



Vilka faktorer påverkar finländska börsnoterade bolags dividendutdelningar under pandemiförhållanden?

Pro gradu-avhandling i redovisning
Sophie Sjädhahl
Handledare: Thomas Carrington
Fakulteten för samhällsvetenskaper och
ekonomi
Åbo Akademi
Åbo 2022

ÅBO AKADEMI – FAKULTETEN FÖR SAMHÄLLSVETENSKAPER OCH EKONOMI

Abstrakt för avhandling pro gradu

Ämne: Redovisning och styrning	
Författare: Sophie Sjödahl	
Titel: Vilka faktorer påverkar finländska börsnoterade bolags dividendutdelningar under pandemiförhållanden?	
Handledare: Thomas Carrington	
<p>Syftet med avhandlingen är att undersöka vilka variabler som påverkat dividendutdelningen under coronapandemin i finländska börsnoterade bolag. Detta har utförts genom att undersöka både dividendutdelningarna och dividendminskningarna under pandemin genom att inkludera variabler utgående från tidigare studier och teori. Dividendutdelningarna och dividendminskningarna under pandemin jämförs även med en tidsperiod innan pandemin, med syftet att identifiera skillnader mellan de båda tidsperioderna. Studien utförs med hjälp av tre olika modeller: en OLS-modell, en Tobit-modell och en logistisk regressionsmodell.</p> <p>Enligt studiens resultat har bolagets lönsamhet (avkastning på totalt kapital), bolagets storlek (det logarimerade värdet av bolagets totala tillgångar), bolagets skuldsättningsgrad (främmande kapital per eget kapital) samt bolagets nettoresultat en statistisk signifikant inverkan på finländska börsbolags dividendutdelningar under pandemin. Det innebär att större bolag, med bättre lönsamhet och resultat samt med mindre skulder är mer benägna att dela ut dividender under pandemiförhållanden. Resultatet indikerar även på att bolagens utdelning under pandemin har drag av signaleringsteorin (bolag använder dividenderna för att signalera bolagets framtidsutsikter åt marknaden), livscykelteorin (äldre bolag med bättre lönsamhet delar ut mera dividender) och dividend smoothing-teorin (dividendutdelningen baseras på bolagets resultat och bolagen eftersträvar en jämn utdelningsnivå).</p> <p>Resultatet uppvisar även att ingen av studiens variabler har en statistiskt signifikant inverkan på dividendminskningarna under pandemin. Detta kan åtminstone delvis förklaras av att spridningen i datamaterialet är stor i samband med att datamaterialet är relativt litet. Det är därmed inte heller möjligt att dra någon vidare slutsats om huruvida bolagen efterföljer en viss dividendutdelningsteori under pandemin. Till skillnad från tidigare studier har inte heller samplets bolag ökat antalet dividendminskningar under pandemin nämnvärt än i jämförelse med tidsperioden innan pandemin, vilket även kan vara en bidragande orsak till att inga signifikanta variabler påträffas för tiden under pandemin.</p>	
Nyckelord: Dividendutdelning, coronapandemin, OLS-modell, Tobit-modell, logistisk regressionsmodell	
Datum: 19.1.2022	Sidantal: 84

Innehållsförteckning

1 Inledning	2
1.1 Bakgrund	2
1.2 Problemområde	4
1.3 Avhandlingens syfte och avgränsningar	5
1.4 Fortsatt disposition	5
2 Dividendutdelning	6
2.1 Utdelning av medel ur ett rättsligt perspektiv	6
2.2 Beskattning av dividender	8
2.2.1 Beskattning av fysiska personer och dödsbon	8
2.2.2 Beskattning av samfund	10
2.3 Kapitalåterbärningar	11
3 Dividendutdelningsteorier	13
3.1 Irrelevansteorin	13
3.2 Signaleringssteorin	14
3.3 Agentteorin	17
3.4 Livscykelteorin	19
3.5 Pecking order-teorin	21
3.6 Dividend smoothing-teorin	23
3.7 Bird-in-the-hand-teorin	24
3.8 Teorin om skatteeffekten	25
3.9 Dividend catering-teorin	26
3.10 Teorin om klienteffekten	27
3.11 Sammanfattning av dividendutdelningsteorierna	28
4 Tidigare studier	32
4.1 Tidigare studier gällande dividendutdelningar under extraordinära förhållanden	32
4.1.1 Finanskrisen	32
4.1.1.1 Amerikanska marknaden	32
4.1.1.2 Brittiska marknaden	34
4.2.1 Coronapandemin	34
4.2.1.1 Amerikanska marknaden	35
4.2.1.2 Internationella marknaden	36
5.1 Sammanfattning av tidigare studier och utformning av forskningsfrågor	38
5 Metod och variabler	41
5.1 Forskningsmetod	41
5.2 Presentation av variablerna	43
5.2.1 Beroende variabler	43
5.2.3 Oberoende variabler	44
5.2.3.1 Lönsamhet	45
5.2.3.2 Bolagets ålder	45
5.2.3.3 Bolagets storlek	46

5.2.3.4 Likvida medel	46
5.2.3.5 Bolagets tillväxt	47
5.2.3.6 Skuldsättningsgraden	47
5.2.3.7 Nettoresultat	48
5.3 Sammanfattning av variablerna	48
6 Data och urval	50
6.1 Val och presentation av regressionsmodeller	52
6.2 Modelldiagnostik	54
6.2.1 Deskriptiv statistik	54
6.2.2 Normalfördelning	56
6.2.3 Multikollinearitet	56
6.2.4 Autokorrelation	57
6.3 Reliabilitet, validitet och generaliseringsbarhet	58
7 Resultat och diskussion	60
7.1 Dividendutdelningar	60
7.2 Beslutet att minska dividendutdelningar	65
8 Sammanfattning	70
8.1. Avhandlingens slutsatser	70
8.2 Begränsningar och förslag till vidare forskning	72
Källförteckning	74
Bilagor	79
Bilaga 1 - Lista över bolag inkluderade i studien	79
Tabeller	80
Tabell 12: Dividendutdelningar, deskriptiv statistik år 1-4	80
Tabell 13: Dividendutdelningar, deskriptiv statistik år 5	80
Tabell 14: Dividendminskningar, deskriptiv statistik år 1-3	80
Tabell 15: Dividendminskningar, deskriptiv statistik år 4	81

1 Inledning

Den framtida förväntade avkastningen utgör en central del av de investeringsbeslut som fattas i bolag. De utbetalda dividenderna som bolaget erhåller kan påverka både investeringarnas och den operativa verksamhetens kassaflöde, ifall de räknas höra dit (Leppiniemi & Kykkänen, 2019). Detta kan i sin tur kan utgöra en betydande del av del av bolagets totala kassaflöde. Hauser (2013) påpekar att trots att bolag kan förändra sin utdelning under utmanande ekonomiska förhållanden har investerare rätt att ifrågasätta huruvida utdelningarna faktiskt korrelerar med bolagets finansiella situation, speciellt ifall utdelningarna vanligtvis sker enligt en viss utdelningspolitik. Genom att ta reda på vilka faktorer som påverkar dividendutdelningen under extraordinära händelser, är det ur företagsperspektiv även enklare att förutse framtida kassaflöden under liknande händelser.

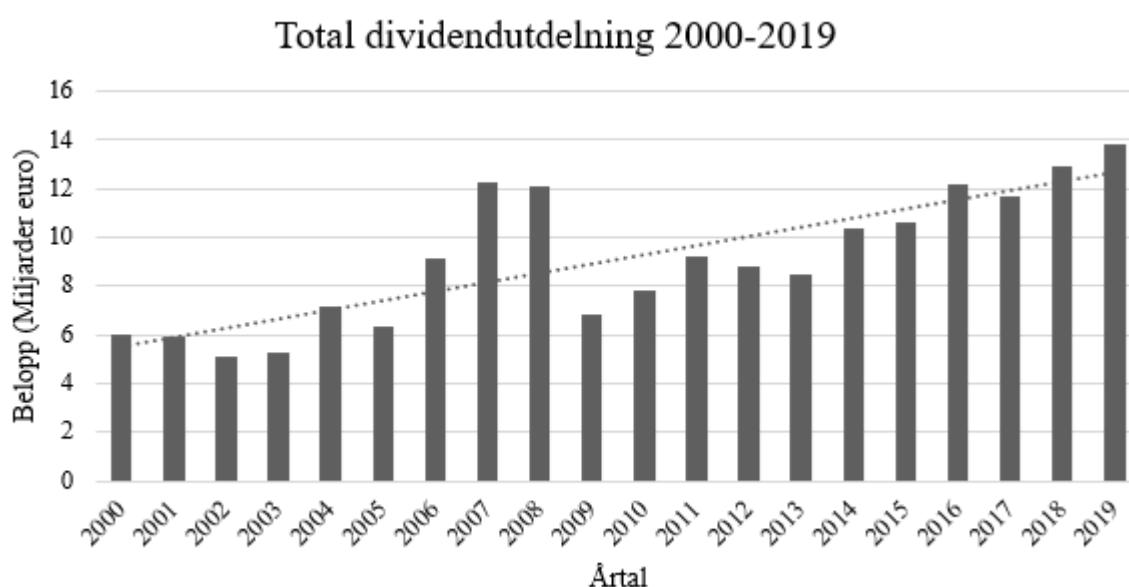
1.1 Bakgrund

De första fallen av covid-19 i Finland rapporterades i slutet av januari 2020. Efter detta har ingen kunnat undgå virusets inverkan på samhället eller de förändringar viruset gett upphov till globalt. Pandemin har därefter påverkat hela världen och gett upphov till en mängd olika konsekvenser för samhället. Dessa har påverkat bolagen genom exempelvis förändringar i affärsverksamheten, och även bolagens intressenter genom bland annat instabilitet på aktiemarknaden (Kauppalehti, 2021a). I samband med den osäkerhet pandemin har gett upphov till i företagsvärlden kan man även fråga sig vilka konsekvenser detta har för de som äger bolagen och för de som investerat i bolagen, det vill säga aktieägarna.

Enligt Aktiebolagslagen 624/2006 1 kap 5§ är syftet med aktiebolag är att bereda vinst åt aktieägarna, ifall annat inte föreskrivs. Utbetalning av dividender har historiskt sett varit det viktigaste sättet för företag att dela ut en del av vinsten till företagets intressenter (Karikallio, 2010). Enligt Karikallio (2010) är beslutet om dividendutdelningen ett av de viktigaste för bolagen, eftersom dividendutbetalningen minskar mängden tillgängligt kapital inom bolaget. Detta påverkar i sin tur ett bolags ekonomiska situation och tillväxtpotentialer. Tack vare att samhället digitaliserats kan även några av de snabbväxande företagen dela ut en stor del av räkenskapsperiodens vinst. Detta beror på att tillväxten inte nödvändigtvis binder lika mycket

kapital tack vare tidigare investeringar som möjliggör en skalbar verksamhet (Kauppalehti, 2020).

Under de senaste decennierna har även dividendbeloppen som delas ut på den finska marknaden ökat markant. Den totala utdelningen av dividender på den finska börsmarknaden illustreras i figur ett nedan (Kauppalehti, 2020). År 2000 var det totala utdelade dividendbeloppet 6 miljarder, medan motsvarande belopp år 2010 var 7,8 miljarder. År 2017 uppgick det utdelade beloppet till 11,7 miljarder, och har sedan dess utvecklats positivt för att år 2019 uppnå 13,8 miljarder. Det är det högsta beloppet som delats ut hittills under 2000-talet (Kauppalehti, 2020). Ur figur ett ovan framgår även att trots att fluktuationer i dividendbeloppen förekommit har trenden tydligt varit att beloppen ökat år för år.



Figur 1: Den totala dividendutdelningen under 2000-2019 på den finska börsmarknaden (Kauppalehti, 2020).

Under de senaste tio åren har börsnoterade bolag i Finland vanligtvis delat ut 60-80 procent av det utdelningsbara egna kapitalet. I jämförelse av den genomsnittliga utdelningsgraden mellan Finland och övriga Europa, har dividendpolitiken i finska bolag varit mer generös i snitt än i övriga Europa. Utdelningsgraden i finska bolag är även ungefär dubbelt större än utdelningsgraden i amerikanska storföretag (Kauppalehti, 2021b). Det kan därmed konstateras, att utdelningen utgör en central del av de finländska bolagens bolagskultur.

1.2 Problemområde

Dividendutdelningarna under extraordinära förhållanden har tidigare studerats utgående från en hel del olika teorier och med hjälp av olika variabler, men ännu finns det inget entydigt svar på frågan vilka variabler som påverkar dividendutdelningen. Tidigare studier inom området fokuserar även främst på dividendutdelningarna ur ett amerikanskt eller globalt perspektiv, vilket innebär att det finns en informationslucka gällande utdelningarna på den finska marknaden. Avhandlingen strävar efter att fylla denna informationslucka.

Enligt Al-Malkawi, Rafferty och Pillai (2010) finns det tre grundantaganden gällande dividendutdelningsteorier. Det första antagandet är att utdelningen ökar ett företags värde ("bird-in-the-hand"-teorin), det andra att utdelningen minskar företagets värde (teorin om skatteeffekten), och det tredje antagandet innebär att utdelningen är irrelevant och att alla resurser som hänförs till själva utdelningsbeslutet är onödiga (irrelevansteorin). Utöver dessa teorier finns det även teorier som utgår från aktieägarnas preferenser (dividend catering-teorin och teorin om klienteffekten). Dessutom finns det flera andra teorier som ytterligare ökar komplexiteten i det så kallade dividendpusslet. Dessa faktorer utgörs exempelvis av att dividender anses fungera som ett signaleringsverktyg (signaleringsteorin), att utdelningen baseras på tidigare vinster (dividend smoothing-teorin), att dividender minskar agentkostnaderna (agentteorin), att utdelningen påverkas utgående från bolagets utvecklingsfas (livscykelteorin) och utgående från finansieringssätt och tillväxtpotentialer (pecking order-teorin).

Alla dessa teorier presenteras i teorikapitlet, med syftet att identifiera vilka variabler som kan påverka dividendutdelningen. Endast de teorier som anses vara relevanta utgående från studiens undersökningssändamål inkluderas i studien. Eftersom de tre förstnämnda teorierna ("bird-in-the-hand"-teorin, teorin om skatteeffekten och irrelevansteorin) baseras på hur utdelningarna påverkar ett bolags värde, kommer de kort att presenteras men inte inkluderas närmare i studien. Även teorierna som utgår från aktieägarnas preferenser (dividend catering-teorin och teorin om klienteffekten) presenteras kort men inkluderas inte närmare i studien. De övriga teorierna (signaleringsteorin, livscykelteorin, pecking order-teorin, agentteorin och dividend smoothing-teorin) presenteras mer noggrant i studien.

1.3 Avhandlingens syfte och avgränsningar

Syftet med avhandlingen är att undersöka vilka variabler som påverkat dividendutdelningarna under pandemin i finländska börsbolag listade på Nasdaq OMX Helsingfors, samt ifall variablerna skiljer sig åt i jämförelse med innan pandemin. Variablerna utgörs både av finansiella nyckeltal samt andra variabler utgående från tidigare studier och teori. I studien undersöks både vilka variabler som påverkat dividendutdelningarna överlag under pandemin samt vilka variabler som är signifikanta när enbart de situationer där dividendutdelningarna har minskat analyseras. För att analysera pandemins inverkan på dividendutdelningarna analyseras både en tidsperiod innan pandemin och en tidsperiod under pandemin. Datan som används baseras främst på bokslutsdata och andra offentliga data från tidsperioden 2016-2020.

1.4 Fortsatt disposition

I det följande kapitlet presenteras aktiebolagens utdelning av medel ur ett rättsligt perspektiv. Kapitlet innefattar även centrala aspekter om beskattningen kring dividender och dividendutdelningar överlag. I det tredje kapitlet presenteras olika dividendutdelningsteorier och i kapitel fyra presenteras tidigare studier. I det femte kapitlet beskrivs studiens metod samt de nyckeltal som inkluderas i studien, och datan som används i studien presenteras i kapitel sex. Studiens resultat och diskussion kring resultatet presenteras i kapitel sju, och därpå följer avhandlingens sammanfattning i kapitel åtta.

2 Dividendutdelning

I kapitlet redogörs för dividendutdelningar ur ett rättsligt perspektiv samt för beskattningen av dividender.

2.1 Utdelning av medel ur ett rättsligt perspektiv

Enligt Regeringens proposition till Riksdagen med förslag till ny lagstiftning om aktiebolag (109/2005) var riktlinjerna för utdelning av medel i aktiebolag något annorlunda innan den nuvarande Aktiebolagslagen (624/2006). Utbetalningen av medel bedömdes i huvudsak baserat på balansräkningen för den föregående räkenskapsperioden. I lagstiftningen fanns det inget egentligt omnämnande om solvens, men i litteratur och i rättspraxis ansågs det höra till bolagets styrelse att bedöma om bolaget fortfarande har utdelningsbara medel. Det ansågs även höra till bolagsledningens omsorgsplikt att försäkra sig om att bolaget fortfarande är solvent även efter utbetalningen av medel. Utgångspunkten för den gällande lagen var därmed att det fria egna kapitalet i aktiebolagets balansräkning utvisar vad som kan delas ut till aktieägarna, medan lagen inte uppställde några andra förutsättningar för vinstutdelningen (Regeringsprop.109/2005 rd).

En av orsakerna till att det upplevdes att regleringen kring utbetalning av medel måste reformeras, var införandet av IAS och IFRS-standarderna i Finland. Det motiverades med att balansräkningarna i större utsträckning än tidigare kommer innehålla icke-realiserade uppskrivningar, och att den ekonomiska verksamheten blir mera komplicerad och även så värderingen av de förmögenhetsposter som ska tas upp i balansräkningen. Exempelvis vid företagsköp kan värderingen av balansposterna påverkas dels av det förvärvade bolagets affärsvärde och dels av köpets förväntade skal- och synergieffekter. Egendomens balansvärde ansågs därmed inte nödvändigtvis ge en rättvisande bild av verksamheten. Huvudsyftet med standarderna ansågs vara att ge en mer fullständig bild av bolagets ekonomiska situation, och inte att fastställa den utdelningsbara vinsten (Regeringsprop.109/2005 rd).

Vid utformningen av den nya aktiebolagslagen togs även utvecklingen av de nordiska, de kontinentaleuropeiska och de angloamerikanska ländernas aktiebolagslagar i beaktande. I dessa betonades betydelsen av solvens väldigt starkt vid utbetalning av medel. Dessutom konstaterades den internationella riktningen luta mot att traditionella borgenärsskyddssystem baserade på aktiekapitalets bufferteffekt ifrågasätts, medan vikten av att bolaget är solvent

efter utbetalningen får en mer central roll. Därmed utformades förutsättningen att det då betalningsbeslutet fattades inte var eller borde varit känt att bolaget var insolvent eller att utbetalningen skulle leda till insolvens. Syftet med förslaget är att försäkra att bolaget upprätthåller sina verksamhetsförutsättningar och därmed även effektivisera borgenärsskyddet (Regeringsprop.109/2005 rd).

I den nuvarande Aktiebolagslagen (624/2006) 13 kap 1§ stadgas aktiebolagens möjligheter till utbetalning av medel. Ett aktiebolag kan endast dela ut medel enligt följande:

- 1) Utbetalning av vinst och utbetalning från en fond som hör till det fria egna kapitalet i bolaget,
- 2) Minskning av aktiekapitalet enligt Aktiebolagslagens (624/2006) 14 kapitel,
- 3) Inlösen och förvärv av egna aktier enligt 3 och 15 kapitlet i Aktiebolagslagen (624/2006), samt genom
- 4) Avregistrering och upplösning av bolaget enligt kapitel 20 i Aktiebolagslagen (624/2006).

