen, många av dessa företag har blivit helägda dotterbolag i utländska koncerner och fått sina huvudkontor flyttade från Sverige (Henrekson & Jakobsson, 2008), till exempel Skandia.

Denna markanta ökning av utländskt ägande har dock inte fått till följd att ägandet genom svenska finansiella institutioner har minskat, utan endast avstannat i sin ökning som andel av det totala börsvärdet. Där det har fått stora effekter är på övrigt institutionellt ägande samt privat ägande.

1.3.3 NUVARANDE ÄGARSITUATION

Den av Fristedt och Sundqvist (2009) så kallade institutionssfären står för nästan 20 procent av det totala börsvärdet vilket kan läsas från tabell 1 nedan. Lägg där till alla mindre fonder samt försäkringsbolag och det sammanlagda ägandet för denna typ av institutioner blir 24,7 procent vid utgången av 2008¹.

¹ Enligt beräkningen:
$$\frac{\sum_{i=0}^{416} (fonder_i + pension_i + försäkring_i) * Marknadsvärde_i}{\sum_{i=0}^{416} Marknadsvärde_i}$$

Tabell 1; Finansiella institutioners samt utländska ägares börsvärde per 2008-12-30

	Börsvärde (mdr. kr)	Andel (% av totala börsvärdet)
AFA försäkringar	22,2	1,06%
Alecta	48,5	2,32%
AMF Pension	33	1,58%
AMF Pension fonder	16,1	0,77%
Andra AP-fonden	23,6	1,13%
Fjärde AP-fonden	25,5	1,22%
Folksam Försäkringar	9,1	0,44%
Folksam LO fonder	7,2	0,34%
Första AP-fonden	15,8	0,76%
Länsförsäkringar	0	0,00%
Nordea fonder	24,8	1,19%
SEB fonder	33,2	1,59%
SEB-Trygg Försäkringar	9,9	0,47%
SHB/SPP fonder	29,1	1,39%
Skandia Liv	22,2	1,06%
Swedbank Robur fonder	73,2	3,50%
Tredje AP-fonden	7,5	0,36%
Summa "institutionssfären"	400,9	19,17%
Summa utländskt ägande	728,3	34,83%
Totalt börsvärde	2091,1	100,00%

Detta ägande har ifrågasatts och kritiserats, bland annat av vice riksbankchefen Lars Nyberg (2004) i ett anförande där han lyfter fram problemen med det ökade institutionella ägandet som grundar sig i att en allt större del av sparandet sker via fonder och stora finansiella institutioner. Problemet han ser med detta är att de han kallar finansiella intermeditärer är mer fokuserade på kortsiktig avkastning än privata placerare och att de är mer benägna att flytta sitt kapital vid oro vilket i sin tur kan förstärka flockbeteendet och därmed svängningarna på de finansiella marknaderna. Så sent som den 26 april 2010 skrev Jan Rynning ett debattinlägg med rubriken "Institutionernas dominans på börsen kräver engagemang" i Dagens Industri (2010) där han kräver att de institutionella ägarna ska ta ett större ägaransvar och konstaterar att "dessa dåliga ägare vill hellre tjäna snabba pengar på sina innehav än driva bolagen långsiktigt".

1.3.4 UTDELNINGAR I SVERIGE

Ordinarie aktieutdelning är den vanligaste formen av kapitalåterföring från ett bolag till sina aktieägare. Aktieutdelning, eller vinstutdelning som den även kallas kontrolleras av 18 kapitlet i aktiebolagslagen. Där kan läsas att beslut om

vinstutdelning fattas av bolagsstämman och stämman får endast i undantagsfall besluta om högre utdelning än styrelsen föreslagit, annars endast godkänna eller ogiltigförklara styrelsens förslag. Styrelsen lämnar förslag på utdelning per aktie, avstämningsdagen samt tidpunkten för utdelningen. Styrelsen skall även motivera huruvida den förslagna utdelningen är försvarlig med hänsyn till bolagets finansiella ställning (Aktiebolagslag (2005:551)).

Sverige har under lång tid haft generellt låga utdelningar jämfört med övriga världen. Detta är på grund av ett skattesystem som gynnade återinvesteringar av vinstmedel och straffade utdelning med bland annat dubbelbeskattning (Henrekson & Jakobsson, 2001). Detta system medförde att hushållens förmögenhet i form av aktier låstes in i stora etablerade företag och enligt klassik Miller-Modiglianiteori borde detta omvandlas till förmögenhet genom att börsvärdet stiger med motsvarande de tänkta utdelningarnas värde (Miller & Modigliani, 1961). I verkligheten blev det dock inte så (Henrekson & Jakobsson, 2008). Under senare år har dock en förändring skett på området med en ny skattelagstiftning vilket har lett till att Sverige de senaste 20 åren sett högre utdelningar. Numer har Skandinaviska länder en generellt sett hög utdelningsandel (Bancel, Bhattacharyya, & Mittoo, 2005).

1.4 TIDIGARE FORSKNING

Det följande avsnittet behandlar tidigare forskning som är i linje med denna studie och kan bidra med intressanta infallsvinklar på problematiken. Först kommer denna sektion att kretsa kring aktieutdelningar i allmänhet och därefter studier som behandlar aktieutdelningar i kombination med ägarstruktur.

1.4.1 AKTIEUTDELNINGAR

Företags aktieutdelningar har sedan länge varit ett väl studerat ämne. I en kvantitativ och kvalitativ studie kartlade Lintner (1956) mönster för hur amerikanska industriföretag beter sig när det gäller sina utdelningar. Genom intervjuer med företagsledare angående deras utdelningspolicys visade det sig finnas ett antal gemensamma uppfattningar. Dessa var (1) att företag bör ha ett långsiktigt mål för utdelningarna, (2) när aktieutdelningar sätts skall fokus ligga på förändring och inte

på absoluta nivåer, (3) en stor oväntad och långvarig förändring i företagets vinst är en valid anledning att förändra aktieutdelningsnivån, (4) de flesta företagsledningarna förändrade inte aktieutdelningsnivån om det inte var troligt att dessa skulle kunna upprätthållas i framtiden. Signaleringsvärdet i aktieutdelningarna är hög vilket gjorde att företagen undvek att sänka aktieutdelningar eftersom risken var stor att marknaden skulle tolka detta som en lägre förväntad framtida lönsamhet. På samma sätt var företagen rädda att höja utdelningsnivåerna om det inte med säkerhet kunde sägas att dessa nya nivåer skulle kunna hållas i framtiden. Detta ledde till något som Lintner kallar för en utjämning av utdelningsnivåerna. Detta är något som bekräftas i senare studier av bland andra Fama och Babiak (1968) och Shiller (1986).

Med ett antal starka antaganden visade Miller och Modigliani (1961) att olika typer av värderingsmodeller är ekvivalenta på en perfekt marknad. Oberoende av om värderingen baseras på diskonterade kassaflöden, nuvarande vinster och investeringsmöjligheter eller kassaflöden från aktieutdelningar blir värderingen den samma. Företagets utdelningspolicy är således irrelevant för företagets värdering. Detta skulle kunna ses som en kritik mot Lintners forskning men i själva verket belyser antagandena vad det är som faktiskt spelar roll för företags värderingar när det gäller utdelningar och kapitalstrukturer. Teorin om utdelningarnas irrelevans bygger på antaganden om en perfekt marknad. Med den perfekta marknaden menas avsaknaden av skatter, transaktionskostnader och informationsasymmetrier. Skulle dessa antaganden gälla skulle en investerare själv kunna komponera egna utdelningar men då skatter och transaktionskostnader råder leder detta till att olika typer av ägare får olika preferenser när det gäller utdelningar. (Pettit, 1977).

En anledning till att inte dela ut kapital till ägarna är tron på att kunna återinvestera kapitalet i nya projekt vilka förväntas ha en högre avkastning än marknadens avkastningskrav. Detta bekräftas bland annat av Gaver och Gaver (1993) som på amerikansk data fann att tillväxtföretag delar ut mindre än de företag som inte hade lika goda tillväxtmöjligheter.

Enligt Fama och French (2001) betalar företag med bra investeringsmöjligheter ut lägre aktieutdelningar, eller till och med håller inne utdelningar helt jämfört med

företag som inte har lika goda investeringsmöjligheter. Detta har dessutom förändrats över tid. På deras data som inkluderar ett urval av amerikanska företag från 1978-99 så väljer färre företag att dela ut med åren, oberoende av andra företagsspecifika egenskaper. En förklaring till detta är att informationsasymmetrin har sjunkit eftersom systemen för att kontrollera hur företagen styrs har blivit effektivare över tid. Grullon och Michaely (2002) visar att aktieåterköp har blivit en allt vanligare form av kapitalåterföring för amerikanska företag och att dessa även sker med medel som tidigare hade använts till att höja aktieutdelningarna vilket är i linje med Fama och French (2001). Grullon och Michaely visar även att stora, väletablerade företag generellt inte har minskat sina utdelningar samtidigt som de har en högre benägenhet att återköpa aktier.

1.4.2 ÄGANDE OCH AKTIEUTDELNINGAR

Då det kan konstateras att bolags aktieutdelningar är en omdiskuterad fråga med flera teorier om varför de ser ut som de gör, för det frågan vidare till ägarstrukturens påverkan på aktieutdelningarna.

La Porta et al (2000) utreder förhållandet mellan ägarkontroll och aktieutdelningar ur ett agentperspektiv. Deras studie omfattar 4000 företag från 33 länder och slutsatser de drar är att länder där aktieägarna har en högre grad av rättigheter också har högre nivåer för aktieutdelningar. Man gör tolkningen att minoritetsägare, där de har möjligheten att påverka, kräver höga aktieutdelningar som kompensation för bristande insyn i förhållande till interna ägare. Att det interna ägandet i form av företagsledningars aktieinnehav skulle minska utdelningarna stärks av Eckbo och Verma (1994). Deras studie av kanadensiska bolag visar att ett ökat aktieinnehav av företagsledningen sänker utdelningarna och i de fall företagsledningen har majoritet tenderar utdelningarna att utebli helt.