Övriga affärshändelser som utan någon affärsekonomisk grund leder till att företagets skulder ökar eller dess tillgångar minskar anses vara olaglig utbetalning av medel. Till olaglig utbetalning hör även utbetalningar då bolaget är insolvent. Det innebär att utbetalningar som skett ifall det varit känt eller borde varit känt att bolaget var insolvent då betalningsbeslutet fattades, eller att utbetalningen skulle leda till insolvens, är olagliga utbetalningsbeslut. Medel får inte heller betalas ut ur företaget innan det registrerats (Aktiebolagslagen 624/2006, 13 kap 1§ resp. 2§).

Det finns ingen egentlig definition av begreppet soliditet (betalningsförmåga) i Aktiebolagslagen, vilket leder till vissa utmaningar för att fastställa begreppets innebörd. Insolvens behandlas bland annat i Konkurslagen (120/2004) och Lagen om återvinning till konkursbo (758/1991). Enligt Konkurslagen (120/2004) 2 kap 1§ och Lagen om återvinning till konkursbo (758/1991) 1 kap 4 § är ett företag insolvent då gäldenären inte kan betala tillbaka sina skulder när de infaller till betalning och denna oförmåga är varaktig. En gäldenär anses vidare vara insolvent enligt Konkurslagen (120/2004) 2 kap 3§ då denna har ställt in sina betalningar, en utsökning under de senaste sex månaderna innan konkursansökan har visat att gäldenären saknar medel till betalningen av fordran, samt då den bokföringsskyldiga

gäldenären har underlåtit att betala en klar och förfallen fordran inom 30 dygn efter att borgenären delgivit krav på betalning. Sammanfattningsvis kan det konstateras att insolvens enligt tidigare nämnda lagar innebär en varaktig oförmåga att kunna betala tillbaka sina skulder.

Enligt Aktiebolagslagen (624/2006) 13 kap 3§ ska utbetalningen av medel basera sig på det senaste fastställda bokslutet. Ifall bolaget enligt lag eller bolagsförordningen är skyldigt att välja en revisor, ska bokslutet även vara reviderat. Då utbetalningen sker, bör även väsentliga förändringar i bolagets ekonomiska ställning som skett efter att bokslutet upprättats beaktas. Enligt Aktiebolagslagen (624/2006) 13 kap 4§ ska medel som utbetalats i strid mot Aktiebolagslagens (624/2006) föreskrifter betalas tillbaka till bolaget, om mottagaren insåg eller borde ha insett att utbetalningen av medel skedde i strid mot bolagsordningen eller lagen. En årlig ränta enligt Räntelagen (633/1982) ska tilläggas på det belopp som återbetalas.

Bestämmelsen i Aktiebolagslagen (624/2006) 13 kap 3§ tillåter även att dividender delas ut under den pågående räkenskapsperioden som en så kallad interimistisk dividend. Denna interimisutdelning ska grunda sig på ett mellanbokslut som fastställts av en extraordinarie bolagsstämma. Även mellanbokslutet ska vara reviderat ifall bolaget enligt lag eller bolagsstämma är skyldigt att välja revisor (Skatteförvaltningen, 2021c). Enligt Bokföringsnämnden (2008) ska interimistiska dividender redovisas som en separat post under en specifikation av det egna kapitalet i noterna i bokslutet som fastställs för hela räkenskapsperioden.

2.2 Beskattning av dividender

Beskattningen av dividendinkomster skiljer sig åt beroende på om dividenden utdelas från ett noterat eller onoterat bolag, delvis för att undvika dubbelbeskattning. Även beskattningen av utländska och inhemska aktier skiljer sig åt, men i detta kapitel kommer endast beskattningen av inhemska aktier beskrivas närmare.

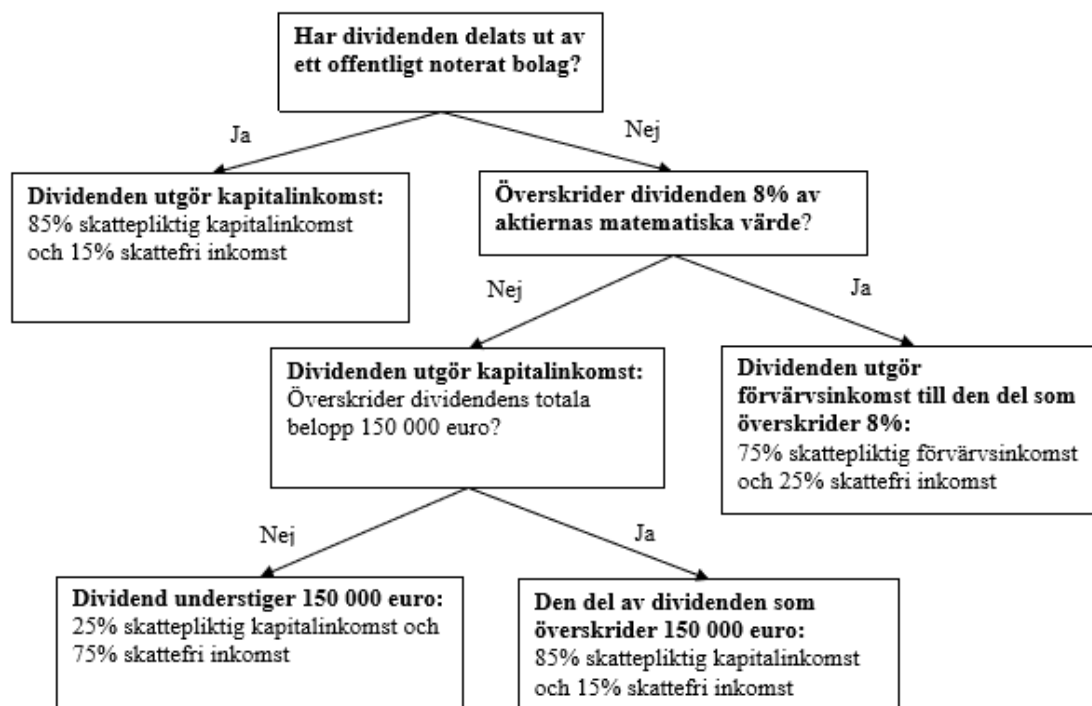
2.2.1 Beskattning av fysiska personer och dödsbon

Noterade bolag anses vara listade börsbolag, vars aktier är objekt för offentlig handel på börsmarknaden (Skatteförvaltningen, 2021a). Enligt Inkomstskattelagen (1535/1992) 2 kap

33a§ utgör 85 procent kapitalinkomst och 15 procent skattefri inkomst av dividendinkomster från offentligt noterade bolag. Skattesatsen för kapitalinkomster av noterade bolag är 30 procent på det kapital som uppgår till 30 000 euro, och på den del som överskrider 30 000 euro tillämpas en skattesats på 34 procent (Skatteförvaltningen, 2021a). I praktiken sker betalningen av skatten genom att bolaget som delar ut dividenden gör en förskottsinnehållning på 25,5 procent på dividendens totalbelopp innan den betalas åt aktieägaren. Denna förskottsinnehållning betalas därefter till Skatteförvaltningen (Skatteförvaltningen, 2021a).

Onoterade bolag definieras som bolag vars aktier inte är föremål för handel på börsen. Dividendinkomster från onoterade bolag fördelas i skattepliktig kapitalinkomst och (eller) skattepliktig förvärvsinkomst samt skattefri inkomst. Till skillnad gentemot dividender från noterade bolag, beror beskattningen av onoterade aktier på dividendens procentandel av det matematiska värdet på aktierna. Det matematiska värdet beräknas som bolagets nettoförmögenhet enligt bokslutet för föregående år dividerat med antalet aktier i bolaget som finns på marknaden enligt bokslutet (Skatteförvaltningen, 2021b).

Ifall dividenden utgör högst 8 procent av det matematiska värdet på aktierna är det frågan om en kapitalinkomstdividend. I de fall då kapitalinkomstdividenden är högst 150 000 euro utgör 75 procent av beloppet skattefri inkomst, medan 25 procent anses vara skattepliktig kapitalinkomst. Till den del dividenden överstiger 150 000 euro är 15 procent av beloppet skattefri inkomst och 85 procent skattepliktig kapitalinkomst. Alla dividender som fås av onoterade bolag under samma år räknas ihop och beskattas enligt dividendernas totalbelopp. Gränsen på 150 000 är därmed delägarspecifik (Skatteförvaltningen, 2021b). I de fall där dividenden överstiger 8% av aktiernas matematiska värde, kallas den överstigande delen för förvärvsinkomstdividend. För förvärvsinkomstdividender gäller följande indelning: 25 procent utgör skattefri inkomst och 75 procent består av skattepliktig förvärvsinkomst. Eftersom dividenden klassas som förvärvsinkomst, beskattas den även progressivt. Figuren nedan visar hur dividender beskattas för privatpersoner och dödsbon (Skatteförvaltningen, 2021b):



Figur 2: Figuren ovan beskriver hur dividender beskattas för privatpersoner och dödsbon (Skatteförvaltningen, 2021b).

2.2.2 Beskattning av samfund

Beskattningen av dividender skiljer sig åt beroende på mottagarens juridiska form.

Dividender som delats ut av ett inhemskt onoterat bolag utgör alltid skattefri inkomst. Även dividender som delas ut av offentligt noterade bolag är skattefri inkomst, ifall dividendmottagaren är ett annat offentligt noterat bolag. Dividender som delas ut av offentligt noterade bolag till onoterade bolag anses vara skattefri inkomst ifall dividendmottagaren (det onoterade bolaget) äger minst tio procent av aktiekapitalet i utdelningsbolaget (det offentligt noterade bolaget). Ifall ägarandelen understiger tio procent, anses dividenden i sin helhet utgöra beskattningsbar inkomst. Tabellen nedan beskriver beskattningen av inhemska samfund i Finland (Skatteförvaltningen, 2021c).

Dividendutdelare	Dividendmottagare	Beskattning av dividendmottagaren
Offentligt noterade och onoterade bolag	Offentligt noterade bolag	Dividender utgör skattefri inkomst.
Onoterade bolag	Onoterade bolag	Dividender utgör skattefri inkomst.
Offentligt noterade bolag	Onoterade bolag	Om dividendmottagaren direkt äger minst tio procent av aktiekapitalet, utgör dividender skattefri inkomst. Om ägarandelen är mindre än tio procent, är dividenden i sin helhet skattepliktig inkomst.
Offentligt noterade bolag och onoterade bolag	Bolag som inte bedriver näringsverksamhet eller jordbruk, och som inte är ett aktiebolag eller andelslag	Dividender som hänförs till bolagets personliga förvävskälla utgör skattepliktig inkomst i sin helhet, ifall det inte är fråga om ett allmännyttigt samfund eller samfund som är helt eller delvis befriade från inkomstskatt.

Tabell 1: Skatteförvaltningens (2021c) tabell ovan beskriver beskattningen av dividender för inhemska samfund. Ur tabellen kan utläsas, att dividender från inhemska bolag i de flesta fall utgör skattefri inkomst men att det även finns undantag baserat på bolagsform.

Dividender från inhemska samfund utgör skattepliktig inkomst för samfund enbart i tre olika situationer (Skatteförvaltningen, 2021c):

1. Dividenden beskattas i sin helhet då utdelaren är ett offentligt noterat bolag och mottagaren är ett onoterat bolag, och mottagarens äger mindre än tio procent av aktiekapitalet i utdelaren.
2. Dividenden som hör till samfundets personliga förvävskälla utgör skattepliktig inkomst i sin helhet, då dividendmottagaren inte är ett bostadsaktiebolag, ett andelslag som är jämförbart med ett bostadsaktiebolag eller ett ömsesidigt fastighetsaktiebolag.
3. Dividender som härstammar från aktier som ingår i penningstinstitut, försäkringsanstalters och pensionsanstalters investeringstillgångar utgör 75 procent skattepliktig inkomst och 25 procent beräknas vara skattefri inkomst. Sådana investeringstillgångar utgörs av värdepapper som anskaffats för investering av medel eller för tryggnad av investeringar.

2.3 Kapitalåterbäringar

Istället för att dela ut dividender kan bolag även återbetala kapital till aktieägarna. Med kapitalåterbäring menas utdelning av tillgångar som inflytt i aktiebolaget i form av

kapitalplaceringar. Kapitalet kan återbäras från fonden för fritt eget kapital eller från det bundna egna kapitalet i bolaget, exempelvis från en reservfond eller överkursfond (Skatteförvaltningen, 2021d). I studiens datamaterial använder sig bland annat Glaston Oyj och Suominen Oyj av kapitalåterbäringar vid utdelning av medlen.

Utbetalning av medel från ett offentligt bolags fond som hänförs till det fria egna kapitalet beskattas sedan år 2014 alltid som dividendinkomster. Utbetalningar av medel från övriga än offentligt noterade bolags fonder som hör till det fria egna kapitalet beskattas i huvudsak som dividendinkomster, medan återbetalningar av kapital beskattas som överlåtelse av värdepapper ifall följande två krav uppfylls: dividendmottagaren ska kunna redogöra för att denna i återbetalning får en tidigare kapitalplacering i bolaget och att det gått högst tio år från denna kapitalplacering. För att återbetalningen ska beskattas enligt bestämmelserna för överlåtelse av värdepapper förutsätts därmed att det gäller återbetalning av medel som aktieägaren tidigare investerat i bolaget. Den eventuella vinst som uppstår vid återbetalningen av kapitalet ska beräknas skilt för varje aktie, så att beloppet på det återbetalda kapitalet minskas med anskaffningsutgiften på den aktie på vilket kapitalet har återbetalats. Vid återbetalning av kapital kan det inte uppstå förluster, eftersom det från anskaffningsutgiften högst får dras av det belopp som betalats på aktien vid återbetalningen (Skatteförvaltningen, 2021d).

3 Dividendutdelningsteorier

I kapitlen nedan presenteras följande dividendutdelningsteorier: irrelevansteorin, bird-in-the-hand-teorin, teorin om skatteeffekten, signaleringsteorin, agentteorin, pecking order-teorin, dividend smoothing-teorin, livscykelteorin, dividend catering-teorin samt teorin om klienteffekten.

Dividendutdelningar har tidigare studerats utifrån en mängd olika teorier, och kan sinsemellan framstå som väldigt olika i jämförelse med varandra. Teorierna presenteras i studien främst med syftet att kunna identifiera vilka variabler som kan påverka dividendutdelningarna. Som tidigare nämnt i avhandlingens inledning, kommer endast de teorier inkluderas i studien som anses vara relevanta under förhållanden där en extern faktor påverkar dividendutdelningen (vilket utgörs av coronapandemin i avhandlingen).

3.1 Irrelevansteorin

Millers och Modiglianis (1961) utformade irrelevansteori utgör en av de mest grundläggande teorierna inom forskningsområdet kring dividendutdelningar. Millers och Modiglianis (1961) studier kring utdelningspolitik baseras på att ifall följande tre antaganden uppfylls, påverkar bolagets dividendutdelningar inte bolagets värde. För det första, utgås det ifrån att på en perfekt fungerande kapitalmarknad har alla intressenter tillgång till exakt samma information. Det vill säga, ingen insiderinformation existerar på marknaden. Dessutom förutsätts att det inte krävs någon hänsyn till diverse kostnader som exempelvis beskattnings- eller transaktionskostnader. Det andra antagandet innebär att investerare följer ett rationellt beteende, det vill säga att investerare i varje situation föredrar det alternativ som är mest vinstbringande. Det tredje och sista antagandet baseras på en perfekt säkerhet. Det innebär att investerare har en fullständig trygghet kring framtida vinster och att de faktiskt realiserar (Miller & Modigliani, 1961). Ifall dessa tre kriterier uppfylls, spelar det på en perfekt marknad inte någon roll huruvida ett företag återinvesterar kapitalet eller delar ut det, eftersom det enligt Miller och Modigliani (1961) inte påverkar aktieägarnas förmögenhet.

Ett företags dividendpolitik är därmed irrelevant för investerare, eftersom de själva kan påverka sina kassaflöden utgående från de egna behoven av kapital. Ifall ett bolag delar ut dividender, kan investeraren välja mellan att återinvestera dividendbeloppet eller alternativt sälja en del av sina aktier för att få mera kapital (Miller och Modigliani, 1961).

Utgångspunkten i irrelevansteorin är därmed att bolagets investeringsmöjligheter är det som skapar det verkliga värdet för bolaget och dess aktieägare. Det innebär att aktieägarnas avkastning härrör från de investeringar som bolaget gör, och därmed borde dividendutdelningsbeslutet vara irrelevant för aktieägarna.

Miller och Modiglianis (1961) irrelevansteori har undersökts och analyserats åtskilliga gånger, och teorin har kritiserats främst på grund av de kriterierna teorin förutsätter. Eftersom irrelevansteorin förutsätter rationella investerare på en perfekt marknad där inga informationsasymmetrier, transaktionskostnader eller intressekonflikter förekommer, menar Ball, Brown, Finn och Officer (1979) att det i praktiken medför svårigheter att testa irrelevansteorin. Enligt Ball et al. (1979) förekommer det vanligtvis imperfektioner på marknaden som bör beaktas, som exempelvis beskattningsrelaterade faktorer.

3.2 Signaleringssteorin

Den andra dividendutdelningsteorin som presenteras är signaleringssteorin. Enligt signaleringssteorin använder bolagets ledning utdelningen som ett kommunikationsmedel med syftet att kommunicera med intressenterna på aktiemarknaden. Genom höjningar av utdelningsbeloppen kan ledningen signalera om förväntade höjda kassaflöden och ett åtagande om att upprätthålla en högre utdelningsnivå till aktiemarknaden. Genom sänkningar av utdelningen kan bolaget vice versa signalera om sämre förväntningar. Därmed upplevs en ökning av utdelningen som en positiv signal om framtida intäkter samt företags förmåga att generera långsiktiga kassaflöden, och en sänkning av utdelningen anses utgöra en negativ signal gällande framtidsutsikterna (Bhattacharya, 1979; Cheng, Fung & Leung, 2007). Detta innebär att utdelningspolitiken utgör ett viktigt kommunikationsmedel mellan bolaget och aktiemarknaden (Ross, 1977).

För att utdelningen ska kunna fungera som ett kommunikationsmedel, förutsätts två villkor. För det första bör ledningen besitta intern information om bolagets framtida utsikter samt ha incitament att förmedla denna information till marknaden. Vanligtvis förekommer informationsasymmetri på marknaden (Al-Malkawi et al., 2010). Det är exempelvis vanligt att ledningen besitter information som övriga intressenter saknar, och därmed har ledningen bättre möjligheter att utvärdera företags värde (Bhattacharya, 1979). För det andra bör signalen som sänds ut vara sann. Det innebär att ett företag med dåliga framtidsutsikter inte

bör kunna efterlikna och sända ut falska signaler till marknaden genom att öka utdelningen. Marknaden bör därmed kunna lita på att signalen som sänds ut är sann.

Ifall dessa villkor uppfylls borde marknaden reagera positivt inför tillkännagivanden om ökade utdelningar och negativt inför övriga tillkännagivanden. I samband med utdelningsbeslut och -förändringar fluktuerar även vanligtvis även aktiernas värde (Al-Malkawi et al., 2010). Liljebloom, Mollah och Rotter (2013) påpekar att faktumet att aktiekurserna reagerar på utdelningsförändringarna bekräftar att utdelningen de facto har ett visst informationsinnehåll. Ifall ett bolag höjer dividendutdelningen kan investerare investera i bolaget eftersom de uppfattar höjningen som att bolaget har goda framtidsutsikter, vilket i sin tur leder till att aktiepriset höjs. Om bolaget däremot sänker dividendutdelningen eller inte alls delar ut dividender, kan det leda till att aktiernas marknadspris minskar (Michaely, Thaler, & Womack, 1995; Cheng et al., 2007).

Minskningar av utdelningsnivån betyder dock nödvändigtvis inte att bolagets framtidsutsikter försämras. Bhattacharya (1979) påpekar att minskningen helt enkelt kan bero på att bolag har lönsamma kort- och långsiktiga investeringsmöjligheter som förväntas generera avkastning på lång sikt. Även Al-Malkawi et al. (2010) påpekar att förändringar i utdelningsnivån inte alltid används som verktyg för att signalera om bolagets framtidsutsikter, utan ibland har bolaget helt enkelt andra ändamål för kapitalet istället för att dela ut det.

I tidigare studier enligt signaleringsteorin har det funnits belägg som talar både för och emot signaleringsteorin. I studierna undersöks främst två huvudområden: ifall förändringarna i dividendutdelningar kan signalera om bolagets framtidsutsikter samt huruvida förändringar i dividendutdelningar påverkar aktiemarknaden. Bland annat Michaely et al. (1995) och Bali (2003) finner stöd för argumentet att dividendutdelningarna har ett visst informationsvärde, i och med att öknings av dividendbeloppet leder till en ökning i aktiekursen medan minskningar och utelämnanden av dividendutdelningar leder till minskningar i aktiekursen. Brook, Charlton och Hendershott (1998) finner även evidens för att bolagens utdelningspolitik används för att signalera om framtida öknings i bolagets kassaflöden i sin studie.

Det finns även studier som ifrågasätter signaleringsteorin och faktumet att dividendutdelningen har ett informationsvärde som beskriver bolagets framtidsutsikter.

Exempelvis DeAngelo, DeAngelo och Skinner (1996) undersöker sambandet mellan bolagens utdelningsbeslut och framtida intäktsströmmar i totalt 145 bolag under tidsperioden 1980 till 1987, men hittar inget stöd för att utdelningarna skulle signalera företagets framtidsutsikter. DeAngelo et al. (1996) konstaterar att detta främst beror på tre faktorer. Den första är att det vanligtvis finns en överoptimism hos ledningen om framtida intäktsströmmar, vilket innebär att ledningen överestimerar framtida intäkter när bolagets tillväxtutsikter de facto bleknar. Detta leder i sin tur till att ledningen med hjälp av dividenderna sänder ut för positiva signaler till marknaden som inte representerar verkligheten. Signalen är därmed inte sann. Vidare argumenterar författarna för att det negativa sambandet mellan dividender och signalering kan bero på att ledningen vanligtvis ökar dividendbeloppen väldigt lite i jämförelse med resultatet och kassaflödet. När denna ökning är liten till beloppet kan ledningen skicka alltför positiva utdelningssignaler till låg kostnad, vilket enligt skribenterna leder till att signalens trovärdighet försvagas. Den sista orsaken innebär att ledningen gör misstag gällande utdelningsförändringarna på grund av dålig information kring framtida intäktsströmmar.

Det finns även studier som undersöker signaleringsteorins samband med dividendutdelningsmönstren. Exempelvis Tse (2005) undersöker bolags dividendutdelningsmönster för att ta reda på huruvida mönstret överensstämmer med signaleringsteorin. Tse (2005) konstaterar att signaleringsteorin inte kan appliceras på alla bolag i studien, men att större bolag har en större tendens att använda dividender som signaleringsinstrument. Detta stödjer argumenten att enbart stora bolag är tillräckligt utvecklade för att använda dividenderna som ett signaleringsinstrument samt att investerare generellt sett litar mera på stora bolag än på mindre (Tse, 2005). Även Denis och Osobov (2008) konstaterar att ifall dividendutdelningarna skulle drivas av behovet att signalera till intressenterna, skulle dividender främst betalas av små och olönsamma bolag eftersom de är i större behov av att signalera sina framtidsutsikter till marknaden. Enligt Denis och Osobov (2008) betalas dock majoriteten av dividenderna av stora och lönsamma bolag, vilket därmed går emot signaleringsteorin.

3.3 Agentteorin

Den tredje teorin som presenteras är agentteorin. Agentteorin beskriver förhållandet mellan principalen (i detta fall aktieägarna) och agenterna (i detta fall bolagets ledning). Förhållandet mellan dessa baseras på att principalen (aktieägarna) har gett sitt samtycke till att agenten (bolagets ledning) handlar för principalens räkning, exempelvis genom att delegera beslutsfattandet till agenten. Agentens uppgift är därmed att förvalta detta förtroende genom att handla enligt principalens bästa. En av teorins grundstenar är dock att individer är nyttomaximerare (och därmed strävar efter att maximera sin egen belöning) vilket leder till att det finns incitament att tro att agenten inte alltid handlar enligt principalens bästa. Istället för att handla enligt principalens intressen, kan agenten därmed ägna sig åt aktiviteter som maximerar dennes personliga vinst. Detta kan i sin tur leda till att principalen exempelvis vill övervaka agentens handlingar och eventuellt hindra oönskade aktiviteter, med målet att trygga sina egna intressen. Detta ger upphov till agentkostnader, vilket definieras som kostnader som uppstår då agenten prioriterar sina egna intressen framför principalens (Jensen & Meckling, 1976).

Enligt Jensen och Meckling (1976) finns det tre olika typer av agentkostnader: principalens övervakningskostnader, agentens förbindelsekostnader och residualförluster.

Övervakningskostnaderna uppstår då principalen vill övervaka agentens handlingar och eventuellt hindra oönskade aktiviteter, med målet att trygga sina egna intressen. Sådana kostnader är exempelvis införandet av restriktioner, budgetar och regler. Principalen kan även övervaka över agenten via förbindelsekostnader, genom att betala agenten som kompensation för att genomföra aktiviteter som inte skadar principalen. Om de handlingar som agenten utför däremot skadar principalen, kompenseras principalen genom att erhålla en betalning av agenten. Det är dock i princip omöjligt för principalen att utan kostnader styra agenten till att alltid handla i principalens intresse, utan det handlar om att hitta ett optimalt läge mellan kostnad och säkerhet för att styra agenten till att handla enligt principalens bästa.

Residualförluster uppstår då det finns en skillnad mellan agentens beslut och det beslut som skulle maximera principalens nytta. Eftersom sannolikheten är stor att agenten inte alltid handlar enligt principalens bästa, ger detta därmed upphov till en residualförlust för principalen.

Easterbrook (1984) presenterar även två sorters agentkostnader relaterade till dividender, vilka utgörs av företagsledningens övervakning (nämnd ovan) och riskaversion. Enligt Easterbrook (1984) kan dessa kostnader minskas genom dividendutdelning. Genom att dela ut dividender och därmed även minska det tillgängliga fria kassaflödet som är under ledningens kontroll, förhindras även att ledningen investerar kapitalet i olönsamma investeringar (Al-Malkawi et al., 2010). Det kan innebära att bolaget åtminstone delvis måste finansieras med externt kapital, vilket leder till att skuldsättningen och riskerna inom bolaget ökar. Det externa kapitalet fungerar därmed som en övervakningsfunktion, eftersom kreditinstitut och eventuellt andra borgenärer övervakar bolagets finansiella situation och återbetalningsförmågan av lånen. Därmed minskas även övervakningskostnaderna mellan aktieägarna och ledningen (Easterbrook, 1984).

Kostnaderna relaterade till riskaversion innebär kostnaderna som uppstår då ledningen väljer ett säkrare alternativ framom ett mer riskfyllt, och dessa kostnader uppstår främst då ledningen prioriterar sin egen risk. En sämre investering kan exempelvis leda till att den som fattat investeringsbeslutet riskerar att mista sin arbetsplats, och därmed prioriterar ledningen beslut med mindre risk (och även generellt sett lägre avkastning). Aktieägare däremot är mera intresserade av investeringar med högre risker (och därmed även förväntad högre avkastning), eftersom aktieägarna fördelar riskerna i sina aktieportföljer och därmed endast är utsatta för systematisk risk (risk som inte går att diversifiera). Detta kan emellertid leda till oenigheter mellan obligationsinnehavarna och aktieägarna, eftersom obligationsinnehavarna även bär riskerna för misslyckanden och därmed föredrar att bolaget följer det som avtalats vid obligationen emitterats istället för att ta onödiga risker. Genom dividendutdelningarna tillfaller medlen aktieägarna istället för att gå till obligationsinnehavarna, vilket kan bli problematiskt ifall bolagets finansiella situation är svag. För att förhindra detta, kan obligationsinnehavarna försöka kontrollera detta genom att inkludera kontraktsbaserade klausuler gällande utdelningarna eller genom att höja skuldens räntebelopp (Easterbrook, 1984).

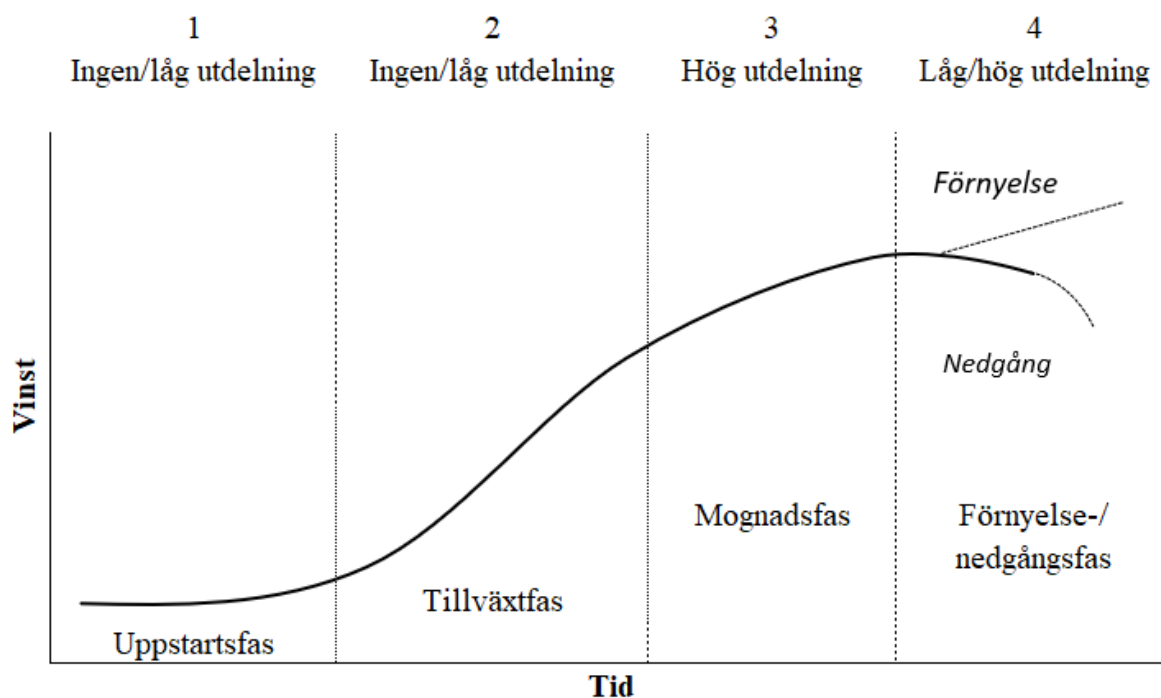
Både Rozeff (1982) och La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny (2000) finner evidens i sina studier som stöder agentteorin. Rozeff (1982) konstaterar bland annat att dividendutdelningarna ökar transaktionskostnaderna för externt kapital, att och att dividendutdelningar minskar agentkostnaderna mellan bolagsledningen och aktieägarna. La Porta et al. (2000) påpekar att aktieägare med sämre rättsligt skydd oftare vill ha utdelning

oavsett de investeringsmöjligheter som finns tillgängliga, vilket anses vara en av följderna av agentkostnader för ett dåligt rättsligt skydd. Dessa studier presenteras närmare i kapitlet om tidigare studier.

3.4 Livscykelteorin

Livscykelteorin baseras på att bolaget befinner sig i olika faser under sin verksamhetstid, och att bolaget delar ut dividender baserat på i vilken fas det befinner sig. Dessa faser utgörs av uppstartsfasen, tillväxtfasen, mognadsfasen och nedgångsfasen (eller alternativt förnyelsefasen). Teorins utgångspunkt är att dividender i huvudsak betalas av mogna bolag som varit verksamma under en längre tid (Mueller, 1972; DeAngelo, DeAngelo & Stulz, 2006).

Teorin förespråkar att bolag som befinner sig i de tidiga faserna har bättre investeringsmöjligheter och en sämre förmåga att generera kassaflöden i jämförelse med bolag som varit verksamma under en längre tid. Enligt teorin är det därmed mest optimalt att använda det kapitalet som finns tillgängligt under bolagets första stadier till att finansiera bolagets tillväxt. Då bolagen varit verksamma under en längre tid kommer investeringsmöjligheterna att minska medan både lönsamheten och förmågan att kunna generera kassaflöden ökar (Coulton & Ruddock, 2011). I denna fas kommer utdelningarna vara höga i och med att bolaget inte gör nya investeringar i lika hög grad som tidigare, vilket leder till att det finns tillgängligt fritt kapital som kan betalas till aktieägarna i form av dividendutdelningar (Grullon, Michaely & Swaminathan, 2002). Bolag med låg tillväxttakt och stark lönsamhet har vanligtvis större benägenhet att dela ut dividender, medan bolag med hög tillväxt och svag lönsamhet tenderar att behålla kapitalet inom bolaget istället för att dela ut det (DeAngelo et al., 2006).



Figur 3: Figuren ovan illustrerar de olika faserna enligt livscykelteorin. I uppstartsfasen och tillväxtfasen är dividendutdelningarna låga eller icke-existerande, medan dividendutdelningarna är som högst i mognadsfasen. Mognadsfasen följs av antingen förnyelsefasen (hög dividendutdelning) eller nedgångsfasen (låga dividendutdelningar).

Enligt teorin är därmed dividendutdelningarna är låga eller icke-existerande i de två första faserna, vilka utgörs av uppstartsstadiet och tillväxtfasen. Detta beror på att bolaget prioriterar nya investeringar framför att dela ut kapitalet, för att kunna ta tillvara på de tillväxtpotentialerna som finns tillgängliga. Då bolaget vuxit har även investeringspotentialerna minskat, och bolaget befinner sig därmed i den tredje fasen, som utgörs av mognadsfasen. I mognadsfasen är utdelningarna höga, på grund av att investeringar inte görs i lika hög grad som tidigare (Mueller, 1972). En ökning av dividendbeloppen indikerar därmed på att ett företag förflyttat sig till mognadsfasen. (Grullon et al., 2002).

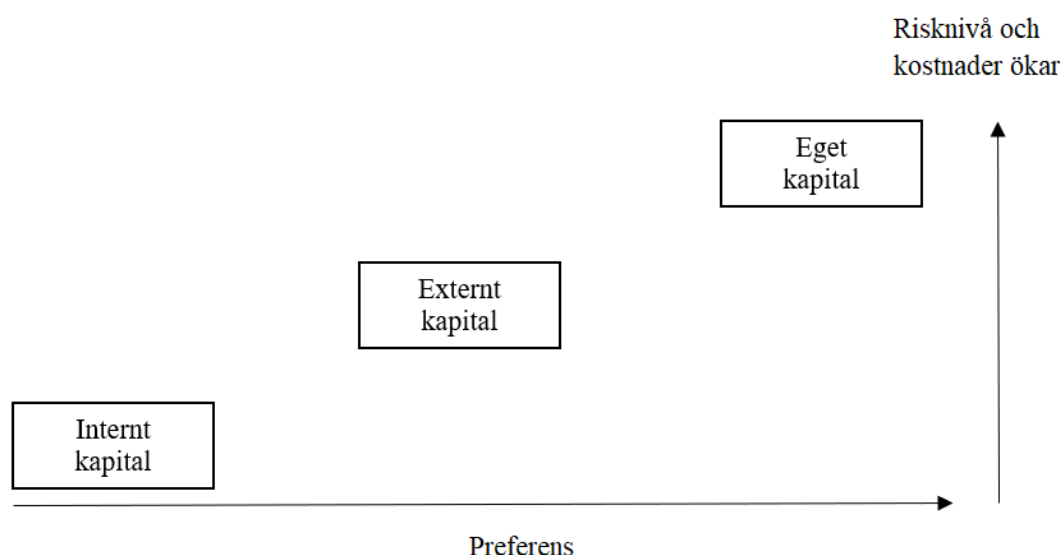
Mognadsfasen avgör även hur bolagets framtida utdelning ser ut. Ifall bolaget inte gör de förändringar i verksamheten som krävs för att bolaget ska kunna fortsätta vara konkurrenskraftigt på marknaden, inleds nedgångsfasen. I nedgångsfasen är dividendutdelningarna låga, eftersom bolagets lönsamhet minskat och det kapital som bolaget erhållit tidigare delats ut i form av dividender i mognadsfasen. Ifall bolaget under denna tid däremot gör de verksamhetsförändringar som krävs för att kunna förbli konkurrenskraftigt på marknaden, inleds förnyelsefasen istället för nedgångsfasen. I förnyelsefasen förblir

dividendutdelningarna därmed höga, eftersom bolaget bibehåller sin lönsamhet (Mueller, 1972).

Bland annat DeAngelo et al. (2006) studie stödjer argumentet om att bolag befinner sig i olika faser under dess verksamhetstid. I studien konstateras bland annat att bolag som varit verksamma under en längre tid och befinner sig i mognadsfasen betalar ut högre dividendbelopp i jämförelse med bolag i uppstartsfasen. Det konstateras vidare att bolag som betalar ut dividender överlag är lönsammare och större än de bolag som inte delar ut dividender. Denis och Osobov (2008) finner även belägg för livscykelteorin i sin studie, och finner att bolagets storlek, tillväxtpotentialer, lönsamhet och balanserade vinstmedel i förhållande till eget kapital på dividendbeslutet. Lika som i DeAngelos et al. (2006) studie, konstateras sammanfattningsvis att de bolag som betalar ut dividender är överlag både större och har en bättre lönsamhet i jämförelse med bolag som inte betalar ut dividender.

3.5 Pecking order-teorin

Pecking order-teorin utvecklades ursprungligen av Myers (1984) och av Myers och Majluf (1984). Teorin baseras på att det finns asymmetrisk information mellan bolagsledningen och bolagets externa finansiärer, vilket ger upphov till asymmetriska informationskostnader. För att minimera dessa kostnader och minska riskerna förespråkar teorin att bolag i första hand prioriterar att finansiera investeringar med internt kapital, därefter med externt kapital och till sist med eget kapital. Bolag finansierar därmed investeringar helst med balanserade vinstmedel eftersom det inte finns någon asymmetrisk information eller egentliga risker förknippade med internt kapital. Ifall det inte finns tillräckligt internt kapital tillgängligt tvingas bolaget utnyttja externt kapital (exempelvis genom att ta lån), men eftersom den asymmetriska informationen existerar mellan bolaget och finansiärerna kommer även de finansiella kostnaderna att stiga. Det externa kapitalet anses även vara mer riskfyllt. Ifall det av någon orsak inte är möjligt att använda externt kapital, utnyttjas det egna kapitalet genom nyemission som en sista utväg. De finansiella kostnaderna och riskerna är som högst vid detta finansieringssätt (Fama & French, 2002). Teorins tankesätt illustreras i figuren nedan.



Figur 4: Figuren ovan beskriver tankegången i pecking order-teorin. Enligt teorin ökar finansieringskostnaderna och risknivån i samband med asymmetrisk information, och därmed prefererar bolag att i första hand finansiering genom internt kapital, därefter med externt kapital och till sist genom eget kapital. För varje steg uppåt i figuren ökar risknivån och de finansiella kostnaderna.