Gugler (2003) rankar olika typer av ägare utifrån hur stora informationsasymmetrier och de agentkostnader som uppstår mellan företagsledningen och ägare. Störst informationsasymmetrier finns då företagen är statsägda eftersom det här finns ett så kallat dubbelagentproblem. De ultimata ägarna och huvudmän i det fallet är

medborgarna som har staten som agent som i sin tur är huvudman till företagsledningarna. Efter statsägda företag på rankingen kommer bank och företag med utländska ägare och sist kommer familjekontrollerade företag. Resultaten av studien som gjordes på paneldata över österrikiska bolag styrker rankingen och visar att företag kontrollerade av staten antar så kallad aktieutdelningsutjämning, medan företag kontrollerade av familjeägda företag i större utsträckning väljer att anpassa utdelningarna efter tillfälliga investeringsmöjligheter. Detta säger alltså att en stor informationsasymmetri överbyggs genom att företaget kompenserar ägarna med större utdelningar.

Aktieutdelningarnas storlek och benägenheten att förändra dessa beskrivs i en studie av Correia Da Silva m.fl. (2004) De kontrasterar bilden av amerikanska och engelska företags sätt att hålla jämna utdelningar (DeAngelo, DeAngelo, & Skinner, 1992), i linje med Lintners teorier, genom att testa dessa teorier med data över tyska bolag. De visar att tyska företag är mer benägna att anpassa sina utdelningar efter nuvarande vinster. Denna flexibilitet går både uppåt och nedåt och kan till viss del förklaras av kombinationen av långsiktig finansiering och kontroll vilket präglar det tyska systemet, vilket leder till att företag som har banker som finansiärer har reducerade agentkostnader. Detta sänker kraven på höga och kontinuerliga aktieutdelningar.

Short m.fl. (2002) finner på data över brittiska företag att det finns en positiv korrelation mellan institutionellt ägande och aktieutdelningspolicy. Argumentet för detta är att institutioner, så som pensionsfonder, inte kan förlita sig på kapitalökningar eftersom de har kassaflödesmässiga kontinuerliga obligationer att uppfylla vilket förutsätter kontinuerliga utdelningar. Studien går dessutom ett steg längre och visar att ett institutionellt ägande leder till signifikant ökande vinster.

Grinstein & Michaely (2005) antar ett annat perspektiv på utdelningar och ägarfrågan och hävdar att det är utdelningspolicy som påverkar hur institutioner väljer att investera. På deras data visar det sig att institutioner undviker företag som inte delar ut över huvud taget men bland de som delar ut väljer man företag som delar ut mindre. Däremot föredrar man företag som väljer aktieåterköp framför

aktieutdelningar. Deras studie går emot tidigare teorier om att ett högt institutionellt ägande skulle pressa upp både utdelningar och total kapitalåterföring.

Dahlquist och Robertsson (2001) visar i sin studie över utländska ägare i svenska börsbolag att dessa har preferenser för stora bolag, bolag med god likviditet samt bolag med låga utdelningar. Vidare drar Dahlquist och Robertsson paralleller mellan utländska ägare och institutionella investerare, då de flesta utländska ägare består av just institutionella investerare och hävdar att deras resultat även borde gälla för dessa.

Förhållande mellan institutionellt ägande och utdelningar på svenska data utreds i en studie av Wiberg (2009). Studien inkluderar alla bolag listade på Stockholmbörsens A, B och C-lista under åren 1997-2005. Resultatet visar att det finns en positiv korrelation mellan institutionellt ägande och utdelningar där ägandet är både i form av kapital och rösträtt. Korrelationen är positiv och avtagande vilket Wiberg tolkar som att ju större det institutionella ägandet är ju mer antar de än kontrollerande funktion vilket leder till minskade agentkostnader vilket kan ta sig i uttryck genom minskade utdelningar. Att ha ett differentierat aktiesystem med A och B-aktier leder till att agentkostnaderna ökar vilket leder till ökade utdelningar.

Bengtsson (2005) genomförde en kvalitativ studie på de svenska institutionella ägarna med ett förvaltningsansvar. Hans mål med studien var att undersöka tre huvuddelar av ägaraktivism från dessa ägarkategorier, nämligen deras mål, deras konkreta maktutövning samt relationen mellan dessa investerare och andra aktörer i bolagen. Han baserar sin studie på intervjuer med företrädare för dessa finansiella institutioner och drar från dessa generaliserande slutsatser baserade på institutionell sociologi. Bengtsson kommer fram till att de av honom definierade institutionella investerarna utövar aktieägaraktivism och den största delen av denna utövas genom informella diskussioner mellan ledningarna i dessa institutioner eller i temporära koalitioner. Detta utövande influeras av kontextuella förväntningar, värderingar och bestämmelser. Sådant institutionellt tryck är enligt Bengtson ofta motstridigt i sina föreskrifter, vilket i sin tur kräver strategiska val av investerarna. Gillan & Starks (2000) hävdar i sin studie att pensionsfonder som exempel på stora institutionella ägare inte ägnar sig åt intern kontroll i större utsträckning än andra ägarkategorier.

Deras studie bygger på en granskning av förslag från institutionella ägare och individer. Förslag från institutioner leder med sannolikhet till beslut vilket skulle innebära att institutionella ägare har större makt än individuella ägare.

1.5 SYFTE

Studien ämnar studera och analysera det ansiktslösa ägandets effekt på aktieutdelningar i svenska börsbolag. Det ansiktslösa ägandet definieras som institutionellt ägande samt utländskt ägande då utländskt ägande i de flest fall är institutionellt ägande (Dahlquist & Robertsson, 2001) (Ferreira & Matos, 2008) vilket gör att det utländska ägandet är av vikt att inkludera i studien.

Den vida definitionen av institutionellt ägande som alla icke privata ägare fångar inte problemtiken kring det ansiktslösa ägandet. Detta blir en alltför vid definition då det endast är de ägare som förvaltar andras pengar som ses som passiva ägare, det vill säga ägare med ett förvaltningsansvar och alla handlingar av dessa ägare bör bedömas utifrån fördelarna för deras mottagare (Hawley & Williams, 2000). Monk och Sykes (2002) definierar institutionella ägare som privata och offentliga fondbolag samt försäkringsbolag. Stiftelser kan i många länder ses som denna typ av institutionellt ägande men den svenska modellen har lett till att många stiftelser i Sverige är aktiva ägare med stor makt i många bolag. I linje med Bengtsson (2005) att tolkas för denna studie Monks och Sykes definition av det institutionella ägandet för de svenska förhållandena som aktiefonder, pensionsfonder samt försäkringsbolag.

Syftet med denna studie är således att analysera aktiefonders, pensionsfonders, försäkringsbolags samt utländska ägares effekt på storlek samt utjämning på svenska börsbolags aktieutdelningar.

2. TEORETISK REFERENSRAM

Med bakgrund till det nuvarande forskningsläget i ämnet är de nedan följande teorierna är väsentliga för studien. Dessa teorier kommer att ligga till grund för de antaganden, hypoteser samt modeller som undersökningen baseras på.

2.1 AGENTTEORIN

Agentteorin identifierar en agentrelation där en part, principalen, delegerar uppdrag till en annan part, agenten. Denna relation kan ha flera negativa sidor som är relaterade till agentens opportunistiska beteende eller egenintressen vilka gör att agenten inte alltid agerar i linje med principalens intresse. Det finns i agentteorin även ett problem med informationsasymmetrier där agenten och principalen har tillgång till olika nivåer av information. Detta är en central teori i bolagsstyrning och agentteorin är applicerbar på alla nivåer i ett bolag. Den vanligaste nivån att applicera agentteorin på är relationen mellan aktieägarna och bolagsledningen och separationen mellan de två, som behandlades redan 1932 av Berle och Means ([1932]1968) i en studie som fick stor genomslagskraft. Att synen på hur ett företag ska agera kan skilja sig mellan ägare och företagsledning. Eftersom informationsasymmetri råder då företagsledningen har en bättre insikt i företaget för att det kan uppstå agentkostnader där företagsledningen är agent och där ägaren är huvudman.

Agentteorin är central i aktieutdelningsteorier då den kan användas som en mekanism för att minska agentkostnader som uppstår mellan bolagsledningen och externa aktieägarna, då krav på utdelningar är aktieägarnas medel genom vilket man kan få bolagsledningen att arbeta för aktieägarnas intressen. Aktieutdelningar pressar bolagsledningen till att prestera då de har mindre fria medel att röra sig med. Aktieutdelningar kan även tvinga bolag att söka externt kapital för ytterligare finansiering och då tvingas genomgå kapitalmarknadens kontroll och motivera kapitalets användning utförligare (Rozeff, 1982) (Easterbrook, 1984). Alternativkostnaden för kapitalet blir då även tydligare både för beslutsfattarna och för bolagets intressenter. En ökad belåning innebär att företaget, oavsett vilka inkomster man har, har en årlig fast räntekostnad som måste betalas.

Jensen (1986) argumenterar för att det ofta förekommer att företagsledningar ser till sina egna intressen och bedriver ett så kallat imperiebygge, vilket skulle innebära att deras önskan är att se till att företaget växer så mycket som möjligt även om det innebär att man investerar i projekt som har negativa nuvärden. Man har men andra ord inte jobbat i ägarnas riktning utan väljer ett spår där man nyttomaximerar sina egna preferenser. Utdelningar som ett verktyg för kontroll innebär att företagsledningen genom att betala aktieutdelningar får ett lägre kassaflöde att agera med. Jensen argumenterar vidare i likhet med Rozeff (1982) och Easterbrook (1984) för att företagsledningen då har möjligheten att gå till marknaden för finansiering men eftersom marknaden har bättre insyn kan detta leda till att agentkostnaderna sjunker.