Teorin förklarar inte direkt orsaken eller initiativen till bolagens dividendutdelningar, men teorin kan däremot inverka på finansieringsbeslutet av investeringsmöjligheter. Eftersom det är dyrt att finansiera investeringar med externt kapital, förekommer dividendutdelningar inte i så stor grad hos olönsamma bolag eller bolag som befinner sig i uppstartsfasen.

Dividendutdelningarna tenderar istället att betalas av lönsamma bolag som varit verksamma en tid och därmed hunnit ackumulera en större mängd balanserade vinstmedel (Fama & French, 2002). Det kan därmed konstateras att pecking order-teorin delvis baseras på samma logik som livscykelteorin, som presenteras i kapitlet ovan.

Enligt pecking order-teorin påverkar även kassaflödets volatilitet dividendutdelningarna. Bolag som har instabila kassaflöden har sämre lönsamhet och tenderar därmed att betala ut mindre dividender (Fama & French, 2002). Både Fama och French (2002) och Benavides, Berggrun och Perafab (2016) stödjer pecking order-teorin. I båda studierna konstateras att lönsamma bolag betalar ut mera dividender än bolag med svagare lönsamhet. Fama och French (2002) konstaterar även att bolag som har mera investeringsmöjligheter väljer att dela ut mindre dividender, medan sannolikheten är större att bolag med mindre investeringsmöjligheter delar ut större dividender. I Benavides et al. (2016) studie konstateras

även att skuldsätta bolag och bolag med starka investeringsbehov tenderar att betala ut låga dividendbelopp.

3.6 Dividend smoothing-teorin

Enligt dividend smoothing-teorin prioriterar aktieägare en stabil eller en gradvis stigande dividendutdelningsnivå. Detta leder till att bolag försöker undvika att öka dividendutdelningarna ifall samma utdelningsnivå inte kan garanteras i framtiden. Enligt teorin baseras bolagets dividendutdelningsbeslut främst på tidigare och nuvarande vinster. Teorin förespråkar att bolagen justerar sin utdelningsgrad till en viss målnivå baserat på tidigare och nuvarande vinster, och att bolagsledningen jämnar ut dividendbeloppen för att gradvis nå upp till denna målnivå. Detta leder till att bolagen följer en stabil utdelningspolitik där utdelningarna jämnas ut över tiden (Goddard, McMillan & Wilson, 2006; Lintner, 1956).

Dividenderna tenderar även följa vinsterna med en fördröjning, i och med att bolaget endast höjer dividendbeloppen då säkerheten att de förväntade framtida vinsterna hålls på samma nivå är hög. Detta fenomen kallas för sega dividender (*eng. sticky dividends*). Den viktigaste determinanten som påverkar dividendbeslutet är därmed förändringar i de tidigare och nutida vinsterna samt en stark tilltro på att de framtida intäkterna hålls på samma nivå (Leary & Michaely, 2011; Lintner, 1956).

Dividend smoothing-teorin kan även anses vara kopplad till signaleringsteorin, eftersom utdelningsstabiliteten kan användas som en signaleringsmekanism. Enligt Lintner (1956) är det en av de främsta orsakerna till att ledningen föredrar stabilitet och därmed undviker utdelningsminskningar på grund av de negativa signalerna som sänds till marknaden vilket i sin tur påverkar företagsvärdet. Enligt Goddard et al. (2006) utgör dock tidsperspektivet en central skillnad mellan dessa teorier: enligt dividend smoothing-teorin påverkas dividendbeslutet främst av tidigare och nutida vinster, medan dividendbeslutet enligt signaleringsteorin baseras enbart på förväntade framtida intäkter.

Bland annat Lintner (1956) och Brav, Graham, Harvey, och Michaely (2005) stöder dividend smoothing-teorin. Lintner (1956) anses vara en av de första som fann evidens för teorin, och konstaterar i sin studie att bolagens dividendpolitik baseras på tidigare och nuvarande vinster. Lintner (1956) påpekar även att bolagen har dock en tendens att utforma långsiktiga

målnivåer för utdelningsgraden, vilket leder till att dividendutdelningarna inte justeras direkt i linje med resultatet, utan istället jämnas ut över en längre tidsperiod. Detta ledet till att dividenderna anses vara "sega" (*eng. sticky*), på grund av att bolagen ogärna förändrar sin utdelningspolitik (Lintner, 1956). Enligt Lintner (1956) är den underliggande orsaken till motviljan gentemot sänkningar att investerare kan tolka det som en minskning i förväntade framtida avkastningar (vilket även har anknytning till signaleringsteorin). Beslutet att öka dividendbeloppet beror enligt Lintner (1956) på stabiliteten hos den framtida avkastningen, eftersom ledare vill försäkra sig om att bolagets finansiella ställning inte försämras efter en dividendökning. I Brav et al. (2005) undersökning konstateras bland annat att majoriteten av studiens bolag prioriterar en stabil utdelningsström. Brav et al. (2005) jämför även sin studie med Lintners (1956) slutsatser, och konstaterar att förhållandet mellan dividender och resultat försvagats sedan Lintners (1956) studie genomförts, eftersom bolag enligt studien inte anser det lika viktigt att upprätthålla en viss utdelningsgrad.

3.7 Bird-in-the-hand-teorin

Bird-in-the-hand-teorin utformades av Lintner (1962) och Gordon (1963) som en invändning gentemot Miller och Modiglianis (1961) irrelevante teori. Bird-in-the-hand-teorin utgår från att dividender ökar bolagets värde, till skillnad gentemot irrelevante teorin där dividender anses vara likgiltiga inför bolagets värde. Enligt Lintner (1962) och Gordon (1963) existerar det inte situationer där det nödvändigtvis förekommer fullständig information utan kostnader, situationer som är fria från skatte- eller transaktionskostnader, eller att alla investerare betar sig rationellt. Bird-in-the-hand-teorin går därmed emot irrelevante teorin.

På grund av osäkerheterna värderas utdelningarna annorlunda än bolagets kvarhållna vinster och kapitalvinster. Investerare föredrar därmed "en fågel i handen än tio i busken", vilket representerar att investerare prioriterar utdelningar idag (en fågel i handen) framför kvarhållna vinster (tio i busken). Utdelningen innebär att investeraren får avkastning direkt medan kvarhållna vinster anses vara mer riskfyllda, eftersom de kan användas för att finansiera nya investeringar som inte nödvändigtvis är lönsamma och därmed kan den framtida avkastningen helt och hållet utebli. Investerare värdesätter därmed dividendutdelningar högre eftersom de förknippas med lägre risk i jämförelse med kvarhållna vinster. Ökningar av dividendutdelningen anses därmed även öka bolagets värde. En högre

dividendutdelning i nuläget minskar den framtida osäkerheten kring framtida kassaflöden, minskar kapitalkostnaderna och ökar därmed aktiepriset. Enligt bird-in-the-hand-teorin ökar därmed en hög dividendutdelningsgrad bolagets värde (Al-Malkawi et al., 2010).

Trots att Lintner (1962) och Gordon (1963) stöder teorin, finns det även många studier som framför kritik gentemot teorin. Miller och Modigliani (1961) påpekar exempelvis att bolagets risk bestäms utgående från risken i de operativa kassaflödet istället för att definieras utgående från hur det fördelar sina vinster, vilket bird-in-the-hand-teorin förespråkar. Battarachya (1979) ifrågasätter även teorin, och hävdar att bolagets risk påverkar utdelningarna istället för tvärtom. Även Rozeff (1982) hittar ett negativt samband mellan utdelning och fast risk.

3.8 Teorin om skatteeffekten

Teorin om skatteeffekten baseras på antagandet att dividender minskar bolagets värde, och talar därmed emot både irrelevante teorin (dividender är irrelevanta för bolagets värde) och bird-in-the-hand-teorin (dividender ökar bolagets värde). I irrelevante teorin beaktas skatter inte överhuvudtaget, och utgår från antagandet att det inte finns någon skillnad skattemässigt mellan dividendintäkter och realisationsvinster. I verkligheten förekommer det dock vanligtvis en skattemässig skillnad mellan dessa, vilket i sin tur kan påverka dividendutdelningarna ur både aktieägarnas och bolagets perspektiv. För aktieägarna kan efterfrågan på dividender påverkas av skattemässiga faktorer, medan bolaget kan försöka maximera aktieägarnas förmögenhet genom att justera utdelningarna. (Al-Malkawi et al., 2010). I Finland är skattesatsen på kapitalintäkter 30 procent på belopp upp till 30 000 euro, och den överstigande delen över 30 000 euro beskattas med skattesatsen 34 procent (Skatteförvaltningen, 2017). Teorin förespråkar därmed att låga dividendutdelningar sänker kapitalkostnaden och ökar aktiepriset, vilket leder till att bolagets värde ökar (Al-Malkawi et al., 2010).

Teorin om skatteeffekten baseras på antagandet att dividender beskattas högre än kapitalvinster, vilket leder till att aktieägare föredrar en lägre dividendutdelning och värderar ett bolag högre ifall de delar ut låga dividender eftersom skattekostnaderna minskar. En annan viktig faktor som bidrar till att aktieägarna föredrar en lägre utdelning är tidsaspekten. Dividendeintäkter beskattas omedelbart, medan beskattningen av realisationsvinster skjuts upp tills värdepapperen säljs och vinsten de facto uppstår. Teorin om skatteeffekten kan

därmed beskrivas utgöra motsatsen till bird-in-the-hand-teorin, enligt vilken aktieägare föredrar utdelningar och utdelningarna ökar bolagets värde (Al-Malkawi et al., 2010).

Det finns studier både för och emot teorin om skatteeffekten, varav en stor del undersöker sambandet mellan låga dividendutdelningar och aktiekurserna. Poterba och Summers (1984) är en av de som stöder teorin, och undersöker förhållandet mellan dividendutdelningarna och aktiekurserna i Storbritannien under tidsperioden 1955-1981. I studien konstateras att förändringar i beskattningen av dividender har en väsentlig inverkan på aktieägarnas efterfrågan på dividender. Vidare finner studien stöd för att skatter inverkar på det positiva samband mellan utdelningar och aktiekurserna i studien.

3.9 Dividend catering-teorin

Dividend catering teorin har utformats åtminstone delvis för att belysa svagheterna i Miller och Modiglianis (1961) irrelevante teori. Baker och Wurgler (2004) framför kritik gentemot irrelevante teorin främst gällande tre antaganden i irrelevante teorin. Det första är att investerarens efterfrågan för dividendutdelningar påverkas av den informationen som finns tillgänglig för tillfället samt på tidsperioden i fråga. Det andra antagandet är att arbitrage inte lyckas förklara skillnaden mellan bolag som delar ut dividender och bolag som inte delar ut dividender. Det tredje antagandet definierar i regel dividend catering-teorin, och inbegriper att bolagen i första hand prioriterar investerarnas efterfrågan vid dividendbeslut. Bolagen delar ut högre dividender då efterfrågan på dividender är högre, och vice versa lägre dividender då efterfrågan på dividender inte är lika hög (Baker & Wurgler, 2004).

Teorin förespråkar att investerarnas efterfrågan på utdelningar analyseras utgående från marknadens aktieprispremium i förhållande till dividenderna, och dividendbeslutet baseras därefter på detta (Denis & Osobov, 2008). Detta inbegriper i princip att bolag tenderar att dela ut dividender då investerare prioriterar bolag som delar ut dividender, och vice versa tenderar de att inte dela ut dividender då investerare föredrar exempelvis tillväxtföretag framför bolag som delar ut dividender (Baker & Wurgler, 2004). Förutom Baker och Wurgler (2004) finner även Labhane (2020) ett positivt samband mellan benägenheten att dela ut dividender och utdelningspremium. Labhanes (2020) studie omfattar 781 indiska bolag under tidsperioden 1994-2015 och i studien konstateras att då utdelningspremium är hög, väljer

bolagen att dela ut dividender, och vice versa väljer de att inte dela ut dividender när utdelningspremium är låg.

Teorin förespråkar därmed sammanfattningsvis att dividendbeslutet baseras på investernas preferenser. Enligt teorin ökar bolaget dividendutdelningarna då efterfrågan på dividender ökar, och vice versa minskar dividendutdelningen då efterfrågan på dividender är lägre. Förändringar i utdelningar kan därmed förklaras utgående från marknadens önsknings om dividendutdelningar (Baker & Wurgler, 2004).

3.10 Teorin om klienteffekten

Miller och Modigliani (1961) noterade redan i sin studie att klienteffekten kan påverka utdelningspolitiken i bolag under vissa förhållanden, i och med att investerares beslut kan påverkas av vissa marknadsmässiga brister. Dessa brister utgörs exempelvis av transaktionskostnader och kostnader som uppstår på grund av skillnader mellan olika skattesatser som leder till att aktieägare prefererar olika blandningar av kapitalvinster och dividendutdelningar. Enligt teorin prioriterar investerare värdepapper som leder till att dessa kostnader minskar, och därmed formas olika grupper utgående från hurdana aktier investerare (klientel) föredrar. Miller och Modigliani (1961) påpekar även att investerare tenderar att prioritera dividendutdelande aktier, vilket beskrivs som "dividend klienteffekten". Bolag kan därmed utforma sin dividendpolitik med syfte att tilltala en viss grupp av klientel. Miller och Modigliani (1961) argumenterar även för att på en perfekt marknad anses varje klientel vara lika värd, och därmed borde dividendpolitiken inte spela någon roll.

Al-Malkawi et al. (2010) nämner två centrala klientelgrupper: skatte- och transaktionsreduceringsgrupper. Dessa uppstår på grund av att dividendintäkter och försäljningsvinster beskattas olika, och på olika transaktionskostnader som uppstår vid exempelvis försäljning eller inköp av värdepapper. Baserat på investerarnas utgångspunkt och personliga preferenser kommer dessa leda till att investerare föredrar de bolag vars utdelningspolitik passar dem och bolagen kan i sin tur attrahera olika klientel. Exempelvis påpekar Al-Malkawi et al. (2010) att bolag vars tillväxttakt är hög vanligtvis inte delar ut dividender (eller delar ut låga dividender), och lockar därmed klientel som prioriterar värdeökning och därmed ofta vinster i form av kapitalinkomster. Bolag som delar ut en stor

del av sina vinster attraherar å andra sidan klientel som föredrar dividendintäkter. Miller och Modigliani (1961) poängterar att även aktiepriset fluktuerar utgående från investerarnas behov, eftersom de reagerar bland annat på förändringar i bolagens utdelningspolitik.

Jain och Chu (2014) är en av de som finner stöd för teorin i sin studie, och undersöker dividendpolitiken hos bolag i 32 länder. I studien konstateras att bolag ökar sin utdelning då aktieägarnas krav på avkastning är starka, och vice versa sänker utdelningarna då kraven från aktieägarna är svagare. I studien konstateras vidare att bolagen försöker attrahera utländska investerare genom att bedriva en generös utdelningspolitik. Det kan därmed konstateras, att både teorin om klienteleffekten och dividend catering-teorin baseras på någorlunda samma tankegång, det vill säga att bolagets dividendpolitik styrs av investerares preferenser. En central skillnad mellan teorierna är enligt Baker och Wurgler (2004) att enligt dividend catering teorin betonas aktieprispremium högre. I klientelteorin betonas även storleken av dividendutdelningen högre, medan aktievärdet i förhållande till dividendutdelningen är mera i fokus i dividend catering-teorin.

3.11 Sammanfattning av dividendutdelningsteorierna

I tabellen nedan sammanfattas de teorierna som presenterats i kapitlet ovan samt deras huvuddrag.

Sammanfattning av dividendutdelningsteorierna

Teori	Översikt	Stöds av
Signaleringsteorin	Dividendutdelningarna används för att signalera bolagets framtidsutsikter åt marknaden, såsom förväntad framtida resultatnivå. Dividendutdelningarna inbegriper därmed ett informationsvärde.	Battarachya (1979), Bali (2003), Michaely et al. (1995) & Brook et al. (1998)
Agentteorin	Dividendutdelningarna minskar bolagets agentkostnader och som uppstår mellan bolagsledningen och aktieägarna. Agentkostnaderna kan kopplas till riskaversion eller övervakning av bolagsledningen.	Rozeff (1982), Easterbrook (1984) & La Porta et al. (2000)
Dividend smoothing-teorin	Dividendutdelningarna baseras på nuvarande resultat och tidigare ackumulerade vinster. Enligt teorin eftersträvar bolaget stabilitet och en jämn dividendutdelning år efter år.	Lintner (1956) & Brav et al. (2005)
Livscykelteorin	Dividendutdelningarna varierar beroende på i vilken fas det befinner sig i. Enligt teorin är dividendutdelningarna som högst i mognadsfasen och förnyelsefasen.	Mueller (1972), DeAngelo et al. (2006) & Denis och Osobov (2008)
Pecking order-teorin	Dividendutdelningarna påverkas av bolagets lönsamhet och tillväxtskede. Enligt teorin delar mer lönsamma bolag samt bolag som samlat på sig mer ackumulerade vinster (och därmed varit verksamare längre) ut mera dividender.	Myers och Majluf (1984), Fama och French (2002) & Benavides et al. (2016)
Irrelevance-teorin	Dividendutdelningar påverkar inte bolagets värde alls, istället är det investeringsmöjligheterna som skapar värdet för aktieägarna och bolaget. Teorin förutsätter att det råder en perfekt fungerande marknad, att inga skatte- eller transaktionskostnader förekommer samt att investerare alltid handlar rationellt.	Miller och Modigliani (1961)
Bird-in-the-hand-teorin	Dividendutdelningarna ökar bolagets värde, i och med att aktieägare föredrar riskfria dividendutdelningar nu framom kvarhållna vinster, som nödvändigtvis inte genererar någon avkastning alls i framtiden.	Lintner (1956) & Gordon (1962)
Teorin om skatteeffekten	Dividendutdelningarna minskar bolagets värde på grund av skattemässiga faktorer. Enligt teorin vill aktieägare ha en låg eller ingen dividendutdelning alls för att minska på kapitalkostnaderna.	Poterba och Summers (1984)
Dividend catering teorin	Dividendutdelningarna styrs av marknaden efterfrågan. Dividendutdelningarna ökar då aktieägare prioriterar bolag som delar ut dividender, och vice versa minskar då aktieägarna föredrar tillväxtföretag med låga utdelningar.	Baker och Wurgler (2004) & Labhane (2020)
Teorin om klienteffekter	Dividendutdelningarna styrs utgående från syftet att attrahera en viss klientelgrupp. Dessa klientelgrupper kan utgöras av skatte- och transaktionsreduceringsgrupper.	Jain och Chu (2014)

Tabell 2: Sammanfattning av dividendutdelningsteorierna.

Av de teorier som presenterats i kapitlet, kommer endast en del av teorierna inkluderas i studien, och utgörs av är: signaleringsteorin, agentteorin, livscykelteorin, pecking order-teorin och dividend smoothing-teorin. Teorierna tillämpas med syftet att kunna identifiera vilka variabler som påverkar dividendutdelningen i bolagen. Signaleringsteorin har valts ut med syftet att undersöka huruvida bolagets finansiella tillstånd korrelerar med

dividendutdelningen specifikt under osäkra ekonomiska förhållanden, då det kan anses vara viktigare att utge en viss bild av verksamheten. Livscykelteorin och pecking order-teorin har valts ut med syftet att ta reda på ifall bolagets ålder, mognadsfas och tillväxtpotentialer påverkar dividendutdelningarna under en pandemi. Agentteorin inkluderas för att ta reda på främst om mängden likvida medel och kapitalstruktur påverkar dividendutdelningen. Dividend smoothing-teorin har valts ut för att se huruvida bolagets resultat korrelerar med utdelningen samt ifall bolaget eftersträvar stabilitet även under osäkra förhållanden.