Hur ägare har möjligheten att påverka ett företag diskuteras av Hirschman (1970). Hans modell bygger på att en ägare har tre alternativ vid missnöje, *exit*, *voice* eller *loyalty*. Exit innebär att man visar sitt missnöje genom att lämna bolaget, alternativt hotet om att lämna bolaget. Vidare beskriver Hirschman alternativet voice, det vill säga att göra sin röst hörd. Det kan exemplifieras av de utländska institutionella ägarna som gjorde sin röst hörd på Ericssons bolagsstämma och lyckades stoppa det av styrelsen framlagda bonussystemet. Det tredje alternativet man har är att förbli lojal och passiv. Exit alternativet kan härledas till Fama (1980) som hävdar att aktieägare är bättre rustade för att bära risk än vad företagsledningen är, detta med anledning av att aktieägarna inte är bundna till företaget i vilket de har sina aktier. Aktieägare kan således sprida sina investeringar bland olika företag för att minimera risken. Detta kan i sin tur härledas till olika preferenser för storleken på utdelningar, då bolagen kan välja att återinvestera större medel för att minimera den finansiella risken.

Agentteorin förutser ett positivt samband mellan institutionella aktieägare och utdelningsandel jämfört med internt ägda bolag då de institutionella ägarna kräver utdelning och tvingar företagen att söka extern finansiering för att minska agentkostnaden.

2.2 SIGNALERINGSTEORI

Givet existensen av informationsasymmetrier mellan aktieägare och företagsledningen, kan aktieutdelningar användas som en signalering av bolagets framtid. Utdelningarna kan av externa intressenter ses som en signal för bolagets framtida inkomster (Miller & Rock, 1985). Miller och Rock visar att det existerar ett signaleringsjämviktsläge vid informationsasymmetrier och handel av ett bolags aktier. Detta leder till lägre investeringsnivåer och högre aktieutdelningar än vad som är optimalt vid full information och utan aktiehandel. Utdelningsnivåer kan enligt Miller och Rock ses som avtalsbestämmelser som förändrar informationsasymmetrierna genom att eliminera både tidsinkonsekvenser och ineffektivitet i investeringspolicys. Trots att det finns bra projekt att investera balanserade vinstmedel i så väljer företag att dela ut då det är rimligt att utdelningar fungerar som en signal för företag med goda nyheter och kostnaden för utdelningssignalering kan vara värd att bära för att inte sända falska signaler angående årets vinst.

Black och Scholes (1974) hävdar att företag kan justera sina utdelningar för att genom signalering attrahera icke tillfredsställda ägare eller intressenter. Detta kontrasteras då det enligt DeAngelo m.fl (1996) inte finns något stöd för att en högre aktieutdelningsandel nu säger något om högre vinster i framtiden. Detta visas empiriskt av Bernatzi m.fl. (1997) som kommer till slutsatsen att företags utdelningar signalerar historien snarare än framtiden.

Zeckhauser och Pound (1990) anser att aktieutdelningar och institutionella ägare kan ses som en alternativ signaleringsmekanism genom att förekomsten av en stor institutionell ägare i bolaget i sig är en signal för ett starkt bolag. Detta skulle enligt Zeckhauser och Pound leda till att bolag med institutionella ägare skulle dela ut mindre då dessa ägare i sig är signaler för ett starkt bolag. Denna teori förutsätter dock att de institutionella ägarna besitter mer information än resten av marknaden, vilket sällan är fallet. Det är mer troligt att de agerar som övriga, icke styrande, ägare och vill ha signaler från bolaget i form av utdelning som signalerar en stark tro på framtiden (Short, Zhang, & Keasey, 2002).

2.3 SKATTEPÅVERKAN

Sverige har likt t.ex. USA ett klassiskt företagsskattesystem där företaget beskattas åtskilt från sina aktieägare. Företag betalar en fast bolagskatt därefter beskattas utdelningarna separat av aktieägarna. Holmén m.fl. (2007) finner ett negativt tvärsnittsförhållande mellan kontrollerande aktieägars effektiva skattesats och utdelningsandelen. Varken aktiefonder, pensionsfonder eller försäkringsbolag betalar inkomstskatt på mottagna utdelningar, dessa medel förvaltas vidare efter eget huvud. Effekten av detta system blir att privata aktieägare, företag såväl som privatpersoner, i större utsträckning föredrar återinvesterade vinstmedel då de då själva kan styra över när de ska realisera sina investeringar och därmed beskattas på vinsten. Medan skattebefriade institutioner som inte behöver tänka på skatteeffekten antingen är neutrala eller positiva till utdelningar (Short, Zhang, & Keasey, 2002). Dahlquist och Robertsson (2001) visar att utländska investerare generellt föredrar stora bolag, bolag som betalar låga aktieutdelningar och bolag som har stora likvida medel. Detta kan bero på hur de beskattas på utdelningarna.

Allen m.fl. (2000) visar att företag som betalar höga aktieutdelningar attraherar relativt högre andel institutionella investerare. Detta förklaras med att skattedifferensen mellan institutionella investerare och privata investerare skiljer sig åt vilket gör institutionella investerare indifferent mellan utdelningar och återinvesteringar medan privata ägare får en negativ skatteeffekt av utdelningar. Mori (2010) sätter skatteeffekterna i ett tidsperspektiv. I de fall där skatten är högre på vinstrealisering än på utdelningar söker investerare utdelningar som tidsmässigt matchar kassaflödesmässiga obligationer som investeraren har att möta. Detta gör man för att slippa skapa kassaflöden genom att realisera vinster.

3. OPERATIONALISERING

3.1 HYPOTESER

Ur den ovanstående teoretiska referensramen tillsammans med tidigare forskning och den svenska marknadens implikationer formuleras nedanstående testbara hypoteser. Dessa hypoteser är konstruerade så att de ska kunna ge en bild av hur det institutionella ägandet påverkar de svenska börsbolagens utdelningar.

3.1.1 HYPOTES 1: INSTITUTIONELLA ÄGARE HAR ETT POSITIVT SAMBAND MED AKTIEUTDELNINGAR

Relationen mellan utdelningar och passivt institutionellt ägande kan bero på en sammanvägning av agent-, signalerings- och skatteeffekter. Ur ett agentperspektiv kan de institutionella ägarna begära höga utdelningar för att tvinga företagen att i den löpande verksamheten inte ha överflödigt kapital och därmed tvingas prestera för att visa resultat. För att genomföra extraordinära investeringar måste de då söka finansiering på den externa marknaden och på så sätt låta den sköta kontrollen av bolaget. I de bolag som har två aktietyper, A och B aktier, intensifieras agentproblematiken och speciella maktförhållanden skapas, där kontroll upprätthålls med en mindre kapitalbas.

Ur ett skatteperspektiv finns det tydliga incitament att från inkomstskattebefriade institutioner begära höga utdelningar på grund av att skattesystemet inte beskattar deras utdelningar, så att de själva kan välja hur detta kapital ska placeras.

Både agent- och skattefaktorer tyder på ett positivt samband mellan institutionellt ägande och ett bolags utdelningar. Signalerings teorin ger inte ett lika entydigt argument för sambandet mellan institutionella ägare och aktieutdelningar, men det kan ändå antas att bolagen vill signalera styrka till sina aktieägare genom storleken på utdelningarna. Detta på grund av informationsasymmetrierna som existerar mellan det beslutande organet och de externa ägarna.

Utdelningar beror på ett antal andra faktorer förutom ägarstrukturen. Detta sammantaget gör att ett svagt positivt men signifikant samband mellan graden av institutionellt ägande och aktieutdelningar är att vänta. Ett starkare samband är att vänta i bolag med två aktieslag på grund av den högre agentkostnaden.

Hypotes 1a: Ett ökat institutionellt ägande är förknippat med högre utdelningar.

Delas sedan det samlade institutionella ägandet ned i de tre undergrupperna, aktiefonder, pensionsfonder samt försäkringsbolag är det svårare att dra slutsatser ur dessa tre perspektiv för deras olika preferenser för aktieutdelningar. Detta på grund av att ingen av dem påverkas av skatt på aktieutdelningarna och agent och signaleringseffekterna är tillsynes desamma. Istället får man titta på deras förvaltningsansvar och uppdragsgivare, där aktiefonderna har många uppdragsgivare med en låg transaktionskostnad i att byta fond vilket ger en kortsiktigare placeringshorisont för dessa fonder vilket gör att de inte har samma vetskap om sina framtida kassaflöden jämfört med pensionsfonderna och försäkringsbolagen. Pensionsfonderna och försäkringsbolagen har en längre tidshorisont i sina placeringar med en tydligare förväntad avkastning men där de även till stor del bär sina egna risker. De allmänna pensionsfonderna, AP-fonderna, regleras även av en egen lag (Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)). Där det bland annat föreskrivs i 4 kap. 1§ att ”AP-fonderna skall förvalta fondmedlen på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension” samt att den ”totala risknivån i fondernas placeringar skall vara låg”. Lägg därtill egna styrdokument där AP-fonderna strävar efter att utöva en tydlig ägarpolicy genom att bland annat ta plats i valberedningar. Vilket gör att de då får en bättre insyn i bolaget med en lägre informationsasymmetri som följd.

Detta sammantaget gör att aktiefonder och försäkringsbolag förväntas ha störst positiv påverkan på aktieutdelningar medan pensionsfonder inte påverkar utdelningarnas storlek i samma utsträckning.

Hypotes 1b: Aktiefonder och försäkringsbolag har en större positiv påverkan på aktieutdelningen, medan pensionsfonder har en positiv men lägre påverkan.

3.1.2 HYPOTES 2: INSTITUTIONELLA ÄGARE HAR EN UTJÄMNANDE

EFFEKT PÅ UTDELNINGAR

I linje med signaleringsteorin vill bolag signalera styrka till sina aktieägare, och bolag med en stor andel externa institutionella ägare vill för dessa signalera framtida kassaflöden. I linje med tidigare studier väljer bolag att behålla samma utdelningsnivå för att inte riskera signaleringskostnaden i sänkta utdelningar. Empiriska studier har tidigare visat att institutionella ägares preferenser lutar mot bolag med stabila utdelningar.

Hypotes 2a: Institutionella ägare har en signifikant utjämnande effekt på bolags aktieutdelningar.

Aktiefonder samt försäkringsbolag har den största agentkostnaden då de oftast inte tar en aktiv plats i bolagen medan de stora pensionsfonderna har tydligare riktlinjer för detta och därmed har lägre agentkostnader vilket minskar deras signaleringsbehov. Detta leder till att aktiefonder och försäkringsbolag antas ha störst utjämnande påverkan.

Hypotes 2b: Aktiefonder och försäkringsbolag har den största utjämnande effekten på bolags utdelningar, medan pensionsfonder har en utjämnande men inte lika stor effekt.

3.1.3 HYPOTES 3: ETT SAMBAND MELLAN UTLÄNDSKT ÄGANDE OCH

LÅGA, VOLATILA UTDELNINGAR EXISTERAR

Utländska ägare är å andra sidan svåra att ur skattehänseende gruppera då de påverkas av olika skatteregler beroende av hemvistland. I tabell 2 visas skatteläget för ett antal industriländer, detta kan ge en indikation på ägare från olika länders preferenser på utdelningar. Vad som är värt att uppmärksamma är att många länder har skattereduktioner för långa innehav och en högre skatt på utdelningar vilket kan medföra att ägare från dessa länder föredrar återinvesteringar framför aktieutdelningar. Utländska aktieägare i svenska bolag får även betala en kupongskatt på utdelningar på 30 procent om inte avtal slutits mellan hemvistlandet och Sverige

(Kupongskattelag (1970:624)). Denna kupongskatt kan sedan fås tillbaka för att undvika dubbelbeskattning, men är ändå förknippat med visst arbete.

Tabell 2; Några viktiga aspekter på ägarbeskattning i ett antal industriländer år 2008 (Henrekson & Jakobsson, 2008).

Ingen eller reducerad beskattning av utdelning på ägarnivå	Ingen kapitalvinstskatt på långa innehav	Kapitalvinstskatt större än 0 men under 20 %
Finland	Grekland	Irland
Frankrike	Korea	Italien
Grekland	Luxemburg	Norge
Italien	Mexiko	Spanien
Luxemburg	Nederländerna	USA
Norge	Portugal	Kanada
Nya Zeeland	Storbritannien	Island
Spanien	Tyskland	
Storbritannien	Österrike	
Tyskland	Tjeckien	
Island	Nya Zeeland	
Japan	Schweiz	
Kanada		
USA		
Österrike		

De utländska aktieägarna har en lika stor om inte större agentproblematik än de svenska institutionella ägarna. Dock är dessa ägare mer spridda än de svenska institutionerna vilket gör att de inte kan utöva samma tryck på bolagen. Bolagen ser troligtvis inte samma behov att signalera styrka till de utländska ägarna som de gör gentemot de svenska institutionerna då dessa ägare både är mer spridda och inte lika närvarande i det svenska näringslivet. Detta sammantaget tillsammans med beskattningssystem där många länder beskattar utdelningar medan långvarigt innehav som sedan säljs av beskattas förmånligt eller inte alls leder till att dessa ägare borde vilja ha lägre utdelningar som istället återinvesteras.

Hypotes 3a: Utländska ägare är förknippat med lägre aktieutdelningar.

Givet att utländska ägare påverkar aktieutdelningarna negativt, kan bolag med större andel utländska ägare lättare välja att dela ut det belopp de finner passande det året utan att ta lika stor hänsyn till signaleringseffekter av deras utdelningsval.

Hypotes 3b: Utländska ägare har en icke utjämnande effekt på aktieutdelningar.

3.2 URVAL

Studien är gjord på data som spänner över de senaste elva åren, 1999-2009. Perioden är intressant eftersom den täcker två stora finansiella nedgångar och en kraftig uppgång. De bolag som är inkluderade är listade på den svenska börsens Large, Mid och Small-lista. Dessutom är bolag listade på First North och Aktietorget inkluderade. Detta ger under denna period totalt 2846 observationer och 514 unika bolag. Data över företagens finansiella rapporter är hämtade från databasen Datastream.²

Ägardata, det vill säga vilka ägarförhållanden varje bolag har vid varje års utgång är hämtat från SIS Ägarservice databas och är utgående värden för varje år. Data från år 2000 och 2001 saknas i deras databas. Eftersom ägarförhållanden tenderar att vara relativt stabila skapades approximationer för dessa år. Detta gjordes genom en trendlinje med ägardata från 1999 till 2002. Detta bygger på att företaget är noterat under båda dessa perioder vilket skapar ett bortfall på de bolag som existerade under 2000 och 2001 men ej fanns under 1999 och 2002.

Vid matchning av data mellan SIS ägardata och Datastreams företagsdata har 599 observationer försvunnit som finns representerade i SIS databas men inte i Datastream. Dessa tenderar att bestå av i huvudsak små och relativt nystartade bolag som Datastream inte har katalogiserat. Detta bortfall kan skapa ett snedvridet urval som i slutändan kan ge en lätt felaktig bild av verkligheten. SIS databas å andra sidan innehåller inte bolag som har sitt säte utomlands, bland annat ABB och AstraZeneca. Bortfallet som detta skapar bör framförallt vara märkbart bland de bolag med stor andel utländska ägare då dessa bolag till stor del ägs av utländska ägare. Dessa utländska ägare är å andra sidan inte finansiella institutioner, utan aktiva ägare, vilket gör att detta bortfall inte borde störa resultatet nämnvärt.

² Stora delar av materialet är kontrollerat mot företagens egen rapportering. Dessa kontroller visar att databasen i stor utsträckning stämmer, antagandet är att data är korrekt, även om okontrollerbara avvikelser förekommer.

3.3 TILLVÄGAGÅNGSSÄTT

Hypoteserna testas med hjälp av en rad regressioner som söker samband mellan de beroende och de oberoende variablerna. Varje observation, det vill säga ett företags ett specifikt år räknas som en oberoende observation. Dessa används sedan i en regressionsanalys enligt principen *Pooled ordinary least square regression*. Genom att inkludera dummys för år och bransch vilka fångar specifika effekter för enskilda år och branscher kombinerar man *tvärsnittsdata* med *tidsseriedata*.

Det finns anledning att mistänka att urvalet lider av heteroskedasticitet, det vill säga att variansen i feltermen för modellerna inte är konstant. Om detta är fallet medför det att de statistiska signifikansnivåerna påverkas, vilket kan leda till att fel slutsatser dras. Genom ett White-test kan man kontrollera för heteroskedasticitet och därmed går det även att göra regressionerna robusta för heteroskedasticitet.

Kontroller för multikollinearitet mellan variabler kommer att genomföras för att undvika feltolkningar av enskilda koefficienter.

3.4 MODELLER

För att testa det specificerade hypoteserna används två huvudmodeller med syfte att fånga upp det som vill visas med hjälp av empirisk data.

3.4.1 UTDELNINGARS STORLEK

Beroende variabel

Traditionellt talar man huvudsakligen om utdelningars storlek med två olika mått. *Utdelningsprocent* är kvoten mellan utdelningar och vinst, det vill säga hur mycket av årets vinst som företaget väljer att dela ut till aktieägarna. Det andra måttet är *Direktavkastning* vilket är den totala utdelningen genom marknadsvärdet på företaget. Utdelning med kassaflöde är även förekommande. Att jämföra dessa mått mellan företag och över tid är dock ett problem eftersom vinster tenderar att vara mer volatila än utdelningarna (Lintner, 1956). De ekonomiska tolkningarna av dessa mått är däremot intuitiva vilket så som utdelning över omsättning (La Porta, Lopez-de-

Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000). Genom att använda utdelningar över eget kapital vilket är en variant av utdelningar över vinst då årets vinst är inkluderat i det egna kapitalet. Eftersom eget kapital är ett balansräkningsmässigt mått undviker man en viss grad av volatilitet.

Oberoende variabler

Ägartyp

De olika ägartyperna är svenskt institutionellt ägande och utländskt ägande. Institutionellt ägande separeras även i aktiefonder, pensionsfonder och försäkringsbolag. Variabeln antar ett värde mellan noll och ett.

Kontrollvariabler

För att undvika att de oberoende variablerna fångar upp effekter av andra faktorer används ett antal kontrollvariabler.

Storlek

Höga utdelningar är traditionellt associerade med stora och mogna företag (Fahrina, 2003). Storleken på företaget förväntas därför ha en signifikant inverkan på utdelningens storlek. Det finns flera sätt att mäta ett företags storlek. Som proxy för storlek i denna studie används företagets totala tillgångar, vilka normaliseras genom att använda den naturliga logaritmen av tillgångarna (Faccio, Lang, & Young, 2001).

Tillväxtmöjlighet

Företag som har investeringsmöjligheter med positiva nuvärden bör fortsätta investera. Gaver & Gaver (1993) visar empiriskt att företag gör det och i stor utsträckning använder balanserade vinstmedel vilket reducerar utdelningarna. En approximation som används för ett företags tillväxt är Tobin's Q^3 , det vill säga ett företags marknadsvärde i förhållande till bokfört värde. Marknadsvärdet av eget

³ $Tobin's Q = \frac{\text{Marknadsvärde Eget Kapital} + \text{Bokfört värde skulder}}{\text{Bokfört värde tillgångar}}$

kapital är värdet av framtida kassaflöden och det blir därmed marknaden som värderar företagets tillväxtmöjligheter.

Ett problem som kan uppstå med Tobins Q är att värdet påverkas av till exempel branschtillhörighet. Detta eftersom olika företag har skilda sätt att redovisa till exempel immateriella tillgångar, så som kostnadsföring eller kapitalisering av Forskning och utveckling.

Vinst

Enlighet Lintner (1956) är vinst den av de allra mest drivande faktorn för hur mycket ett bolag delar ut. Som testvariabel används därför vinst uttryckt som *Årets Resultat* genom *Totala tillgångar*. Anledningen till att en variabel för prognostiserad vinst inte tas med är att utdelningar signalerar de förflutna och inte framtiden (Benartzi, Michaely, & Thaler, 1997).