Agentteorin förespråkar att bolaget borde dela ut mera dividender desto mera likvida medel det finns tillgängligt i företaget. Detta baseras på antagandet att aktieägarna vill minska de agentkostnader som uppstår vid risken att bolagets ledning använder det tillgängliga kapitalet till olönsamma investeringar (Krieger, Mauck & Pruitt, 2020). Agentteorin kan även anknytas till bolagets mängd skulder, eftersom det främmande kapitalet kan användas likasom utdelningar i övervakningssyfte för att minska agentkostnaderna som uppstår vid övervakningen av bolagets fria kapital. Därmed kan agentteorin anknytas till bolagets kapitalstruktur och bolagets likvida medel.

Enligt signaleringsteorin borde bolagen använda dividendutdelningarna som verktyg för att signalera bolagets framtidsutsikter till marknaden. Ifall bolagets framtidsutsikter ser ljusa ut borde därmed detta signaleras genom förhöjda dividendutdelningar, och vice versa sänkas ifall bolagets framtidsutsikter ser dystra ut. Teorin kan därmed anknytas till bolagets lönsamhet (ett lönsamt bolag borde dela ut mera dividender), likvida medel (ett bolag som erhållit mycket likvida medel borde dela ut mera dividender) och resultatet (ett bolag med ett bra resultat borde dela ut mera dividender). Enligt tidigare studier (bl.a. Tse, 2005; Denis & Osobov, 2008) används signalering främst av stora bolag, vilket gör att signaleringsteorin även kan anknytas till bolagets storlek.

Både livscykelteorin och pecking order-teorin förespråkar att äldre bolag som varit verksamt under en längre tid borde dela ut mera dividender. Enligt livscykelteorin baseras detta på antagandet att ett bolag befinner sig i olika faser, och därmed borde dela ut mera dividender då det varit verksamt under en längre tid och befinner sig i mognadsfasen eller förnyelsefasen. Pecking order-teorin förespråkar att bolag prefererar att använda sig av internt kapital framför externt och eget kapital. Eftersom ett nystartat bolag inte hunnit ackumulera så mycket internt kapital ännu, borde därmed dividendutdelningarna vara låga eller

obefintliga. Därmed är både livscykelteorin och pecking order-teorin förknippad med bolagets ålder.

Livscykelteorin och pecking order-teorin indikerar även att ett bolag med mindre tillväxtpotentialer delar ut mindre dividender. Enligt livscykelteorin har även bolag som varit verksamma under en längre tid mindre tillväxtpotentialer, och delar därmed ut mindre dividender. Enligt pecking order-teorin finansierar bolaget helst tillväxtpotentialerna med internt kapital och delar därmed ut mindre dividender.

Båda teorierna är även relaterade till bolagets lönsamhet, delvis baserat på samma antaganden som ovan. Enligt livscykelteorin och pecking order-teorin har ett bolag som varit verksamt under en längre tid hunnit samla på sig mera ackumulerade vinster och mera kapital, vilket ökar lönsamheten i bolaget på sikt. Detta leder till antagandet att ett bolag med högre lönsamhet borde dela ut mera dividender.

Dividend smoothing-teorin baseras på antagandet att strävar efter att upprätthålla en stabil dividendpolitik och därmed ogärna förändrar utdelningarna. Enligt teorin baseras dividendutdelningarna på tidigare och nuvarande vinster, vilket innebär att en av de mest grundläggande variablerna inom teorin är resultatet för tidigare och för den aktuella perioden.

4 Tidigare studier

I kapitlet presenteras tidigare studier utförda under extraordinära förhållanden. Det redogörs för studier där både finanskrisens respektive coronapandemins inverknings på dividendutdelningar undersöks. Kapitlet avslutas med en sammanfattning av studierna samt en utformning av forskningsfrågorna.

4.1 Tidigare studier gällande dividendutdelningar under extraordinära förhållanden

Coronaviruset utgör en av vår tids största pandemier, men även förut har stora världsomfattande händelser tvingat bolag och samhället överlag att omvärdera sitt agerande. En av de största finansiella händelserna som lett till extraordinära förhållanden under senare tid för många bolag är finanskrisen, och därmed presenteras både studier gällande finanskrisens och coronavirusets inverkan på dividendutdelningarna i kapitlet.

4.1.1 Finanskrisen

Hauser (2013) påpekar att för de aktieägare som prioriterar avkastning utgjorde speciellt tidsperioden under finanskrisen (år 2009) en usel period, eftersom mer än 800 amerikanska bolag sänkte sina dividendutdelningar vilket medförde dividendsänkningar för totalt 58 miljarder dollar på grund av finanskrisen. Nedan presenteras studier som gjorts kring finanskrisens inverkan på dividendutdelningarna.

4.1.1.1 Amerikanska marknaden

Data och metod

Hauser (2013) undersöker huruvida dividendpolitiken förändras i bolag i USA under finanskrisen, med syftet att ta reda på ifall utdelningsförändringarna stämmer överens med bolagens finansiella situation. Studien utgår från två huvudantaganden. Det första antagandet är att bolag inte ännu under år 2006 känt till finanskrisen eller dess inverkan på det ekonomiska läget, eftersom året används som jämförelseår i studien. Det andra antagandet är att dividendpolitiken kan förklaras utgående från livscykelteorin. Som studiens tidsperiod väljs därmed tidsperioden 2006 till 2009.

Samplet i studien består främst av industriella bolag, medan bolag i finansbranschen exkluderas på grund av de regleringar kring dividendutdelningar som förekommer i

branschen. Metoden som används i studien är en logistisk regressionsanalys. I studien inkluderas totalt sex modeller: tre modeller som beskriver sannolikheten att dela ut dividender samt tre modeller som fokuserar på sannolikheten att bolaget minskar dividendutdelningen. Variablerna som används i modellerna baseras på DeAngelos et al. (2006) studie, och utgår därmed från livscykelteorin. Variablerna är följande: balanserade vinstmedel per eget kapital, eget kapital per totala tillgångar, likvida medel per totala tillgångar, avkastning på totalt kapital (ROA), försäljningstillväxt (betecknas av försäljningens tillväxt under ett år) och storlek (betecknas som bolagets marknadsvärde). Till de modifierade modellerna adderas även dummyvariabler som beskriver tidsperioder samt variabler som beskriver interaktionerna mellan variablerna.

Resultat

I studien konstateras att sannolikheten för minskningar i utdelningsnivån ökade signifikant under finanskrisen. Enligt modellen ökade den genomsnittliga sannolikheten för minskningar från att vara 13,6 procent under 2006 till 32,1 procent under 2009. Hauser (2013) konstaterar även att bolagens utdelningspolicy förändras under finanskrisen, och att en av de mest centrala variablerna som inverkar på sänkningar i utdelningsnivån för tiden efter en kris är mängden likvida medel i förhållandet till tillgångarna (*eng. cash ratio*). Ett svagt mått på likvida medel per totala tillgångar ökar sannolikheten för minskningar i utdelningsnivån, vilket enligt Hauser (2013) beskriver vikten av likvida medel efter krisförhållanden.

Hauser (2013) konstaterar även att i modellerna där dividendminskningarna undersöks är variablerna storlek (bolagets marknadsvärde), avkastning på totalt kapital, försäljningstillväxt och eget kapital per totala tillgångar är alla statistiskt signifikant negativa. Det innebär att ju större, lönsammare, högre försäljningstillväxt och mera eget kapital bolaget har, desto mindre är sannolikheten att bolaget minskar dividendutdelningen. I modellerna där sannolikheten att betala dividender uppvisar variablerna balanserade vinstmedel per eget kapital, avkastning på totalt kapital, bolagets storlek ett statistiskt positivt signifikant samband. Det innebär i sin tur att ju mera balanserade vinstmedel, högre lönsamhet och större bolaget är, desto högre är sannolikheten att bolaget delar ut dividender. Variabeln likvida medel per totala tillgångar har en signifikant negativ inverkan på sannolikheten att bolaget delar ut dividender.

4.1.1.2 Brittiska marknaden

Data och metod

Kilincarslan (2021) undersöker finanskrisens inverkan på dividendutdelningspolitiken i börsnoterade bolag i Storbritannien under tidsperioden 2008 till 2017. I samplet ingår totalt 1 178 bolag, som representerar elva olika branscher. I studien används en modifierad version av Lintners (1956) modell, med följande variabler: räkenskapsperiodens intäkter, dividendutdelningarna året därpå, en dummyvariabel för tidsperioden 2008 till 2012 (representerar finanskrisen), en dummyvariabel för tidsperioden 2013 till 2017, variabler som beskriver korrelationen mellan tiden för finanskrisen (2008 till 2012) och resultatet samt tidigare dividendutdelningar, och en variabel som beskriver vilken industri bolaget representerar. Metoden som används i studien är en ordinary least squares regression (OLS, minstakvadratmetoden).

Resultat

Kilincarslan (2021) konstaterar att bolagets resultat har en signifikant inverkan på bolagens dividendutdelningar. Enligt studiens resultat strävar bolagen generellt sett efter en långsiktig och jämn utdelningsgrad, och dividendbeloppen justeras därmed långsamt. Under och en kort tid efter finanskrisen (2008 till 2012) hade dock bolagen en tendens att omedelbart justera utdelningsbeloppen som en reaktion på resultatförändringarna finanskrisen gav upphov till. Finanskrisen påverkade överlag negativt på dividendutdelningarna. I studien konstateras även bolagen eftersträvade en hög utdelningsgrad under tidsperioden 2008 till 2012, men att utdelningspolitiken i själva verket var ostabil och dividendbeloppen fluktuerade kraftigt från år till år under och tiden efter finanskrisen. Under tidsperioden 2013 till 2017 eftersträvade bolagen en ännu högre utdelningsgrad än under finanskrisen, men delade ut mer jämna dividendbelopp och anammade därmed en mer stabil dividendpolitik än i jämförelse med under finanskrisen. Detta beror enligt Kilincarslan (2021) på att bolagen vid den utvalda tidsperioden hunnit återhämta sig från finanskrisen.

4.2.1 Coronapandemin

Det har även hunnits utföras en del studier kring coronapandemins inverkan på dividendutdelningarna, men på grund av att pandemin ännu är relativt närvarande i samhället är dessa studier få till antalet. Nedan presenteras de relevanta studierna som gjorts hittills.

4.2.1.1 Amerikanska marknaden

Data och metod

Krieger et al. (2020) undersöker pandemins inverkan på dividendutdelningarna för 1 400 bolag i USA, vilka alla delar ut dividender. I studien undersöks pandemins inverkan både på hela samplet och även för olika branscher. Datan som används i studien härstammar från början av det första kvartalet 2015 till slutet av det andra kvartalet 2020. Tidsperioden är vald baserat på att de första betydande fallen av dividendminskningar och -utelämnanden på grund av pandemin började i ett tidigt skede av det andra kvartalet 2020. Det andra kvartalet av år 2020 definieras därmed som tidsperioden under pandemin, medan kvartalen innan det klassificeras som tidsperioden innan pandemin. För att förklara skillnader i dividendpolitiken mellan de båda tidsperioderna används en ordinary least squares regression (OLS, minstakvadratmetoden). I modellen inkluderas följande variabler: det logaritmerade värdet av bolagets marknadsvärde (bolagets storlek), nettoinkomsten, kassaflödet, skuldsättningsgraden, bolagets ålder och bolagets P/B-tal (mäter bolagets marknadsvärde i förhållande till det bokföringsmässiga värdet).

Resultat

I studien konstateras att bolag överlag sänker utdelningsnivån tre till fem gånger mer under coronapandemin än i jämförelse med något annat kvartal sedan 2015. Bolag inom industriella branscher är även mer benägna att sänka utdelningsnivån än exempelvis bolag som erbjuder finansiella tjänster och allmännyttiga bolag, på grund av att dessa har mer volatila intäktskällor än i jämförelse med andra bolag. Cirka en av sex bolag inom industribranschen minskade sin utdelningsgrad under det andra kvartalet 2020. Krieger et al. (2020) konstaterar att liknande dividendnedskärningar inte förekommit inom en enskild sektor sedan finanskrisen.

I studien konstateras även gruvdriftsbranschen vara den bransch som påverkas mest av coronapandemin, där dividendminskningarna uppgick till 35,6 procent i jämförelse med innan pandemin då genomsnittet för dividendenminskningar var 7,6 procent. Därefter påverkades logistikbranschen mest (dividendminskningarna var 24,1 procent i jämförelse med genomsnittet innan pandemin var 5,6 procent), detaljhandeln (dividendminskningarna 24 procent, innan pandemin ett genomsnitt på 4,9 procent, och tjänstesektorn (dividendminskningarna uppgick till 21,7 procent medan medeltalet innan pandemin var 5,7

procent). Av de totalt 1 400 bolag som ingick i studien, sänkte sammanfattningsvis 213 stycken dividendutdelningarna medan 93 stycken inte betalade ut dividender alls under det andra kvartalet 2020.

Enligt Krieger et al. (2020) är även totala bortlämnanden av dividender mera sällsynta än utdelningsminskningar under pandemin. Av de 1 400 bolag som inkluderades i samplet, valde 7 procent att inte betala dividend alls under pandemin. Majoriteten av de bolag som inte delade ut dividender är bolag inom den industriella sektorn. Krieger et al. (2020) konstaterar att för hela samplet uppvisar samma variabler signifikanta samband för både tidsperioden innan pandemin och tidsperioden under pandemin. Bolagets storlek och nettoresultat uppvisar en signifikant negativ inverkan på dividendminskningarna, medan skuldsättningsgraden uppvisar en signifikant positiv inverkan. Krieger et al. (2020) undersöker även vilka variabler som signifikant skiljer sig från varandra för tidsperioden innan pandemin och tidsperioden under pandemin. Variablerna nettoresultat och skuld skiljer sig signifikant för tiden under pandemin i jämförelse med innan pandemin, och resulterar i att mera skuldsatta bolag samt bolag som är mer lönsamma har en starkare tendens att inte betala ut dividender alls under pandemin.

4.2.1.2 Internationella marknaden

Data och metod

Ali (2021) undersöker hur pandemin påverkar bolagens dividendutdelningar i länder som räknas höra till G12-området. I studien ingår därmed totalt 13 länder: Australien, Belgien, Kanada, Frankrike, Tyskland, Italien, Japan, Nederländerna, Spanien, Sverige, Schweiz, Storbritannien och USA. I studien ingår totalt 8 889 börsnoterade bolag från 9 olika industrier. Tidsperioden som används i studien utgörs av 2015 till 2020. Ali (2021) undersöker pandemins inverkan på utdelningarna ur en del olika perspektiv: för det första undersöks huruvida pandemin påverkat utdelningarna i bolagen under pandemin överhuvudtaget. Bolagen delas in i grupper baserat på deras förändringar i dividendutdelningarna, och därefter analyser vilka determinanter som påverkar utdelningen under pandemin. Till sista undersöks sannolikheten för förändringar i dividendutdelningen under pandemin. I studien används en logistisk regressionsanalys.

I studien delas bolagen in i fyra grupper, utgående från dividendutdelningsbeteendet under år 2020 i jämförelse med de tidigare åren. Utdelningarna under år 2020 klassas som

tidsperioden för pandemin. Grupperna består av bolag som gör minskningar i dividendutdelningen, öknings i dividendutdelningen, inte delar ut dividender alls och bolag som inte förändrar dividendutdelningen alls. Grupperna tilldelas en dummyvariabel enligt vilken grupp de tillhör, och utöver dessa tilldelas även bolagen en dummyvariabel enligt industri. Utöver dessa variabler används avkastning på totalt kapital (ROA), förändringen i resultatet i jämförelse med föregående år, bolagets förväntade tillväxtgrad, kapitalomsättningshastighet, skuldsättningsgrad, bolagets storlek (det logaritmerade värdet av bolagets tillgångar), likviditet och bolagets P/B-värde.

Resultat

I studien konstateras att antalet dividendminskningar mer än fördubblades under pandemin än i jämförelse med tidsperioden innan pandemin. Bolag som tenderar att minska dividendutdelningarna i studien konstateras ha lägre rörelseresultat, högre skuldsättningsgrad och är mindre till storleken. Bolag som däremot höjer sina utdelningar under pandemin tenderar att vara större, ha ett högre P/B-värde, och en högre lönsamhet än de övriga grupperna.

I studien jämförs de olika grupperna med varandra, med syftet att identifiera olika skillnader. I gruppen där bolagen som minskar dividendutdelningarna jämförs med de bolagen som inte förändrar utdelningen alls, konstateras att bolag med en högre lönsamhet och bättre resultatutväxt (både tidigare och förutsedda) är mer benägna att fortsätta dela ut dividender (det vill säga, inte förändra utdelningen alls) istället för att minska utdelningarna. Förutom lönsamheten (avkastningen på totalt kapital), förändringen i resultatet och den förväntade tillväxten är även kapitalomsättningshastigheten, likviditeten och skuldsättningsgraden signifikanta determinanter inför beslutet att minska dividendutdelningarna.

Bolag med högre lönsamhet och bättre resultatförändring tenderar även att minska dividendutdelningarna framför att helt och hållet upphöra med dividendutdelningen. Även bolagets storlek och skuldsättningsgrad har en signifikant inverkan på beslutet att minska eller upphöra helt med dividendutdelningarna. Större bolag konstateras vara mer benägna att upprätthålla samma dividendutdelningsnivå eller alternativt minska dividendutdelningarna, medan bolag med högre skuldsättningsgrad är mer benägna att upphöra med dividendutdelningarna helt framför att enbart minska dem.

På motsvarande sätt, är även bolag med högre lönsamhet och bättre resultatförändringar mer benägna att öka dividendutdelningarna framför att bibehålla utdelningarna på samma nivå som föregående år. Även bolag med högre kapitalomsättningshastighet, lägre skuldsättningsgrad och större storlek uppvisar ett signifikant samband gentemot att öka dividendutdelningarna framför att hålla utdelningarna på samma nivå som tidigare. Sammanfattningsvis konstaterar Ali (2021) att antalet dividendminskningar samt antalet utelämnningar av dividendutdelningarna ökar drastiskt under pandemitidsperioden. Bolagens lönsamhet och förväntade tillväxtgrad har en signifikant inverkan på dividendutdelningsbeslutet under pandemin. Ali (2021) påpekar även att bolagets storlek och skuldsättningsgrad utgör viktiga determinanter inför beslutet att minska dividendutdelningen under pandemin.

5.1 Sammanfattning av tidigare studier och utformning av forskningsfrågor

De tidigare studierna som gjorts gällande dividendutdelningarna under finanskrisen och coronapandemin skiljer sig åt till en viss grad gällande området som studeras. I vissa av studierna har både dividendutdelningsbeslutet och dividendminskningarna undersökts, medan vissa studier fokuserar på enbart någondera. I tabellen nedan sammanfattas studierna som utförts under exceptionella händelser.

Studier gjorda under exceptionella finansiella tillstånd

Studier relaterade till att dela ut dividender			
Författare	Händelse	Datamaterial	Signifikant samband
Ali (2021)	Coronapandemin	Internationella marknaden, 2015-2020	Lönsamhet (ROA), förändring i resultatnivån, kapitalomsättningshastighet, storlek ($\ln(\text{bolagets tillgångar})$), skuldsättningsgrad
Hauser (2013)	Finanskrisen	Amerikanska marknaden, 2006-2009	Storlek (bolagets marknadsvärde), lönsamhet (ROA), balanserade vinstmedel per eget kapital, likvida medel per totala tillgångar
Kilincarslan (2021)	Finanskrisen	Storbritannien, 2008-2017	Resultat

Studier relaterade till dividendminskningarna			
Författare	Händelse	Datamaterial	Signifikant samband
Ali (2021)	Coronapandemin	Internationella marknaden, 2015-2020	Lönsamhet (ROA), förändring i resultatnivån, förväntad tillväxt, kapitalomsättningshastighet, likviditet, skuldsättningsgrad
Krieger et al. (2020)	Coronapandemin	Amerikanska marknaden, 2015-2020	Storlek (bolagets marknadsvärde), nettoresultat, skuldsättningsgrad
Hauser (2013)	Finanskrisen	Amerikanska marknaden, 2006-2009	Storlek (bolagets marknadsvärde), lönsamhet (ROA), försäljningstillväxt, eget kapital per totala tillgångar

Tabell 3: Sammanfattning över tidigare studier som gjorts av dividendutdelningarna under finanskrisen samt under coronapandemin.