Kassaflöde

Årets kassaflöde talar till skillnad från årets vinst om hur mycket kapital som faktiskt har frigjorts under året. Det borde därför ha en koppling till hur mycket företaget kan dela ut. Kassaflödet är normaliserat med *totala tillgångar*.

Branschdummy

Inom vilken bransch ett företag befinner sig i kan ha en stor inverkan för hur mycket som delas ut (Fahrina, 2003). Därför används dummys för att absorbera för denna effekt. Bransch kan även verka som approximation för till exempel finansiell hävstång eftersom kapitalstruktur har en koppling till bransch och branschrisk. Branschkoderna som används är enligt standarden ICB, *Industry Classification Benchmark*, med 10 olika branscher.⁴

⁴ Branscherna är som följer; Olja och gas, Basindustri, Råvaror, Producentvaruindustri, Sjukvård, Konsumenttjänster, Telekomunikation, Elektricitet, Finans, IT.

Årsdummy

För att fånga upp de för året specifika trenderna, så som makroekonomiska variabler används dummys för år. 1999 är exkluderat för att undvika autokorrelation och blir därmed basår och för de övriga åren antas 1 och det gäller det specifika och noll om det inte gör det.

Dummyvariabel för aktieröstdifferentiering

För att testa vilken inverkan aktieröstdifferentiering har, det vill säga om företaget har A och B-aktier, inkluderas en dummy för detta. Modellen testas även där de två grupperna separeras vilket gör att dummin faller bort.

Sammanfattning av modellen

$$\begin{aligned} \frac{Utdelning_{t,i}}{Eget Kapital_{t,i}} &= \alpha + \beta_1 * Inst \ddot{A}gande_{t,i} + \beta_2 * Utländskt \ddot{A}gande_{t,i} + \beta_3 \\ &* Storlek_{t,i} + \beta_4 * Vinst_{t,i} + \beta_5 * Tillväxt_{t,i} + \beta_5 * Kassaflöde_{t,i} \\ &+ \delta * Bransch + \delta * \ddot{A}r + \delta * RöstDiff + \varepsilon_{t,i} \end{aligned}$$

3.4.2 UTDELNINGARS UTJÄMNING

För att testa hypoteserna kring utdelningars utjämnande används en modell där den beroende variabeln är skillnaden i utdelningar från ett år till ett annat. Enligt Lintner (1956) är det förändringar i årets resultat som är den ultimata variabeln som driver förändringar i utdelningar. Givet att ett företag föregående år befinner sig i *steady state* i utdelningar borde förändringar i årets resultat utan utdelningsutjämning leda till att förändringen i utdelningar blir lika stor. För att fånga upp effekten av ett företag inte befinner sig i *steady state* och därmed utjämna sina utdelningar inkluderas ett antal kontrollvariabler, ekvivalenta med de i modell 1. Tolkningen av dessa variabler blir huruvida de är negativt korrelerade med förändringen i utdelning, det vill säga att de har ett samband med utjämning eller ej.

För att testa hur det institutionella och utländska ägandet påverkar utjämningen återfinns på fler ställen i modellen måste en sammanvägd tolkning göras.

Dummyvariabler för år, bransch och röstdifferentierade aktier inkluderas i modellen.

$$\begin{aligned}\Delta Utdelning_{t,i} = & \alpha + \beta_1 * \Delta \text{Årets Resultat}_{t,i} + \beta_2 * \Delta \text{Årets Resultat}_{t,i} * \text{Inst Ägande}_{t,i} \\ & + \beta_3 * \Delta \text{Årets Resultat}_{t,i} * \text{Utländskt Ägande}_{t,i} + \beta_4 * \text{Storlek}_{t,i} + \beta_5 \\ & * \text{Tillväxt}_{t,i} + \beta_6 * \text{Kassaflöde}_{t,i} + \delta * \text{Bransch} + \delta * \text{År} + \delta * \text{RöstDiff} \\ & + \varepsilon_{t,i}\end{aligned}$$

Då företags som varken delar ut kapital för året eller föregående år får en absolut jämn utdelningskurva kommer dessa få en kraftig snedvridning av resultatet. Därför är observationer där, $Utdelning_t + Utdelning_{t-1} = 0$, exkluderade ur modellen.

4. EMPIRISK ANALYS

4.1 DESKRIPTIVA DATA

Tabell 3 beskriver data över företagsvariabler. Utdelningarna spänner från noll till maximala 28,3 miljarder kronor som delades ut av TeliaSonera 2006. Det var även året då medelutdelningarna antog max under den undersökta perioden med ett medel på 620,7 miljoner kronor, se tabell A2, som synes dominerar utdelningarna över återköp i storlek med ett högre medelvärde. Noterbart är att statistiken för återköp är ofullständig då antalet observationer är klart färre än för utdelningarna.

Standardavvikelsen för utdelningarna är 410,5% att jämföra med standardavvikelsen för årets resultat som är 516,4%. Detta skulle kunna vara ett tecken på att företag jämnar ut sina utdelningar. (Lintner, 1956) (Fama & Babiak, 1968). Det kan även vara ett resultat av att årets resultat kan anta ett negativt värde medan utdelningen som minst är noll, därav lägre standardavvikelse.

Aktiefonderna har det högsta samlade ägandet med 8% att jämföra med pensionsbolagen som har 6% och försäkringsbolagen 2%.

Tabell 3. Deskriptiva data. Siffror i millional.

	Medel	Standardavvikelse	Min	Max	N
Utdelning	315.4	1294.6	0	28290	2846
Återköp	188.5	1111.8	0	24441	1261
Total kapitalåterföring	793.5	2278.7	0	28290	1261
Eget Kapital	5268.7	19290.1	-176	450796	2846
Tillgångar	37199.8	254866.4	0	5205578	2846
Vinst	577.0	2979.4	-36718	43842	2846
Kassaflöde	722.9	6941.4	-259158	119767	2846
Tillväxt	1.97	2.64	-12.25	75.53	2846
Utdelning / Eget Kapital	5%	8%	0%	133%	2846
Δ Utdelning / Eget Kapital	1%	9%	-76%	103%	1525
Svenskt samlat ägande	15%	13%	0%	71%	2846
Aktiefonder	8%	8%	0%	50%	2846
Försäkringsbolag	2%	3%	0%	31%	2846
Pensionsbolag	5%	6%	0%	44%	2846
Utländskt ägande	21%	18%	0%	93%	2846

Tabell 4 och 5 beskriver data beroende på om företagen har röstdifferentierade aktier eller ej. Här kan man notera att företag med röstdifferentiering har högre utdelningar. Däremot har företag utan röstdifferentiering betydligt mindre tillgångar och en högre tillväxtfaktor vilket kan vara ett resultat att de flesta unga och mindre företagen ej har röstdifferentierade aktier, något som påverkar statistiken.

Utdelningsprocent som del av eget kapital, liksom vinsten är större för företag med röstdifferentiering.

Vad gäller ägande tycks det som att svenska institutioner har högre andelar i röstdifferentierade än i dem utan. Utländska ägare däremot har större andelar i bolag utan röstdifferentiering.

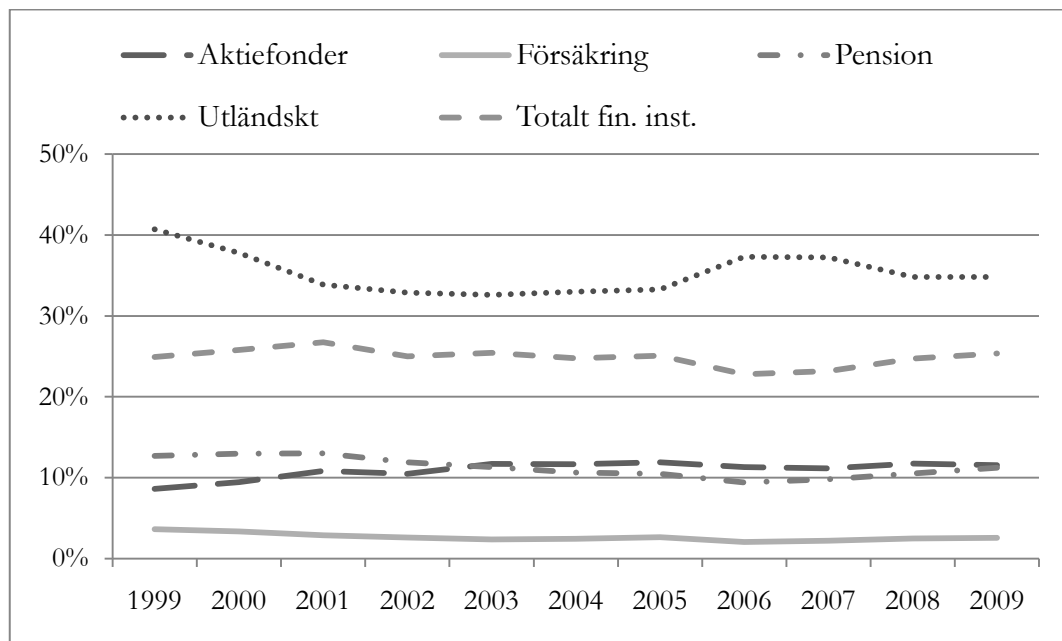
Tabell 4. Deskriptiva data över företag med röstdifferentierade aktier. Värden i miljoner kronor.

	Medel	Standardavvikelse	Min	Max	N
Utdelning	462.7	1349.8	0	20255	1298
Återköp	230.4	1326.5	0	24441	670
Total kapitalåterföring	1018.4	2320.0	0	27344	670
Eget Kapital	8111.3	23091.7	-83	450796	1298
Tillgångar	49464.3	238101.9	2	2507866	1298
Vinst	880.1	3747.1	-36718	43842	1298
Kassaflöde	1286.6	5260.5	-46373	82213	1298
Tillväxt	1.79	1.61	0.43	18.65	1298
Utdelning / Eget Kapital	5.0%	7.2%	0.0%	65.4%	1298
Δ Utdelning / Eget Kapital	1.0%	6.8%	-53.4%	58.7%	827
Institutionellt ägande	16.3%	12.7%	0.0%	64.0%	1298
Aktiefonder	8.7%	7.9%	0.0%	40.0%	1298
Försäkringsbolag	1.9%	2.9%	0.0%	16.0%	1298
Pensionsbolag	5.7%	6.3%	0.0%	42.0%	1298
Utländskt ägande	18.4%	14.7%	0.0%	82.0%	1298

Tabell 5. Deskriptiva data över företag utan röstdifferentierade aktier. Värden i miljoner kronor.

	Medel	Standardavvikelse	Min	Max	N
Utdelning	190.3	1232.6	0	28290	1548
Återköp	140.9	800.2	0	10270	591
Total kapitalåterföring	538.2	2205.1	0	28290	590
Eget Kapital	2855.5	14929.2	-176	229185	1548
Tillgångar	26787.7	267912.1	0	5205578	1548
Vinst	319.5	2086.1	-8158	29074	1548
Kassaflöde	251.1	8055.7	-259158	119767	1548
Tillväxt	2.13	3.26	-12.25	75.53	1548
Utdelning / Eget Kapital	4.5%	9.4%	0.0%	132.6%	1548
Δ Utdelning / Eget Kapital	1.8%	10.2%	-76.0%	102.8%	698
Institutionellt ägande	13.1%	12.5%	0.0%	71.0%	1548
Aktiefonder	7.2%	8.0%	0.0%	50.0%	1548
Försäkringsbolag	1.6%	3.0%	0.0%	31.0%	1548
Pensionsbolag	4.2%	5.6%	0.0%	44.0%	1548
Utländskt ägande	24.0%	20.5%	0.0%	93.0%	1548

Grafen nedan visualiserar utvecklingen av de olika ägarkategorierna som del av det totala börsvärdet. Detta för att visualisera utvecklingen över den valda perioden samt belysa hur stor del av börsvärdet dessa ägarkategorier äger.



4.2 REGRESSIONSANALYS

Den första regressionsanalysen har utdelning som del av eget kapital som beroende variabel. Det institutionella ägandet har en signifikant positiv korrelation med den

beroende variabeln vilket går i linje med hypotes 1a, det vill säga att ett ökat institutionellt ägande är korrelerat med högre utdelningar. Koefficienten för utländskt ägande är inte signifikant. Anmärkningsvärt är att tillväxt har en positiv inverkan på utdelningarna.

Ett White-test avslöjar att urvalet lider av heteroskedastisitet⁵. Regressionsanalysen görs därmed med heteroskedasticitetrobusta feltermen vilket visas i tabell 6. I detta fall ger inte inkluderingen av robusthet någon skillnad för signifikanserna. För resterande analyser görs antagandet att av modellerna lider av heteroskedastisitet och därför görs alla följande regressionsanalyser med robusthet för detta.

Tabell 6. Regressionsanalys. Beroende variabel: Utdelning/Eget Kapital. P-värde inom parantes.

	Beta	Beta
Konstant	-0.115*** (0.000)	-0.115*** (0.000)
Storlek	0.00672*** (0.000)	0.00704*** (0.000)
Tillväxt	0.00643*** (0.000)	0.00642*** (0.000)
Vinst	0.000767*** (0.000)	0.000763*** (0.000)
Kassaflöde	0.00224 (0.495)	0.00218 (0.502)
Institutionellt ägande	0.0434*** (0.002)	0.0430*** (0.002)
Utländskt ägande	-0.0154 (0.182)	-0.0184 (0.102)
Aktieröstdifferentiering		-0.00511* (0.068)
N	2846	2846
R ² justerad	11.7%	11.7%

Dummys för år, bransch och röstdifferentiering är inkluderade i regressionsanalysen. *** indikerar statistisk signifikans på 1% nivå, ** på 5% nivå, * på 10% nivå. Robusthet för heteroskedastisitet.

⁵ White's test för heteroskedastisitet

H0: homoskedastisitet

H1: heteroskedastisitet

$$\begin{aligned}\text{chi2}(272) &= 692.35 \\ \text{Prob} > \text{chi2} &= 0.0000\end{aligned}$$

Nollhypotesen förkastas på 0% signifikansnivå vilket bekräftar att urvalet lider av heteroskedastisitet.

Tabell 6 visar även vad som händer då en dummyvariabel för röstdifferentiering inkluderas. Koefficienten för dummyvariabeln är positiv vilket innebär att företag med röstdifferentiering har högre utdelningar vilket skulle kunna stärka teorin om att agentkostnader uppstår då det finns asymmetrier mellan kapital och röster vilket Wiberg (2009) fann i sin studie. Den extra variabeln gör att förklaringsvärdet på modellen ökar. Signifikansnivån för utländskt ägande ökar och ligger strax över 10% signifikansnivån. Tolkningen av den negativa koefficienten är dock att andelen utländskt ägande har ett samband med lägre utdelningar.

I den tredje regressionsanalysen, tabell 7, är de olika svenska institutionella ägarna som ämnas att studera separerade. Den enda variabeln som är signifikant är aktiefonder där det finns en positiv korrelation med utdelningarna. Detta skulle innebära att ett högre ägande av aktiefonder är associerat med högre utdelningsandelar av eget kapital.

Tabell 7. Regressionsanalys. Beroende variabel: Utdelning/Eget Kapital. P-värdet inom parantes.

	Beta
Konstant	-0.116*** (0.000)
Storlek	0.00731*** (0.000)
Tillväxt	0.00644*** (0.000)
Vinst	0.000757*** (0.000)
Kassaflöde	0.00198 (0.529)
Aktiefonder	0.0963*** (0.000)
Pensionsfonder	-0.0359 (0.198)
Försäkringsbolag	0.0144 (0.753)
Utländskt ägande	-0.0185* (0.100)
Aktieröstdifferentiering	-0.00493* (0.077)
N	2846
R ² justerad	11.9%

Dummys för år, bransch och röstdifferentiering är inkluderade i regressionsanalysen. *** indikerar statistisk signifikans på 1% nivå, ** på 5% nivå, * på 10% nivå. Robusthet för heteroskedastisitet.

För att visa skillnaderna mellan de företag som har röstdifferentierade aktier och de utan är samma regressionsanalys gjord med de två företagsegenskaperna separerade, se tabell 8. Gruppen med röstdifferentiering innehåller betydligt färre små och unga företag och därmed färre företag som inte betalar ut några utdelningar. Modellen passar in bättre på denna grupp med förklaringsvärdet 24,8%. Här finns en positiv signifikant korrelation mellan institutionellt ägande och utdelningsandelen vilket stödjer hypotes 1a. Det utländska ägande har däremot en signifikant negativ korrelation med utdelningsandelen vilket stödjer hypotes 2a.

För företagen utan röstdifferentierade aktier är ingen av ägarvariablerna statistiskt signifikanta, vilket gör att det inte går att tolka koefficienterna på ett korrekt sätt. Institutionellt ser dock ut att ha en positiv korrelation utdelningar.

Tabell 8. Regressionsanalys. Beroende variabel: Utdelning/Eget Kapital. P-värdet inom parantes.

	Med röstdifferentiering	Utan röstdifferentiering
	Beta	Beta
Konstant	-0.0971*** (0.000)	-0.140*** (0.000)
Storlek	0.00518*** (0.000)	0.00847*** (0.000)
Tillväxt	0.0109*** (0.000)	0.00474*** (0.004)
Vinst	0.0606*** (0.000)	0.000525*** (0.008)
Kassaflöde	-0.00518 (0.124)	0.000979 (0.717)
Institutionellt ägande	0.0430*** (0.009)	0.0357 (0.102)
Utländskt ägande	-0.0703*** (0.000)	0.00355 (0.808)
N	1298	1548
R ² justerad	24.8%	9.1%

Dummys för år och bransch är inkluderade i regressionsanalysen. *** indikerar statistisk signifikans på 1% nivå, ** på 5% nivå, * på 10% nivå. Robusthet för heteroskedastisitet.

Gör man ytterligare en uppdelning där man separerar det institutionella ägandet visar det sig att både aktiefonder och försäkringsbolag har en positiv korrelation med utdelningsandelen på 10 procents signifikansnivå, tabell 10.

Tabell 9. Regressionsanalys. Beroende variabel: Utdelning/Eget Kapital. P-värdet inom parantes.

	Med röstdifferentiering	Utan röstdifferentiering
	Beta	Beta
Konstant	-0.101*** (0.000)	-0.132*** (0.000)
Storlek	0.00543*** (0.000)	0.00818*** (0.000)
Tillväxt	0.0110*** (0.000)	0.00466*** (0.004)
Vinst	0.0599*** (0.000)	0.000516*** (0.008)
Kassaflöde	-0.00519 (0.118)	0.000941 (0.717)
Aktiefonder	0.0428 (0.129)	0.109*** (0.002)
Pensionsbolag	0.0201 (0.582)	-0.0425 (0.304)
Försäkringsbolag	0.135** (0.031)	-0.0724 (0.246)
Utländskt ägande	-0.0709*** (0.000)	0.00312 (0.830)
N	1298	1548
R ² justerad	24.8%	9.4%

Dummys för år och bransch är inkluderade i regressionen. *** indikerar statistisk signifikans på 1% nivå, ** på 5% nivå, * på 10% nivå. Robusthet för heteroskedastisitet.

4.3 AKTIEUTDELNINGsutjäMNING

För att testa företagens benägenhet att jämna ut utdelningarna över tid används skillnaden för utdelningar från ett år till ett annat. Den drivande faktorn enligt Lintner skulle vara vinsten.