Enligt de olika dividendutdelningsteorierna påverkar en mängd olika faktorer bolagets dividendutdelningar. Exempelvis borde äldre och större bolag dela ut mera dividender enligt livscykelteorin, bolag med hög lönsamhet borde öka utdelningarna enligt signaleringsteorin, och bolag som följer dividend smoothing-teorin borde basera dividendutdelningarna på resultatnivån. Även i studierna som är utförda under så kallade normala förhållanden undersöks specifika nyckeltals inverkan på dividendutdelningarna. Exempelvis Denis och Osobov (2008) konstaterar att bland annat bolagets storlek, tillväxtpotentialer och lönsamhet påverkar dividendbeslutet. Dessa ger upphov till följande forskningsfråga:

FF1: Hur påverkar bolagets lönsamhet, ålder, storlek, mängd likvida medel, tillväxtpotentialer, skuldsättningsgrad och nettoresultat dividendutdelningarna under pandemin?

Krieger et al. (2020), Ali (2021) och Hauser (2013) undersöker även vilka variabler som påverkar dividendminskningarna under coronapandemin respektive finanskrisen. I Krieger et al.'s (2020) studie konstateras att exempelvis bolagets storlek, nettoresultat och skuldsättningsgrad har en signifikant inverkan på dividendminskningarna under pandemin. I Alis (2021) studie har bolagets lönsamhet, förändring i resultatnivån, förväntad tillväxt,

kapitalomsättningshastighet, likviditet, skuldsättningsgrad en signifikant inverkan på dividendminskningarna. Hauser (2013) påpekar att bolagets lönsamhet, storlek, eget kapital per totala tillgångar och försäljningstillväxt har en signifikant inverkan på dividendminskningarna i sin studie. Hauser (2013) påpekar även att mängden likvida medel spelar en betydande roll gällande huruvida bolaget minskar utdelningarna under pandemin. Studiernas resultat bidrar till följande forskningsfråga:

FF2: Hur påverkar bolagets lönsamhet, ålder, storlek, mängd likvida medel, tillväxt, skuldsättningsgrad och nettoresultat dividendminskningarna under pandemin?

De variablerna och nyckeltalen som valts ut i studien samt deras förväntade samband med dividendutdelningarna presenteras i metodkapitlet. Forskningsfrågorna har utformats utgående från dividendutdelningsteorierna samt enligt tidigare studier som undersökt dividendutdelningarna under extraordinära förhållanden. Sammanfattningsvis undersöker forskningsfråga ett hur variablerna påverkar själva dividendutdelningarna, medan forskningsfråga två undersöker hur variablerna påverkar dividendminskningarna.

5 Metod och variabler

I kapitlet presenteras val av forskningsmetod samt variablerna som används i studien. Det redogörs även för variablernas förväntade samband med dividendutdelningen.

5.1 Forskningsmetod

Forskningsmetoden som används i avhandlingen är av kvantitativ natur. En kvantitativ forskningsmetod innebär att datan som används i stora drag är numerisk, med vilken man vill förstå relationen mellan teori och forskning ur ett deduktivt perspektiv. Metoden inbegriper utformning av teoribaserade forskningsfrågor eller hypoteser som därefter prövas (Bryman & Bell, 2017). I studien undersöks huruvida finländska noterade bolags dividendutdelningar påverkas av pandemin, samt huruvida teoribaserade variablerna påverkar dividendutdelningarna och minskningarna.

Datan från alla bolag kommer först analyseras utgående från de utvalda nyckeltalen, med syftet att kunna verifiera vilka variabler som påverkar dividendutdelningarna och -minskningarna. Precis som Krieger et al.:s (2020) studie delas datan i samplet in enligt en tidsperiod innan pandemin och tidsperioden under dessa, för att ta reda på hur den extraordinära händelsen påverkat utdelningarna. I studien används tre olika modeller: en ordinary least squares regression (OLS, minstakvadratmetoden), en Tobit-modell samt en logistisk regressionsanalys. OLS-metoden används bland annat av Michaely et al. (1995), Krieger et al. (2020), Kilincarslan (2021) och Jain och Chu (2014). Tobit-modellen inkluderas i studier där den beroende variabeln kan influeras av censureringsproblem. Detta förekommer exempelvis då en stor del av den beroende variabelns värden antar värdet noll (Brooks, 2008). I studien finns det en del bolag som inte delar ut dividender alls, och därmed minskar risken för att resultatet snedvrids mot noll genom att använda Tobit-modellen.

För att ta reda på huruvida de olika variablerna påverkar dividendminskningarna under pandemin, kommer även en logistisk regressionsmodell att appliceras. Orsaken till detta är att en av de beroende variablerna är en binär dummyvariabel, och då är en logistisk regressionsmodell att föredra eftersom en OLS-modell inte kan tillämpas (Brooks, 2008). Även Hauser (2013) och Ali (2021) tillämpar samma förfarande i sin studie, där finanskrisens respektive coronapandemins inverkan på utdelningarna undersöks. Med hjälp av en logistisk

regressionsmodell förklaras sannolikheten av att bolaget hör till en viss grupp, vilket i detta fall utgörs av gruppen som minskar dividendutdelningarna.

Den logistiska regressionsanalysen körs på motsvarande sätt som i OLS- och Tobit-modellen, det vill säga både för tiden innan pandemin (2016-2019) och för tiden under pandemin (2020). En skillnad gentemot de linjära modellerna (det vill säga, OLS-och Tobit-modellen) är dock tidsaspekten gällande pandemin. I den logistiska regressionsanalysen undersöks pandemins inverkan på själva dividendutbetalningarna, och därmed kommer utdelningarna som skett under år 2020 definieras som tiden under pandemin (och som därmed baseras på år 2019 bokslutssiffror). Jämförelsevis definieras pandemitidsperioden i de linjära modellerna på år 2020 bokslutssiffror (och därmed utdelningarna som skett under år 2021), med syftet att reda på vilken effekt pandemin haft på bolagens finansiella variabler, och hur de i sin tur påverkat utdelningarna. Sammanfattningsvis flyttas därmed datasamplet ett år bakåt då dividendminskningarna under pandemin undersöks. Datasamplen körs i statistikprogrammet SPSS.

För att kunna identifiera hur pandemin påverkat dividendutdelningarna och -minskningarna under pandemin, delas samplet in i en tidsperiod innan pandemin och i en tidsperiod under pandemin. I modellerna där dividendutdelningarna undersöks definieras utdelningarna under 2021 (och bokslutsdatan för år 2020) som tidsperioden under pandemin, och tidsperioden innan det (utdelningarna under 2017-2020 samt bokslutdata 2016-2019) definieras som tidsperioden innan pandemin. I modellen där dividendminskningarna undersöks definieras utdelningarna under 2020 (och bokslutsdatan för år 2019) som tidsperioden under pandemin, medan utdelningarna under år 2017-2019 (och bokslutsdatan för år 2016-2018) identifieras som tidsperioden innan pandemin. Bland annat Krieger et al. (2020) använder sig även av ett liknande förfarande i sin studie, där datamaterialet analyseras utgående från en tidsperiod innan pandemin och en tidsperiod under pandemin.

Det finns flera olika sätt att samla in data, och i denna studie står valet mellan en tvärsnittsstudie och en longitudinell studie. En longitudinell design används specifikt för att kartlägga förändringar hos flera variabler under flera tillfällen, medan en tvärsnittsdesign innebär insamling av data för flera variabler vid endast ett tillfälle. Eftersom studiens syfte är att kartlägga de möjliga förändringar i dividendutdelningen coronapandemin medför, bör även data samlas in innan pandemin för att kunna skapa en bild av eventuella förändringar.

Målet med studien är därmed att studera förändringar och samband över en viss tidsperiod, vilket leder till att en longitudinell design på studien passar bättre än en tvärsnittsdesign. En longitudinell design kan därefter delas in i panelstudie eller kohortstudie. Datan som används i studien består av paneldata, vilket innebär att studien är en panelstudie. En panelstudie kännetecknas av att fokus ligger på ett urval (som ofta är karakteristiskt för en hel nation) och en datainsamling som täcker flera tillfällen (med samma variabler och med samma deltagare) (Bryman & Bell, 2017).

En utmaning med panelstudier är bortfall i gruppen, exempelvis då bolag går i konkurs eller köps upp av andra bolag. Bortfallen kan medföra en del svårigheter gällande datainsamlingen. För det första kan den kvarvarande gruppen skilja sig avsevärt från den ursprungliga gruppen, vilket innebär att det inte längre finns någon representativt sampel. För det andra finns det få direktiv för vilken tidsperiod som passar bäst för en förnyad datainsamling, och för det tredje menas det att många longitudinella studier ofta är dåligt genomtänkta och att själva datainsamlingsprocessen är dåligt planerade. För det fjärde finns det en risk för en paneleffekt i studien, vilket innebär att deltagarnas beteende påverkas av att de utsätts upprepade gånger för exempelvis intervjuer (Bryman & Bell, 2017).

5.2 Presentation av variablerna

Variablerna som används baseras på tidigare studier och teori. Nyckeltalen som används i samplet är tagna från databasen Börldata samt insamlade för hand från bolagens bokslut. Dividendutdelningsbeloppen baseras på dividendkalendern i databasen Taloussanomat. För att ta reda på hur de oberoende variablerna påverkar dividendutdelningen, används dividendutdelningen baserat på föregående års finansiella data (det vill säga, för att estimerasambanden mellan nyckeltalen och utdelningen för år 2017, används år 2017 finansiella data och dividendutdelningen under 2018 och så vidare). I studien inkluderas två olika beroende variabler, medan de oberoende variablerna hålls konstanta i alla modeller.

5.2.1 Beroende variabler

Som beroende variabel i OLS- och Tobit-modellen har utdelning per aktie justerat för antalet aktier valts ut. Kilincarslan (2021) använder sig av samma beroende variabel. Variabeln ser ut som följande:

Utdelning per aktie = utdelning per aktie (justerat för förändringar i antalet aktier)

Utdelningen per aktie justeras till antalet aktier genom att utgå från antalet aktier vid bokslutstidpunkten år 2020. Det justerade antalet beräknas därmed genom att dela de totala dividendutdelningarna för respektive år på den mängd aktier som bolaget innehar år 2020. Antalet aktier är tagna från databasen Börldata.

I den logistiska regressionsanalysen används en binär dummyvariabel som beskriver dividendminskningarna. Krieger et al. (2020) påpekar att minskningar av dividendbeloppen är vanligare än totalt utelämnanden av dividendutdelningar, vilken är orsaken till att minskningar valts ut som variabel. Både Hauser (2013) och Krieger et al. (2020) använder sig av dummyvariabler för att utvärdera dividendutdelningarnas förändring under undersökningsperioden i förhållande till tidigare perioder. Variabeln ser ut som följande:

Dummyvariabel = får värdet 1 ifall bolaget minskat utdelningarna i jämförelse med föregående år, annars 0

Minskningar i dividendutdelningarna (dummyvariabeln) följer samma analogi som Krieger et al. (2020) och Hauser (2013) tillämpar, och tilldelas därmed en etta ifall bolaget delat ut dividender under föregående period (det vill säga, under 2019) samt minskat dividendutdelningsbeloppet (eller inte delat ut dividender alls) för tidsperioden 2020. Om dividendbeloppet är det samma som föregående period eller ökat, får dummyvariabeln värdet noll. Dividendutdelningssbeloppen baseras på utdelningen per aktie justerat för antalet aktier. Det kan därmed konstateras, att totalt två oberoende variabler används i studien: utdelning per aktie (justerat för förändringar) i OLS- och Tobit-modellen och en dummyvariabel som får värdet 1 ifall bolaget minskat utdelningarna i jämförelse med tidigare år i den logistiska regressionsmodellen.

5.2.3 Oberoende variabler

Nedan presenteras de oberoende variablerna som används i studien. De oberoende variablerna är samma i alla modeller som används i studien.

5.2.3.1 Lönsamhet

Lönsamhet är förknippad med signaleringsteorin (bolag använder sig av dividender för att utge positiva signaler om bolagets finansiella tillstånd till aktieägarna) och livscykelteorin (ett lönsammare bolag delar ut mera dividender). Som mått på lönsamhet används nyckeltalet för avkastning på det totala kapitalet (ROA, *eng. return on assets*). Nyckeltalet beskriver hur väl bolaget har lyckats skapa avkastning på det totala kapitalet som finns till förfogande i bolaget. Nyckeltalet följer samma formel som finns i databasen Börndata, och ser ut som följande:

$$\text{Avkastning på totalt kapital} = \frac{\text{Resultat}}{\text{Totala tillgångar}} \times 100$$

I nyckeltalet jämförs nettoresultatet efter finansiella kostnader och skatter med de totala tillgångarna som finns inom företagsverksamheten. Avkastningen på det totala kapitalet anses vara god då avkastningen överstiger 10 procent, tillfredsställande då värdet är mellan 5 till 10 procent, och svag då avkastningen understiger 5 procent. Bland annat Ali (2021), DeAngelo et al. (2006) och Hauser (2013) använder avkastning på totalt kapital som en variabel i sina studier för att undersöka finanskrisens inverkan på dividendutdelningarna. Förväntningen är att det finns ett positivt samband mellan lönsamheten och dividendutdelningarna, vilket innebär att ett bolag med högre lönsamhet delar ut mera dividender.

5.2.3.2 Bolagets ålder

Den andra oberoende variabeln består av bolagens ålder. Variabeln är förknippad med livscykelteorin, eftersom bolag i mognadsfasen (det vill säga äldre bolag) delar ut mera dividender enligt teorin. Variabeln beskrivs med hela årtal från och med det året då bolaget grundades och samlas in för hand från bolagens nätsidor. Formeln som beskriver variabeln ser ut som följande:

$$\text{Bolagets ålder} = \text{Nuvarande år} - \text{året då bolaget grundades}$$

Variabeln är tagen från respektive bolags webbsidor och logaritmeras i regressionsanalysen. Bland annat Krieger et al. (2020) använder sig av variabeln i sin studie om coronapandemins inverkan på dividendutdelningen. Krieger et al. (2020) påpekar att bolagets ålder och dividendutdelningen i tidigare studier ansetts vara positivt korrelerad.

Förväntningen är därmed att sambandet mellan bolagets ålder och dividendutdelningar är positiv, det vill säga att ett äldre bolag delar ut mera dividender i jämförelse med yngre bolag.

5.2.3.3 Bolagets storlek

Variabeln storlek definieras utgående från det logaritmerade värdet av bolagets totala tillgångar. Variabeln är förknippad med livscykelteorin (bolag som varit verksamma en längre tid är ofta större och kan befinna sig i mognadsfasen och delar därmed ut större dividender på grund av minskade investeringsmöjligheter) och signaleringsteorin som en signal åt marknaden och enligt tidigare studier används signalering främst av stora bolag (Tse, 2005; Denis & Osobov, 2008). Variabeln beskrivs som följande:

$$\text{Bolagets storlek} = \text{Ln}(\text{totala tillgångar})$$

Variabeln storlek förekommer även i tidigare studier, och det finns en del olika sätt att beskriva bolagets storlek på. Exempelvis Hauser (2013) och Krieger et al. (2020) använder sig av bolagets totala marknadsvärde, medan Denis och Osobov (2008), DeAngelo et al. (2006) och Ali (2021) använder sig av tillgångarnas bokföringsvärde för att mäta storleken. Det förväntade sambandet är positivt, vilket innebär att större bolag borde dela ut mera dividender.

5.2.3.4 Likvida medel

Variabeln som beskriver likvida medel har anknytning till bland annat agentteorin. Teorin förespråkar att bolaget borde dela ut mera dividender desto mera likvida medel det finns tillgängligt i företaget, eftersom aktieägarna vill minska på de agentkostnader som uppstår vid risken för att ledningen gör olönsamma investeringar genom att minska på mängden tillgängligt kapital inom bolaget. De likvida medel som finns till förfogande i bolaget anses utgöra en väldigt central faktor i bolaget speciellt vid krissituationer. Mängden likvida medel kan påverkas väldigt kraftigt åtminstone på kort sikt av kriser som coronapandemin (Krieger et al., 2020). Variabeln ser ut som följande:

$$\text{Likvida medel} = \frac{\text{Kassa och Bank}}{\text{Totala tillgångar}}$$

Exempelvis Krieger et al. (2020) och Hauser (2013) använder sig av likvida medel i förhållande till totala tillgångar som variabel i sina studier. Förväntningen är att det förväntade sambandet mellan de likvida medlen och dividendutdelningarna är positivt, det vill säga ju mera likvida medel bolaget innehar, desto större är dividendutdelningarna.

5.2.3.5 Bolagets tillväxt

Bolagets tillväxt korrelerar med livscykelteorin (bolag med mera tillväxtpotentialer delar ut mindre dividender) och pecking order-teorin (bolaget prefererar att finansiera tillväxtpotentialerna med internt kapital och delar därmed ut mindre dividender). Variabeln beskrivs som försäljningstillväxten under ett år och ser ut som följande:

$$\text{Försäljningstillväxt} = \frac{\text{Räkenskapsperiodens omsättning} - \text{Föregående periods omsättning}}{\text{Föregående periods omsättning}}$$

Variabeln används även i tidigare studier. Hauser (2013) använder sig av försäljningstillväxten i sina studier, medan Ali (2021) använder sig av bolagets förväntade tillväxt. Det förväntade sambandet är negativt, det vill säga ju större försäljningstillväxten är, desto mindre borde dividendutdelningarna vara.

5.2.3.6 Skuldsättningsgraden

Skuldsättningsgraden är ett nyckeltal som beskriver bolagets finansiering, och mäter hur stora verksamhetens skulder är i förhållande till företagets egna kapital. Skuldsättningsgraden beskriver därmed hurdan ställning det egna eller främmande kapitalet har ur ett finansieringsperspektiv (Leppiniemi & Kykkänen, 2019). Nyckeltalet som används för att mäta skuldsättningsgraden är tagen från databasen Börldata, och avrundas till följande hela decimaltal. Formeln för skuldsättningsgraden ser ut som följande (Leppiniemi & Kykkänen, 2019).

$$\text{Skuldsättningsgrad} = \frac{\text{Totala skulder}}{\text{Eget kapital}} \times 100$$

Skuldsättningsgraden mäter därmed hur stora verksamhetens skulder är i förhållande till det egna kapitalet. Enligt Ohlsson och Lundén (2001) innebär en hög skuldsättningsgrad en högre risk för företagsverksamheten. Bland annat Krieger et al. (2020) och Ali (2021) använder sig av skuldsättningsgraden för att bedöma coronapandemins samt finanskrisens

inverkan på dividendutdelningen. Det förväntade sambandet mellan skuldsättningsgraden och dividendutdelningar är negativt på grund av riskerna i verksamheten en högre skuldsättningsgrad (och därmed högre skulder) medför, speciellt under osäkra ekonomiska förhållanden.