Tabell 10 visar resultaten av regressionsanalysen där institutionellt ägande är samlat. På en signifikant nivå är institutionellt ägande i kombination med förändringen i resultat negativt korrelerat med skillnaden i utdelningar. Detta skulle således betyda att ett ökat institutionellt ägande skulle leda till en mindre ökning av utdelningar

vilket ligger i linje med hypotes 1b. Allt annat lika skulle det innebära att ökningen leder till lägre förändring av utdelningar. Väger man däremot att förändringen i vinst har en positiv koefficient skulle detta innebära att en ökad vinst sammantaget genererar högre utdelningar vid lågt institutionellt ägande. På samma sätt skulle en negativ förändring av vinsten med enbart vinstvariabeln generera en lägre utdelning. Kombinationsvariabeln skulle med ett högt institutionellt ägande dämpa denna effekt vilket betyder att ett högt institutionellt ägande dämpar på positiva och negativa utdelningsförändringar.

Utländskt ägande har på det omvända förhållandet, det vill säga att en positiv korrelation med förändringar i utdelningar. Detta stödjer hypotes 2b.

Dessvärre lider urvalet av heteroskedasticitet och testet där hänsyns till detta tar gör att signifikanserna för ägande sjunker under 10 procent vilket gör att det inte statistiskt går att dra några generella slutsatser från modellen. Variansen i feltermen är inte konstant.

Tabell 10. Regressionsanalys. Beroende variabel: Δ Utdelning / Eget Kapital. P-värdet inom parantes.

	Utan hänsyn till heteroskedasticitet	Med hänsyn till heteroskedasticitet
	Beta	Beta
Konstant	0.0556* (0.065)	0.043 (0.017)
Storlek	-0.00359*** (0.001)	-0.00359** (0.012)
Tillväxt	0.00662*** (0.000)	0.00662*** (0.001)
Δ Vinst	0.104*** (0.000)	0.104* (0.092)
Institutionellt ägande * Δ Vinst	-0.218*** (0.005)	-0.218 (0.301)
Utländskt ägande * Δ Vinst	0.193*** (0.002)	0.193 (0.107)
Aktieröstdifferentiering	-0.00147 (0.740)	-0.00147 (0.734)
N	1497	1497
R ² justerad	10.4%	10.4%

Dummys för år, bransch och aktieröstdifferentiering är inkluderade i regressionsanalysen.

Observationer där utdelningen i period t och t-1 summerar till noll faller bort. *** indikerar statistisk signifikans på 1% nivå, ** på 5% nivå, * på 10% nivå.

Tabell 11 visar resultaten av regressionen gjord på separerade ägartyper. Aktiefonder och pensionsfonder har negativa koefficienter vilket gör att ett ökat ägande av dessa ägartyper skulle leda till mer lägre förändringar utdelningar, i linje med hypotes 2b. Däremot ser försäkringsbolag ut att ha en mycket stor korrelation med differensen i utdelningar vilket går emot hypotes 1b om utjämningar av utdelningarna. Utländska ägare har en positiv korrelation med differensen i utdelningar och det skulle i linje med hypotes 3b innebära att ett högt utländskt ägande inte har en utjämnande effekt på utdelningarna.

Även i denna modell finns det heteroskedasticitet i feltermen och justerar man för detta sjunker signifikansnivåerna kraftigt. Den enda ägarvariabeln som förblir signifikant på 10% signifikansnivå är utländskt ägande som är fortsatt positivt korrelerad med differensen i utdelningar.

Tabell 11. Regressionsanalys. Beroende variabel: Δ Utdelning/Eget Kapital. P-värdet inom parantes.

	Utan hänsyn till heteroskedasticitet	Med hänsyn till heteroskedasticitet
	Beta	Beta
Konstant	0.0546* (0.069)	0.0546* (0.071)
Storlek	-0.00356*** (0.001)	-0.00356** (0.013)
Tillväxt	0.00685*** (0.000)	0.00685*** (0.000)
Δ Vinst	0.0989*** (0.000)	0.0989 (0.106)
Aktiefonder * Δ Vinst	-0.347** (0.015)	-0.347 (0.258)
Pensionsfonder * Δ Vinst	-0.240* (0.068)	-0.240 (0.245)
Försäkringsbolag * Δ Vinst	1.269*** (0.009)	1.269 (0.137)
Utländskt ägande * Δ Vinst	0.204*** (0.001)	0.204* (0.080)
Aktieröstdifferentiering	-0.00169 (0.702)	-0.00169 (0.694)
N	1497	1497
R ²	12.3%	12.3%
R ² justerad	10.9%	10.9%

Dummys för år, bransch och aktieröstdifferentiering är inkluderade i regressionsanalysen.

Observationer där utdelningen i period t och t-1 summerar till noll faller bort. . *** indikerar statistisk signifikans på 1% nivå, ** på 5% nivå, * på 10% nivå.

5. SLUTSATS

5.1 SAMMANFATTNING AV ANALYSEN

De slutsatser som kan dras från analysen genom signifikanta koefficienter är följande effekter, där koefficientens värde samt för vilken signifikansnivå den är giltig för anges inom parantes:

- En större andel institutionella ägare leder till högre utdelningar (0.0430, 1%).
- En större andel utländska ägare är korrelerat med lägre utdelningar för bolag i allmänhet (-0.0185, 10%) och i bolag med röstdifferentierade aktier (-0.0703, 1%).
- Svenska aktiefonder är korrelerade med utdelningar för bolag i allmänhet (0.0963, 1%) och i bolag utan röstdifferentierade aktier (0.109, 1%).
- Försäkringsbolag har en positiv korrelation med utdelningar i bolag med röstdifferentierade aktier (0.135, 5%).
- Utländska ägare har en icke utjämnande effekt på utdelningar i förhållande till skillnaden i årets resultat gentemot föregående års resultat (0.204, 10%).

5.2 INSTITUTIONELLA ÄGARE

Regressionsanalyserna visar det finns ett samband mellan andelen institutionellt ägande och utdelningarnas storlek. Detta kan ha sin förklaring i compensationen som krävs för just passiviteten och de agentförhållanden som uppstår därigenom. Större utdelningar gör att företagsledningarna får mindre kapital att röra sig med.

Studien kan inte säga åt vilket håll kausaliteten mellan ägande och utdelningar går. Högre utdelningar skulle därför även kunna vara resultatet av att företagsledningarna försöker jämna ut den informationsasymmetri som finns mellan företagen och marknaden. Högre utdelningar skulle helt enkelt kunna vara ett bekvämt sätt för de institutionella ägarna att välja välmående företag, och inte det motsatsförhållande att institutionella ägare driver högre utdelningar. Wiberg (2009) visar dock att

kausaliteten går åt att de institutionella ägarna driver utdelningar uppåt på data fram till 2005 och om hans argumentation håller så visar även denna studie att så är fallet.

5.3 DE OLIKA INSTITUTIONELLA ÄGARNA

Då ägarna är separerade går det att visa att aktiefonderna har en positiv korrelation med aktieutdelningar. Denna korrelation är större för aktiefonder ensamt jämfört med vad den var för alla institutionella ägare sammantaget, med en koefficient på 0,096 mot 0,043 för det sammanlagda ägandet. Detta är helt i linje med hypotesen där det antogs att aktiefonder skulle vara den mest drivande i frågan om utdelningar. Detta på grund av deras dubbla agent- och signaleringsproblematik samt att framförallt de statliga pensionsfonderna har tydliga direktiv för långsiktig avkastning med låg risk samt egna styrdokument för aktiv bolagsstyrning detta belyses även av riktningen på pensionsfondernas koefficient som antar ett negativt värde som dock ej är signifikant vilket gör att det inte går att dra några direkta slutsatser utifrån det. Vidare är de svenska aktiefonderna aktieutdelningsdrivande i bolag utan röstdifferentierade aktier, då detta är bolag där det är lättare att få en kontrollerande andel i vilket gör det lättare att driva igenom sina förslag. Detta kan å andra sidan tolkas som att aktiefonder föredrar bolag utan röstdifferentierade aktier med höga utdelningar, då det ligger utanför denna studies omfattning att utreda kausalitetsfrågan.

5.4 UTLÄNDSKA ÄGARE

Det utländska ägandet har en negativ korrelation på utdelningarna. Detta kan ha att göra med skattepreferenser, men emot det talar större agentkostnader och informationsasymmetrier. Kan även handla om preferenser, marknader där utdelningarna generellt är lägre. Eller är det så att de utländska ägarna i Sverige i själva verket inte är passiva utan snarare ganska aktiva ägare. Detta är i linje med Dahlquist och Robertssons (2001) tio år gamla studie vilken då fortfarande gäller för åren efter deras studie. De utländska investerare som väljer att investera i Sverige kanske gör det bara i de fall de faktiskt väljer en aktiv ägarroll vilket skulle kunna förklara att det utländska ägandet har negativa samband med utdelningsutjämning.

Det är möjligt att de väljer att investera i bolag på ett långsiktigt plan där man förväntar sig en hög tillväxt.

5.5 VIDARE FORSKNING

Då vi har berett en plattform där vi ser att aktiefondernas påverkan på utdelningar är den mest drivande av de institutionella ägarna skulle det vara intressant att gå vidare med är hur man skulle kunna utreda kausaliteten och därmed se vilka ägare som faktiskt är passiva och ej. För att kunna svara på kausalitetsfrågan skulle en tidseriestudie med paneldata över en längre tidsperiod kunna genomföras där man studerar vilken variabel av utdelningsstorlek och aktiefondsägarandel som är den drivande.

En kvalitativ studie skulle även kunna besvara kausalitetsfrågan med hjälp av data från de företag som hjälper institutionella ägare att ta ställning vid årsstämmor, och även verkar som ombud. Skulle man få tillgång till data över hur dessa institutioner väljer att representera eller representeras skulle man på intressant sätt kunna fånga karaktäristiska drag för aktiva och passiva ägare vilket skulle lösa frågan kring kausaliteten för ägare och utdelningar.

6. LITTERATURFÖRTECKNING

Aktiebolagslag (2005:551).

Allen, F., Bernardo, A. E., & Welch, I. (2000). A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. *The Journal of Finance* , 55 (6), 2499-2536.

Bancel, F., Bhattacharyya, N., & Mittoo, U. R. (2005). Cross-Country Determinants of Payout Policy: A Survey of European Firms. Working Paper.

Benartzi, S., Michaely, R., & Thaler, R. (1997). Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? *The Journal of Finance* , 52 (3), 1007-1034.

Bengtsson, E. (2005). Shareholder activism of Swedish institutional investors. Stockholm: Stockholms Universitet, Doktorsavhandling.

Berle, A. A., & Means, G. C. ([1932]1968). *The Modern Corporation and Private Property*. New York, New York, USA: Harcourt, Brace and World.

Black, F., & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics* , 1 (1), 1-22.

Correia da Silva, L., Goergen, M., & Renneboog, L. (2004). *Dividend Policy and Corporate Governance*. Oxford, Storbritannien: Oxford University Press.

Dahlquist, M., & Robertsson, G. (2001). Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics. *Journal of Financial Economics* , 59 (3), 413-440.

DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (1992). Dividends and Losses. *The Journal of Finance* , 47 (5), 1837-1863.

DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (1996). Reversal of fortune Dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Financial Economics* , 40 (3), 341-371.

Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review* , 74 (4), 650-659.

- Eckbo, B. E., & Verma, S. (1994). Managerial shareownership, voting power, and cash dividend policy. *Journal of Corporate Finance* , 1 (1), 33-62.
- Faccio, M., Lang, L. H., & Young, L. (2001). Dividends and expropriation. 91 (1), 54.
- Fahrina, J. (2003). Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis. 9.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy* , 88 (2), 288-307.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics* , 60, 3-43.
- Fama, E., & Babiak, H. (1968). Dividend Policy: An Empirical Analysis. *Journal of the American Statistical Association* , 63, 1132-1161.
- Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. 88, 499-533.
- Forsberg, B. (den 6 April 2007). Så portades Christer Gardell. *Affärsvärlden* .
- Fristedt, D., & Sundqvist, S.-I. (2009). *Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag 2009*. Stockholm: SIS Ägarservice AB.
- Förmögenhetsskattelag (1992:1537).
- Gaver, J. J., & Gaver, K. M. (1993). Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics* , 16 (1-3), 125-160.
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2000). Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors. *Journal of Financial Economics* , 57 (2), 275-305.
- Grinstein, Y., & Michaely, R. (2005). Institutional Holdings and Payout Policy. *The Journal of Finance* , 60 (3), 1389-1426.

- Grullon, G., & Michaely, R. (2002). Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. *The Journal of Finance* , 57 (4), 1649-1684.
- Gugler, K. (2003). Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment. *Journal of Banking & Finance* , 27 (7), 1297-1321.
- Hawley, J. P., & Williams, A. T. (2000). *The Rise of Fiduciary Capitalism: How Institutional Investors Can Make Corporate America More Democratic*. Philadelphia, Pennsylvania, USA: Pennsylvania University Press.
- Henrekson, M., & Jakobsson, U. (2008). *Globaliseringen och den svenska ägarmodellen*. Stockholm: Globaliseringsrådet.
- Henrekson, M., & Jakobsson, U. (2001). The Transformation of Ownership Policy and Structure in Sweden: Convergence towards the Anglo-Saxon Model?
- Hirschman, A. O. (1970). *Exit, voice, and loyalty: Responses to decline in firms, organizations, and states*. Cambridge, Massachusetts, USA: Harvard University Press.
- Holmen, M., Knopf, J. D., & Peterson, S. (2007). Trading-off Corporate Control and Personal Diversification through Capital Structure and Merger Activity. *Journal of Business Finance & Accounting* , 34 (9 & 10), 1470–1495.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review* , 76 (2), 323-329.
- Kupongskattelag (1970:624).
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance* , 55 (1).
- Lag (1962:381) om allmän försäkring.
- Lag (1982:80) om anställningsskydd.
- Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder).

- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review* , 46 (2), 97-113.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business* , 34 (4), 411-433.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance* , 40 (4), 1031-1051.
- Monks, R., & Sykes, A. (2002). *Capitalism without owners will fail: A policymaker's guide to reform*. London: Centre of the Study of Financial Innovation (CSFI).
- Mori, N. (2010). Tax clientele effects of dividends under intertemporal consumption choices. *Journal of Banking & Finance* , 34 (5), 1089-1097.
- Nachemson-Ekwall, S. (den 30 Mars 2006). De storgrälar om Volvos kassa. *Dagens Industri* .
- Nyberg, L. (den 10 November 2004). Värdepappersmarknaden idag och imorgon. Stockholm, Sweden.
- Pettit, R. R. (1977). Taxes, transactions costs and the clientele effect of dividends. *Journal of Financial Economics* , 5 (3), 419-436.
- Roe, M. J. (2003). *Political Determinants of Corporate Governance*. Oxford, Storbritannien: Oxford University Press.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research* , 5 (3), 249-259.
- Rynning, J. (den 26 April 2010). Institutionernas dominans. *Dagens Industri* , s. 3.
- Shiller, R. J. (1986). The Marsh-Merton Model of Managers' Smoothing of Dividends. *The American Economic Review* , 76 (3), 499-503.
- Short, H., Zhang, H., & Keasey, K. (2002). The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance* , 8 (2), 105-122.

Wiberg, D. (2009). Institutional ownership and dividends. i P.-O. Bjurgren, & D. C. Mueller, *The Modern Firm, Corporate Governance and Investment* (ss. 225-252). Cheltenham, Storbritannien: Edward Elgar Publishing Limited.

Zeckhauser, R. J., & Pound, J. (1990). Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance. i R. G. Hubbard (Red.), *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment* (ss. 149-180). National Bureau of Economic Research: University of Chicago Press.

7. APPENDIX

Tabell A1. Deskriptiv data på ägande mellan 1999-2009

[illegible]

Tabell A2. Deskriptiva data i millional.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Utdelning											
<i>Medel</i>	250.0	298.4	233.3	200.0	241.1	328.4	464.2	620.7	576.7	252.6	275.1
<i>Standardavvikelse</i>	54.8	66.7	53.7	40.7	47.9	63.8	104.2	159.1	124.1	57.0	65.7
<i>Max</i>	5717.3	6368.7	6222.7	6154.8	6352.8	6877.8	15717.0	28290.0	17962.0	12825.0	13240.6
<i>Min</i>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>Median</i>	11.8	12.5	4.4	0.0	1.6	9.3	18.0	24.6	25.7	0.0	0.0
Återköp											
<i>Medel</i>	284.1	137.5	31.6	60.7	151.5	365.0	141.7	437.4	115.7	67.3	0.0
<i>Standardavvikelse</i>	125.2	80.5	16.0	30.2	60.9	132.1	52.9	181.4	44.1	50.4	
<i>Max</i>	11808.0	8336.0	1703.0	4206.8	6663.1	10270.2	4362.0	24441.0	6000.0	2598.0	
<i>Min</i>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
<i>Median</i>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Årets Resultat											
<i>Medel</i>	753.8	732.0	234.3	99.7	313.1	621.9	1073.5	1116.7	981.2	207.6	535.5
<i>Standardavvikelse</i>	217.7	182.6	163.2	95.9	91.0	138.5	255.0	228.4	196.7	174.3	176.8
<i>Max</i>	32222.0	21018.0	14557.0	8093.1	13626.5	19024.0	43842.0	29074.2	28911.5	25722.9	31379.0
<i>Min</i>	-343.2	-2609.9	-21264.0	-19013.0	-10844.0	-1872.0	-333.8	-3615.0	-1942.0	-36718.0	-14718.0
<i>Median</i>	34.0	40.6	4.7	1.4	7.5	25.9	52.1	59.2	75.9	1.3	7.7
Tillgångar											
<i>Medel</i>	28842.2	39386.2	41548.8	27983.9	28998.1	34163.3	44051.0	40295.2	45291.9	35635.8	43269.1
<i>Standardavvikelse</i>	9777.8	14737.9	15751.4	10332.1	11064.9	13163.1	16892.0	15907.6	17997.6	15321.4	18821.9
<i>Max</i>	922799.1	1990212.0	2248176.0	2276281.0	2375836.0	2484968.0	3058504.0	3129556.0	3670039.0	5140804.0	5205578.0
<i>Min</i>	3.3	10.3	8.6	0.3	1.6	2.7	1.0	8.4	7.4	0.1	1.6
<i>Median</i>	314.9	419.3	631.1	281.3	264.0	339.4	465.5	513.5	548.7	191.7	345.3
Eget kapital											
<i>Medel</i>	4009.7	4921.8	10891.5	3744.7	3893.6	4499.3	5978.8	5997.3	6229.7	4147.7	5555.6
<i>Standardavvikelse</i>	872.0	1048.1	2920.2	739.0	770.2	895.4	1176.1	1175.0	1214.3	844.1	1149.5
<i>Max</i>	97692.0	98462.6	450795.8	108829.0	112393.0	121656.0	134060.0	159167.0	161217.7	192233.8	229184.5
<i>Min</i>	-82.8	4.8	12.7	-7.8	-6.7	0.7	-76.8	4.2	4.6	-175.7	-23.7
<i>Median</i>	314.9	419.3	631.1	281.3	264.0	339.4	465.5	513.5	548.7	191.7	345.3
Fritt Kassaflöde											
<i>Medel</i>	309.1	602.2	-1066.7	391.7	530.0	840.1	1079.4	1303.0	1102.4	822.5	1171.1
<i>Standardavvikelse</i>	110.9	269.1	1416.3	196.5	153.0	223.2	402.1	504.0	386.4	238.6	298.2
<i>Max</i>	12026.0	32856.0	16674.0	18786.0	22925.0	34628.0	53805.0	119766.9	82213.0	64856.7	67122.0
<i>Min</i>	-3625.0	-23850.0	-259157.8	-43782.5	-13166.1	-13733.0	-46373.0	-10162.0	-43074.6	-5188.0	-2651.0
<i>Median</i>	30.1	41.0	26.2	15.8	18.6	38.4	45.1	43.5	68.0	10.4	27.3