5.2.3.7 Nettoresultat

Den sista oberoende variabeln utgörs av bolagets nettoresultat. Nyckeltalet kan anknytas till bland annat dividend smoothing-teorin, enligt vilken dividendutdelningarna baseras på nuvarande och tidigare vinster. Variabeln ser ut på följande sätt (Kallunki, 2014):

$$\text{Nettoresultat} = \text{Rörelseresultat} + \text{finansiella intäkter} - \text{finansiella kostnader} - \text{skatter}$$

Nettoresultatet betecknas som rörelsevinsten minskat med finansiella poster och skattekostnader. Skattekostnaderna utgörs av de skatter som hänförs till räkenskapsperiodens vinst (bolagsskatten), och därmed inkluderas inte latent skatter i beräkningen (Kallunki, 2014). Nettoresultatet och dess ideala miniminivå bestäms utgående bland annat enligt försök att säkra kapitalstrukturen och målsättningarna för vinstutdelningen (Yritystutkimus ry., 2015). Kilincarslan (2021) och Krieger et al. (2020) använder sig av nettoresultatet för att undersöka finanskrisen respektive coronapandemins inverkan på dividendutdelningarna. Förväntningen är därmed att variabeln förväntas ha ett positivt samband med utdelningarna, det vill säga ju högre resultatet för perioden är, desto högre förväntas dividendutdelningarna vara.

5.3 Sammanfattning av variablerna

Nedan sammanfattas de förväntade sambanden mellan dividendutdelningen och de oberoende variablerna.

Variabler	Förväntade samband
Lönsamhet	Bolag med högre lönsamhet delar ut mera dividender (+)
Ålder	Äldre bolag delar ut mera dividender (+)
Storlek	Större bolag delar ut mera dividender (+)
Likvida medel	Bolag med mera likvida medel delar ut mera dividender (+)
Försäljningstillväxt	Bolag med högre försäljningstillväxt delar ut mindre dividender (-)
Skuldsättningsgrad	Bolag med högre skuldsättningsgrad delar ut mindre dividender (-)
Resultat	Bolag med högre resultat delar ut högre dividender (+)

Tabell 4: Sammanfattning över de förväntade sambanden mellan dividendutdelningen och de oberoende variablerna.

6 Data och urval

I detta kapitel presenteras datan som använts i studien samt en beskrivning för hur datainsamlingsprocessen skett. Även de regressionsmodeller som används i studien presenteras.

Datan som används i avhandlingen baseras på finländska bolag noterade på OMX Helsinki samt deras finansiella information. Alla nyckeltal är beräknade manuellt baserade på bolagens finansiella rapporter för respektive år, förutom skuldsättningsgraden (tagen rakt från databasen Börldata) och bolagets ålder (tagen från respektive bolags webbsidor).

Dividendutdelningarna är tagna från dividendkalendern i Taloussanomat. Eftersom datan samlats in manuellt ökar även risken för att datan innehåller felaktigheter. För att minimera detta, har stickprovskontroller utförts där samplets data kontrollerats. Inga felaktigheter framkom i sticksprovskontrollerna.

För att datan som samlas in ska vara konsekvent, används endast bokslut upprättade enligt IFRS. För att ta reda på hur pandemin påverkar finländska bolag inkluderas även enbart bolag med hemställe i Finland. För vissa bolag som noterats under den senare delen av samplets tidsperiod hittades även enbart bokslut som uppfyller kraven för en del av tidsperioden, som vilket innebär att dessa bolag inte nödvändigtvis har data för hela tidsperioden. Också de bolag som grundats, uppstått på grund av delning eller andra företagsarrangemang under 2020 exkluderas från samplet. Det samma gäller för bolag som upprättar bokslut enligt IFRS endast från och med år 2020. Även bolag i finanssektorn exkluderas från samplet, på grund av deras annorlunda kapitalstruktur och på grund av de regleringar som förekommer inom branschen. Liknande förfarande finns i bland annat i studierna som Hauser (2013), DeAngelo et al. (2006), Kilincarslan (2021), Denis och Osobov (2008) och Fama och French (2002) utför. Bolagen som ingår i studien är insamlade från Nasdaqs databas den 6.7.2021. I bilaga ett uppräknas alla bolag som inkluderas i samplet.

Helsingforsbörsen, eller NASDAQ OMX Helsinki, är Finlands enda offentliga börsmarknad och har varit verksam sedan 1912. Börsen har dock under åren genomgått en del förändringar. Bokstavskombinationen OMX härstammar från en sammanslagning av OM AB (som ägde Stockholmsbörsen) och HEX (Helsingforsbörsen) som ägde rum under 2003, och resulterade i det nya namnet OMHEX. OMHEX bytte senare namn till OMX och förvärvades år 2007 av den amerikanska börsen NASDAQ, som i sin tur gett upphov till det nuvarande namnet

NASDAQ OMX Helsinki. Sedan år 2006 delas aktierna på börsen in i tre grupper enligt marknadsvärde: Large Cap (stora bolag), Mid Cap (medelstora bolag) och Small Cap (små bolag), vilket även är de index som används i studien. Utöver dessa finns även First North marknaden, där tillväxtföretag finns listade. Bolag listade på First North exkluderas från studien, på grund av att regleringarna och kraven gällande redovisningsstandarder och marknadskommunikation är lägre än för bolag listade på Nasdaq OMX Helsinki (Osakesijoittaja, 2021).

I Nasdaqs databas är bolagen uppdelade enligt sektorer och dessa är till antalet totalt elva stycken. Dessa utgörs av: energi, basmaterial, industri, konsumentvaror, konsumenttjänster, hälsovård, telekommunikation, allmännyttiga varor, finansbolag, teknologi och fastighetsbolag (Nasdaq, 2021). Sektorerna allmännyttiga bolag, energi, hälsovård och telekommunikation slås ihop till sektorn övrigt, eftersom dessa till sin natur är relativt likadana och på grund av att observationernas mängd till antalet är få. Fördelningen illustreras i tabell fem nedan:

Sektorindelning		
Sektor	Antal bolag (st)	Antal bolag (%)
Basmaterial	8	7,69 %
Industri	36	34,62 %
Konsumenttjänster	21	20,19 %
Konsumentvaror	8	7,69 %
Teknologi	18	17,31 %
Övrigt	13	12,50 %
Totalt	104	100,00 %

Tabell 5: Bolagens fördelning enligt sektor.

Ur tabellen ovan kan urskiljas att industrisektorn är störst med 36 stycken bolag, medan sektorn som tillhandahåller konsumenttjänster är näst störst med 21 stycken bolag. Sektorerna med bolag som erbjuder konsumentvaror och basvaror är minst med 8 stycken bolag vardera.

6.1 Val och presentation av regressionsmodeller

I studien används som tidigare nämnt totalt tre olika modeller: två linjära regressionsmodeller (en OLS-regressionsmodell och en Tobit-modell) samt en icke-linjär regressionsmodell (en logistisk regressionsmodell). I de linjära modellerna ingår samma variabler, medan den beroende variabeln är olik i den icke-linjära modellen. De oberoende variablerna är dock samma i alla modeller, vilket är orsaken till att dessa endast presenteras i OLS-regressionsekvationen nedan, medan enbart grundstrukturen för Tobit-modellen och den logistiska regressionsmodellen presenteras.

Med syftet att undersöka hur de utvalda variablerna påverkar dividendutdelningen i finländska börsbolag under pandemin används två olika regressionsmodeller, en OLS-regressionsmodell och en Tobit-modell. I dessa modeller utgörs dividendutdelningen per aktie (justerat för förändringen i antalet aktier) den beroende variabeln.

Regressionsekvationen ser ut som följande:

$$D_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{Lönsamhet}_{i,t} + \beta_2 \text{Ålder}_{i,t} + \beta_3 \ln(\text{Storlek})_{i,t} + \beta_4 \text{Likvida medel}_{i,t} + \beta_5 \text{Tillväxt}_{i,t} + \beta_6 \text{Skuld}_{i,t} + \beta_7 \text{Nettoresultat}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Där:

D = Dividendutdelning (dividend per aktie justerad för förändringen i antalet aktier)

Lönsamhet = Avkastning på totalt kapital (Vinst per totala tillgångar)

Ålder = Bolagets ålder (nuvarande år - året då bolaget grundades)

Storlek = Bolagets storlek (den naturliga logaritmen av bolagets totala tillgångar)

Likvida medel = Bolagets mängd likvida medel (kassa och bank per totala tillgångar)

Tillväxt = Försäljningstillväxt (omsättningens tillväxt i förhållande till förra perioden)

Skuld = Skuldsättningsgraden (främmande kapital per eget kapital)

Nettoresultat = Rörelseresultat + finansiella intäkter - finansiella kostnader - skatter

α = Regressionsekvationens konstant

$\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_7$ = De oberoende variablernas koefficienter

ε = Felterm

i = Betecknar ett specifikt bolag

t = Betecknar ett specifikt år

Dividendutdelningar är som tidigare nämnt förknippade med ett censureringsproblem, som uppstår på grund av att vissa bolag inte delar ut dividender alls under den undersökta tidsperioden. Detta leder till att resultatet kan snedvridas mot noll. I Tobit-modellen tas censureringsproblemet i beaktande samtidigt som alla observationer inkluderas i modellen (Brooks, 2008). Tobit-modellen är nödvändig vid studier där censureringsproblem finns, vilket exempelvis utgörs av studier där dividendutdelningar undersöks. Tobit-modellens konstruktion ser ut som följande (Al-Malkawi, Bhatti & Magableh, 2014):

$$y^*_{it} = x'_{it}\beta + \alpha_i + \varepsilon_{it},$$

där

y (den beroende variabeln) definieras som

$$y_{it} = \begin{cases} 0 & \text{om } y^*_{it} < 0 \\ y^*_{it} & \text{om } y^*_{it} > 0 \end{cases}$$

där y^*_{it} är den latent variabeln som beskriver bolagets utdelningsnivå, variabeln x'_{it} är en vektor av förklarande variabler och β är en vektor av okända parametrar (Al-Malkawi et al., 2014).

Eftersom studiens andra beroende variabel utgörs av en dummyvariabel, tillämpas även en logistisk regressionsmodell. Den logistiska regressionsmodellen tillämpar vanligtvis en maximum likelihood-metod, och beskriver den förväntade sannolikheten för att ett bolag tillhör en viss grupp (Brooks, 2008). I denna studie beräknas sannolikheten att höra till gruppen bolag som minskar dividendutdelningen. Den logistiska regressionsmodellen baseras på följande formel (Brooks, 2008; Hauser, 2013):

$$P_i = \frac{1}{1 + \exp[-(a + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_n x_n)]}$$

Där P beskriver sannolikheten att bolaget minskar dividendutdelningen, a är konstanttermen, X_i ($i = 1, \dots, n$) är de oberoende variablerna och β_i ($i = 1, \dots, n$) är de oberoende variablernas estimerade koefficienter.

Sammanfattningsvis används totalt tre modeller i studien: två linjära modeller, det vill säga OLS-modellen och Tobit-modellen, och en icke-linjär modell, som utgörs av en logistisk regressionsanalys. I de linjära modellerna utgör dividendutdelning per aktie den beroende variabeln, och i den icke-linjära modellen består den beroende variabeln av en dummyvariabel som tar värdet 1 ifall bolaget minskat dividendutdelningarna och värdet 0 i andra fall. De oberoende variablerna är samma i alla modellerna, det vill säga avkastning på totalt kapital (lönsamhet), antal år sedan bolaget grundades (ålder), den naturliga logaritmen av bolagens tillgångar (storlek), likvida medel per totala tillgångar (likvida medel), omsättning i förhållande till föregående räkenskapsperiod (tillväxt), totala skulder per eget kapital (skuldsättningsgraden) och nettoresultatet.

6.2 Modelldiagnostik

Nedan presenteras datamaterialets deskriptiva statistik, normalfördelning, multikollinearitet och autokorrelation.

6.2.1 Deskriptiv statistik

I studien används totalt fyra olika datamaterial: två för att analysera dividendutdelningarna under pandemin och två för att analysera dividendminskningarna. De oberoende variablerna är samma i alla datamaterial, men datamaterialen skiljer sig som tidigare nämnt åt till en viss del tidsmässigt. Datamaterialet där dividendutdelningarna analyseras fokuserar till en större del på hur de olika finansiella variablerna påverkats av pandemin och hur de i sin tur påverkat dividendutdelningarna, medan datamaterialet där dividendminskningarna undersöks fokuserar mera på hur pandemin påverkat utdelningarna direkt. I dividendminskningarnas data undersöks därmed dividendutdelningarna som utbetalats under år 2020 (det vill säga då pandemin bröt ut i Finland) och baseras därmed på bokslutsdata från år 2019. I datamaterialet där dividendutdelningarna undersöks används bokslutsdata från 2020 samt de utdelningar som utbetalats under 2021, med syftet att kunna analysera huruvida pandemin påverkat de finansiella variablerna och ifall det skett förändringar i dessa under pandemin. I tabellen nedan visas den deskriptiva statistiken för hela datamaterialet, medan den deskriptiva statistiken för alla fyra datamaterial skilt finns i avhandlingens bilagor.

Datamaterialets deskriptiva statistik

Variabel	Min	Max	Medelvärde	Standardavvikelse	Skevhet	Kurtosis	Kollinarietet
Utdelning per aktie	0,000	2,250	0,328	0,425	1,674	2,477	
Dummyminskning	0,000	1,000	0,202	0,402	1,492	0,227	
Lönsamhet	-60,540 %	41,661 %	2,793 %	11,186 %	-2,003	9,799	1,196
Ålder	0,000	5,919	3,833	0,891	-0,604	1,012	1,117
Storlek	1,843	10,965	5,599	1,947	0,430	-0,518	1,273
Likvida medel	0,029 %	60,841 %	11,321 %	10,137 %	1,849	4,067	1,198
Försäljningstillväxt	-75,301 %	139,711 %	4,579 %	19,835 %	1,232	7,969	1,080
Skuldsättningsgrad	-7,500	9,300	1,439	1,469	-0,135	11,062	1,068
Nettoresultat	-2516,000	1855,000	66,133	273,660	0,539	28,763	1,238

Tabell 6: Hela datamaterialets deskriptiva statistik.

Lönsamheten, som beskrivs av nyckeltalet avkastning på totalt kapital, mäts i procent och har ett genomsnittsvärde på 2,793 procent med en standardavvikelse på 11,186. Det högsta värdet för lönsamheten innehas av bolaget Ilkka-Yhtymä Oyj, med ett värde på 41,661 procent för år 2018. Digitalist Group Oyj innehar det motsvarande lägsta värdet, med -60,540 procent för år 2020.

Bolagets ålder, som beskrivs av nuvarande år subtraherat med året då bolaget grundades, har logaritmerats i datamaterialet. Det överlägset äldsta bolaget i samplet är Fiskars Oyj, som grundades år 1649. Därefter kommer Wärtsilä Oyj som grundades 1834, vilket är betydligt senare. Det genomsnittliga värdet för bolagets ålder uppgår till 3,833 (64,95 år) med en standardavvikelse på 0,891.

Variabeln som beskriver bolagets storlek (mätt som den naturliga logaritmen av de totala tillgångarna) uppgår i genomsnitt till 5,599 med en standardavvikelse på 1,947. Variabeln är som högst för bolaget Fortum Oyj, med ett värde på 10,965 (49 015 miljoner euro 2020 i bokslutet), och som lägst för QPR Software Oyj (1,843).

Det högsta värdet för likvida medel i förhållande till totala tillgångar uppvisas av Rovio Entertainment Oyj år 2018, med ett värde på 60,841 procent. Valoe Oyj har det minsta värdet på 0,029 procent för räkenskapsperioden 2016. Det genomsnittliga värdet uppgår till 11,321 procent och standardavvikelsen är 10,137.

Försäljningstillväxten mäts i procent som bolagets nuvarande omsättning i förhållande till föregående år, och uppgår i genomsnitt till 4,597 procent med en standardavvikelse på 19,835

procent. Den högsta försäljningstillväxten uppvisas av Valoe Oyj för år 2020 (139,711 procent). Den lägsta försäljningstillväxten innehas också av Valoe Oyj (-75,301 procent) år 2019.

Skuldsättningsgraden mäts som bolagets totala skulder i förhållande till det egna kapitalet. Variabeln är tagen rakt från databasen Börldata, och har ett genomsnittlig värde på 1,439 med en standardavvikelse på 1,469. Det högsta värdet för skuldsättningsgraden innehas av Kreate Group Oyj (9,300) för räkenskapsperioden 2019 och det lägsta av Valoe Oyj (-7,500) för räkenskapsperioden 2020.

Det genomsnittliga värdet för nettoresultatet uppgår till 66,133 med en standardavvikelse på 273,660. Fortum uppvisar det högsta nettoresultatet (1855 meur) för år 2020, och Nokia det lägsta (-2516 meur) för räkenskapsperioden 2020.

6.2.2 Normalfördelning

I tabellen ovan visas även datamaterialets skevhet och kurtosis. Skevheten mäter hur symmetrisk datan kring medelvärdet är. Ifall datan är normalfördelad, borde ingen skevhet finnas och datan kring medelvärdet borde därmed vara symmetrisk. Skevheten borde därmed vara kring 0. Kurtosis mäter förekomsten på datans extremvärden, det vill säga mängden observationer som befinner sig i utkanterna av datan. Data som är normalfördelad borde anta ett kurtosisvärde på 3 (Brooks, 2008). För att minska på mängden skevhet och kurtosis i samplet har utstickande observationer exkluderats från samplet.

6.2.3 Multikollinearitet

Ifall de oberoende variablerna till en stark grad korrelerar med varandra uppstår multikollinearitet, vilket kan leda till problem i datasamplet. Det finns två olika grader av multikollinearitet: perfekt multikollinearitet och nära kollinearitet. Perfekt multikollinearitet uppstår då det finns ett exakt samband mellan en eller flera variabler. Detta uppstår exempelvis då samma oberoende variabel oavsiktligt inkluderas två gånger i en regression. Vid perfekt multikollinearitet kan inte de variabler som detta berör alla inkluderas i modellen. Nära multikollinearitet förekommer mer ofta i praktiken, och förekommer då det finns ett samband mellan två eller flera oberoende variabler, men detta samband inte är perfekt (Brooks, 2008).

Nära multikollinearitet i samplet kan ge upphov bland annat till att modellens synbara förklaringsgrad (R^2) är hög, medan de individuella koefficienterna har höga standardfel. Detta leder till att modellen som helhet ser bra ut, medan de de individuella variablerna inte nödvändigtvis är signifikanta (Brooks, 2008). I SPSS används VIF-värdet (eng. Variance inflation factor) för att mäta multikollineariteten i samplet. Ett värde på ett innebär att de oberoende variablerna inte är korrelerade med varandra alls, medan ett värde mellan ett och fem innebär att variablerna är till en viss del korrelerade med varandra. Ifall värdet överstiger fem, indikerar det på multikollinearitet och därmed att det förekommer nära korrelerade variabler i samplet (Shrestha, 2020). I tabellen ovan i kolumnen längst till höger visas datasamplers kollinearitet. Det kan urskiljas att värdet är över ett men under två för alla variabler, vilket indikerar på att det inte finns någon synbar multikollinearitet i samplet.

6.2.4 Autokorrelation

Utgångspunkten i samplet för de linjära modellerna är att feltermerna inte är korrelerade med varandra. Ifall samplets feltermerna råkar korrelera med varandra uppstår autokorrelation. För att ta reda på huruvida det finns autokorrelation i datan används ett Durbin-Watson test, som finns tillgängligt i statistikprogrammet SPSS. Testet är till för att visa första gradens autokorrelation, vilket innebär det beskriver förhållandet mellan en felterm och dess direkta föregående värde. Då Durbin-Watson testets värde är kring två, innebär det att ingen autokorrelation finns i samplet. Ifall värdet är noll finns det perfekt positiv korrelation mellan residualerna, och värdet 4 innebär att det finns en perfekt negativ autokorrelation mellan residualerna (Brooks, 2008). För datamaterialet som inbegriper tiden innan coronaviruset (år 2016 till 2019) och för datamaterialet som beskriver tiden under coronaviruset (år 2020) körs två skilda Durbin-Watson test, vilka visas i tabellen nedan:

Durbin-Watson test (OLS- och Tobit-modell)

Datamaterial 2016-2019	1,775
Datamaterial 2020	2,037

Tabell 7: OLS- och Tobit-modellens Durbin-Watson test.

För tidsperioden innan pandemin är Durbin-Watson testets värde 1,775 och är därmed under två, vilket innebär att det råder en viss positiv autokorrelation i datan. För tidsperioden som beskriver pandemin är värdet 2,037, vilket inbegriper att det finns en minimal negativ

autokorrelation i datan. Värdet för de båda datamaterialen är dock kring två, vilket indikerar på att autokorrelationen inte borde störa analyserna.

6.3 Reliabilitet, validitet och generaliseringsbarhet

Reliabilitet, validitet och generaliseringsbarhet utgör grundläggande utgångspunkter vid utvärdering av studier (Eriksson & Kovalainen, 2008). Reliabilitet innebär graden en procedur resulterar i samma utfall vid upprepade försök, vilket innebär att resultat och slutsatser i liknande studier hålls på en konsekvent nivå (Eriksson & Kovalainen, 2008).

Enligt Bryman och Bell (2017) inbegriper reliabiliteten tre faktorer: stabilitet (resultaten inom en viss grupp hålls stabila vid upprepade mätningar), intern reliabilitet (indikatorer som utgör en skala eller ett index är pålitliga. Indikatorer definieras som olika mått på begrepp som inte är kvantifierbara, exempelvis arbetstillfredsställelse) och interbedömarreliabilitet (subjektiva bedömningar för att olika parter ska överensstämma sinsemellan). Eftersom studien baseras på nyckeltal och annan data i kvantitativ form som kan mätas numeriskt är den interna reliabiliteten inte väsentlig i studien. Av samma orsak är inte heller interbedömarreliabiliteten central, eftersom inga subjektiva bedömningar av flera observatörer görs. Stabiliteten i denna avhandling tryggas genom att ett flertal studier diskuteras och jämförs med varandra. Vidare diskuteras även yttre faktorerers inverkan på studiens resultat.

Enligt Bryman och Bell (2017) beskriver validiteten i en studie huruvida måttet faktiskt mäter begreppet i fråga. För att fastställa validiteten används ofta tidigare forskning inom ämnesområdet som utgångspunkt. Även i denna avhandling har tidigare studier fungerat som inspirationskälla främst gällande val av variabler. Exempelvis nyckeltalen likvida medel, avkastning på totalt kapital, skuldsättningsgrad och nettoresultat används inom tidigare studier som fokuserat på dividendutdelningar under extraordinära förhållanden.

Generaliserbarheten korrelerar med huruvida studiens resultat kan utvidgas till en bredare kontext (Eriksson & Kovalainen, 2008). Detta innebär enligt Bryman och Bell (2017) att ifall endast ett sampel väljs ut för att delta i studien, vill man ofta hävda att studiens resultat är applicerbart även på andra personer som inte deltagit i studien. Ytterligare vill man generalisera resultaten utöver det specifika fallet. Det förutsätter att samplet som ingår i studien ska vara så representativt som möjligt, så att resultaten inte kan anses vara unika för enbart det specifika samplet. Eftersom bolagen som ingår i avhandlingens studie är

börsnoterade och därmed efterföljer vissa standarder, kan det argumenteras för att studiens resultat till en viss grad kan appliceras även på andra börsnoterade bolag.

7 Resultat och diskussion

I kapitlet presenteras studiens resultat enligt de tre modellerna som använts i studien samt vilka variabler som påverkar både dividendutdelningarna och dividendminskningarna under coronapandemin.

I studien undersöks två huvudområden: vilka variabler som påverkat dividendutdelningarna under pandemin samt vilka variabler som påverkar sannolikheten att bolaget minskar dividendutdelningarna under pandemin. Precis som i Krieger et al.:s (2020) studie körs regressionerna för tiden innan pandemin och för tiden under pandemin. De förväntade sambanden för de olika nyckeltalen är som tidigare nämnt följande: lönsamhet (+), ålder (+), storlek (+), likvida medel (+), försäljningstillväxt (-), skuldsättningsgrad (-), och nettoresultat (+).

7.1 Dividendutdelningar

I tabell åtta nedan presenteras OLS- och Tobit-modellens resultat. I modellerna används utdelningarna som gjorts under 2021 (baserat på bokslutet från 2020) för att beskriva pandemitidsperioden. Som tidsperiod för att beskriva tiden innan pandemin används utdelningarna som gjorts under 2017 till 2020, det vill säga under en tidsperiod på fyra år. Som beroende variabel används utdelningar per aktie justerat för förändringar.

	OLS-modellens resultat		Tobit-modellens resultat	
	Innan pandemin	Under pandemin	Innan pandemin	Under pandemin
Beroende variabel	2017 - 2020	2021	2017 - 2020	2021
Oberoende variabler	2016 - 2019	2020	2016 - 2019	2020
Beroende variabel: utdelning/aktie (justerat för förändringen i antalet aktier)				
Konstant	-0,426 (0,001)	-0,472 (0,021)	-0,864 (0,001)	-0,619 (0,029)
Lönsamhet	0,010 (0,001)*	0,003 (0,465)	0,029 (0,001)*	0,012 (0,033)**
Ålder	0,076 (0,001)*	0,040 (0,286)	0,087 (0,001)*	0,043 (0,341)
Storlek	0,074 (0,001)*	0,121 (0,001)*	0,120 (0,001)*	0,112 (0,001)*
Likvida medel	0,004 (0,015)**	0,003 (0,404)	0,003 (0,275)	0,004 (0,424)
Försäljningstillväxt	-2,396 (0,977)	0,003 (0,182)	0,000 (0,810)	0,004 (0,141)
Skuldsättningsgrad	-0,040 (0,001)*	-0,058 (0,033)**	-0,055 (0,007)*	-0,05 (0,189)
Nettoresultat	0,001 (0,001)*	0,001 (0,001)*	0,001 (0,001)*	0,001 (0,001)*
R2	0,469	0,468	-	-
Justerad R2	0,459	0,428	-	-

Tabell 8: OLS- och Tobit-modellens resultat med utdelning per aktie justerat för förändringen i antalet aktier som beroende variabel. Tecknen */**/** beskriver en signifikansnivå på 1-procents-, 5-procents-, respektive 10-procentsnivån.

Ur tabell åtta ovan kan det utläsas, att regressionmodellerna till stor del överensstämmer med de förväntade sambanden. Det förväntade sambandet för variabeln som beskriver lönsamhet (avkastning på eget kapital, ROA) är positivt, vilket överensstämmer med förväntningen att bolag med högre lönsamhet delar ut mera dividender. Variabeln uppvisar ett statistiskt signifikant resultat på 1-procentsnivån endast för tidsperioden innan pandemin (det vill säga för år 2016 till 2019). För tidsperioden som beskriver pandemin (år 2020) uppvisas inget signifikant samband enligt OLS-modellen, men i Tobit-modellen uppvisar variabeln en signifikans på 5-procentsnivån. Variabeln är även signifikant i Hausers (2013) och Alis (2021) studie.

Eftersom Tobit-modellen censurerar de åren där ingen utdelning sker, kan det konstateras att en relevant skillnad mellan OLS-modellen och Tobit-modellen är att Tobit-modellen är mera

förknippad med själva beslutet att dela ut dividender, medan OLS-modellen beskriver sambandet mellan storleken på utdelningarna och de olika variablerna. Det kan därmed konstateras att lönsamheten har en signifikant inverkan på dividendutdelningsbeslutet för tidsperioden som beskriver pandemin.

Det förväntade sambandet mellan bolagets ålder och dividendutdelningar är positivt. Enligt både livscykelteorin och pecking order-teorin borde äldre bolag dela ut mera dividender. Denna variabel skiljer sig åt i jämförelse med tiden innan pandemin och tiden efter pandemin. I OLS-regressionen uppvisar variabeln en signifikans på 1-procentsnivån för tiden innan pandemin i båda modellerna, medan variabeln inte uppvisar några signifikanta samband alls för tiden under pandemin i någondera av modellerna.

Även det förväntade sambandet mellan bolagets storlek och dividendutdelningarna är positivt, vilket innebär att stora bolag borde dela ut mera dividender i jämförelse med mindre bolag. Enligt livscykelteorin har bolag som varit verksamma en längre tid ackumulerat mera kapital och befinner sig i mognadsfasen, och borde därmed dela ut större dividender på grund av minskade investeringsmöjligheter. Enligt tidigare studier (bl.a. Tse, 2005; Denis & Osobov, 2008) används signalering även främst av större bolag, vilket gör att variabeln även kan anknytas till signaleringsteorin. Variabeln mäts som den naturliga logaritmen av bolagets totala tillgångar. I tabellen ovan konstateras ett signifikant resultat på 1-procentsnivån både för tiden innan och tiden under pandemin i båda modellerna. Regressionsanalysens resultat överensstämmer med bland annat Alis (2021) och Hausers (2013) studier, där bolagets storlek konstateras ha en signifikant inverkan på dividendutdelningarna.

Det förväntade sambandet mellan bolagets likvida medel och dividendutdelningarna är positivt, vilket innebär att ju större mängden likvida medel bolaget innehar, desto större är även dividendutdelningarna. Enligt agentteorin beror detta på att aktieägarna vill minska på de agentkostnader som uppstår vid risken för att bolagets ledning gör olönsamma investeringar med det tillgängliga kapitalet, och därmed istället dela ut kapitalet. Variabeln mäts som de likvida medlen i förhållande till bolagets totala tillgångar. I tabellen ovan kan det utläsas att sambandet mellan variabeln och utdelningarna är positivt, och att variabeln uppvisar en signifikans på 5-procentnivån för tiden innan pandemin i OLS-modellen. Tobit-modellen uppvisar dock inget signifikant resultat för motsvarande tidsperiod, vilket indikerar på att skuldsättningsgraden har en signifikant inverkan på dividendutdelningens

storlek, men inte på själva dividendutdelningsbeslutet. Variabeln är även signifikant i Hausers (2013) studie. För tiden under pandemin kan inga signifikanta resultat för variabeln uppvisas.

Det förväntade sambandet mellan bolagets tillväxt och dividendutdelningarna är negativt. Det vill säga, ju högre försäljningstillväxten är, desto mindre borde dividendutdelningarna vara. Detta antagande baseras bland annat på livscykelteorin (bolag med mera tillväxtpotentialer delar ut mindre dividender) och pecking order-teorin (bolag prefererar att finansiera tillväxtpotentialerna med internt kapital och delar därmed ut mindre dividender). Ur tabellen ovan kan det dock utläsas, att det förväntade sambandet dessvärre inte överensstämmer med regressionsanalysens resultat eftersom koefficienterna är positiva för båda tidsperioderna. Inga signifikanta resultat kan heller konstateras för någondera av tidsperioderna.

Också det förväntade sambandet mellan skuldsättningsgraden och dividendutdelningarna är negativt, vilket innebär att bolag med högre skuldsättningsgrad borde dela ut mindre dividender. Variabeln stöds av agentteorin (skulderna används likasom utdelningarna i övervakningssyfte för att minska agentkostnaderna som uppstår vid övervakningen av det fria kapitalet). Variabeln beräknas som de totala skulderna i förhållande till det egna kapitalet. Det kan konstateras att regressionens resultat överensstämmer med det förväntade sambandet, och att variabeln uppvisar ett signifikant resultat på 1-procentsnivån för tidsperioden innan pandemin i båda modellerna. För tidsperioden under pandemin uppvisar variabeln en signifikansnivå på 5-procentsnivån i OLS-modellen, medan Tobit-modellen inte uppvisar några signifikanta samband. Detta indikerar på att skuldsättningsgraden har en signifikant inverkan på dividendutdelningarnas storlek under pandemin, men inte på själva dividendutdelningsbeslutet. Variabeln är även signifikant i Alis (2021) studie.

Det förväntade sambandet mellan bolagets nettoresultat och dividendutdelningarna är positivt, vilket innebär att ju högre nettoresultatet är desto högre borde även dividendutdelningarna vara. Variabeln kan anknytas till dividend smoothing-teorin, som förespråkar att bolagets dividendutdelningar baseras på resultatnivån. Det kan konstateras att analysens resultat överensstämmer med det förväntade sambandet, och att variabeln dessutom är signifikant på 1-procentsnivån både för tidsperioden innan och under pandemin i båda modellerna. Variabeln är även signifikant i Kilincarslans (2021) studie.

Sammanfattningsvis kan det konstateras, att för tidsperioden innan pandemin har variablerna lönsamhet (avkastning på totalt kapital), bolagets ålder, bolagets storlek (den naturliga logaritmen av bolagets tillgångar), likvida medel (likvida medel per totala tillgångar), skuldsättningsgraden (främmande kapital per eget kapital) samt nettoresultatet en signifikant inverkan på dividendutdelningarna. Därmed kan utdelningarna konstateras ha en anknytning till signaleringsteorin, livscykelteorin, pecking order-teorin, agentteorin och dividend smoothing-teorin för tidsperioden innan pandemin.

För tidsperioden under pandemin kan det konstateras att antalet signifikanta variabler sjunker en del. Enligt resultatet uppvisar nu variablerna som beskriver bolagets storlek, nettoresultat, skuldsättningsgrad och lönsamhet en signifikans på minst 5-procentsnivån. Det innebär att större bolag, med bättre resultat, högre lönsamhet och mindre skulder är mer benägna att dela ut dividender under coronapandemin.

Att signifikansnivån minskar kan tänkas bero på att samplet för tiden under pandemin är klart mindre i jämförelse med samplet som beskriver tiden innan pandemin (104 observationer under pandemin och 389 observationer innan pandemin). Därmed försvagas även dividendutdelningarnas koppling till dividendutdelningsteorierna. De teorier studiens resultat finner mest stöd för under pandemin är därmed livscykelteorin, signaleringsteorin och dividend smoothing-teorin. Det kan även konstateras att de förväntade sambanden för variablerna under båda tidsperioderna uppfylls, förutom för variabeln som beskriver bolagets tillväxtpotentialer.

Modellernas resultat stämmer ganska långt överens med tidigare studier. Både Ali (2021) och Hauser (2013) konstaterar att lönsamheten (avkastning på totalt kapital) och storleken har en signifikant inverkan på dividendutdelningen under finanskrisen respektive coronapandemin. Ali (2021) finner även ett signifikant samband mellan skuldsättningsgraden och dividendutdelningarna, medan Kilincarslan (2021) finner stöd för att bolagets resultat har en signifikant inverkan på dividendutdelningarna. Det kan därmed konstateras att tidigare studier stöder avhandlingens slutsats, det vill säga att större bolag, med bättre lönsamhet och resultat samt med mindre skulder är mer benägna att dela ut dividender under pandemiförhållanden.

7.2 Beslutet att minska dividendutdelningar

För att mäta vilka variabler som påverkar dividendminskningarna används utdelningarna som gjorts under 2020 (baserat på bokslutet från 2019) för att beskriva pandemitidsperioden. Som tidsperiod innan för att beskriva tiden innan pandemin används utdelningarna som gjorts under 2017 till 2019, det vill säga under en tidsperiod på tre år. Den beroende variabeln utgörs av en dummyvariabel, som antar värdet 1 ifall bolaget minskat dividendutdelningarna i jämförelse med tidigare räkenskapsperiod, och 0 i andra fall. Resultatet visas i tabell nio nedan:

Den logistiska regressionsmodellens resultat

	Innan pandemin	Under pandemin
Beroende variabel	2017-2019	2020
Oberoende variabler	2016 - 2018	2019
Beroende variabel: dividendminskningar		
Konstant	-3,922 (0,001)	-4,297 (0,006)
Lönsamhet	-0,011 (0,475)	0,011 (0,704)
Ålder	0,426 (0,038)**	0,369 (0,161)
Storlek	0,115 (0,218)	0,273 (0,092)***
Likvida medel	0,016 (0,328)	0,028 (0,320)
Försäljningstillväxt	-0,012 (0,228)	0,002 (0,865)
Skuldsättningsgrad	0,114 (0,341)	0,022 (0,891)
Nettoresultat	-0,002 (0,058)***	-0,002 (0,212)
Prediktionsriktighet	81,40 %	76,00 %
Chi-square	16,960 (0,018)	6,629 (0,468)

Tabell 9: Tabellen beskriver utdelningarna med dividendminskningar som beroende variabel. Tecknen */**/** beskriver en signifikansnivå på 1-procents-, 5-procents-, respektive 10-procentsnivån.

För tiden innan pandemin kan det utläsas att koefficienten för lönsamheten är negativ, vilket innebär att ju högre lönsamheten (avkastning på totalt kapital) är, desto mindre är sannolikheten att bolaget minskar på dividendutdelningen. Det korrelerar med antagandet att

bolag med god lönsamhet delar ut mera dividender. För tiden efter pandemin är koefficienten dock positiv, vilket skulle indikera på motsatsen. Variabeln är dock inte signifikant för någondera av tidsperioden, så inga vidare slutsatser kan dras.

Koefficienten för bolagets ålder antar ett positivt värde för båda perioderna, vilket innebär att ju större bolaget är, desto större är sannolikheten att bolaget minskar utdelningen. Det är även den enda variabeln som uppvisar en signifikans på 5-procentsnivån i samplet, dock endast för tiden innan pandemin. Också variabeln storlek antar ett positivt värde för båda perioderna, vilket innebär att ju större bolaget är, desto större är sannolikheten att bolaget minskar dividendutdelningarna. Variabeln uppvisar även en signifikans på 10-procentsnivån för tidsperioden under pandemin. Variabeln storlek uppvisar däremot ett signifikant samband på minst 5-procentsnivån i Hausers (2013) och Krieger et al.:s (2020) studie. Den positiva koefficienten för likvida medel innebär på motsvarande sätt att sannolikheten att minska dividendutdelningen är större desto mera likvida medel bolaget innehar. För variablerna storlek och likvida medel kan dock inga vidare slutsatser dras i studien, eftersom variablerna inte är signifikanta.

Att variablerna ålder och storlek uppvisar en signifikans på 5- och 10-procentsnivån kan tänkas bero på en del olika orsaker. En orsak kan exempelvis tänkas bero på att större och äldre bolag generellt sett delar ut mera dividender än mindre och yngre bolag. Endast ett bolag som delar ut dividender kan minska dem, och ifall dividendutdelningarna förekommer mera frekvent hos större bolag och äldre bolag kan det även argumenteras för att dividendminskningarna kunde vara större till antalet i dessa bolag. Argumentet stöds av att i modellerna där dividendutdelningarna utgör den beroende variabeln, påverkar variablerna storlek och ålder signifikant utdelningen. En orsak till att storleken uppvisar en signifikans på 10-procentsnivån kan även tänkas vara att större bolag i en högre grad är föremål för offentligheten och därmed även eventuellt mera försiktigare med utdelningen under osäkra förhållanden. I takt med att exempelvis finansbranschen under osäkra ekonomiska förhållanden ofta belastas av dividendregleringar, kan det hända att osäkerheten även spridit sig till andra bolag i offentligheten.

För tiden innan pandemin uppvisar försäljningstillväxten ett negativt samband, vilket inbegriper att ju högre bolagets försäljningstillväxt är, desto mindre är sannolikheten att bolaget minskar på dividendutdelningen. På samma sätt som för lönsamheten, antar

koefficienten ett positivt värde för tidsperioden under pandemin. Variabeln uppvisar dock inte några signifikanta samband, vilket innebär att inga vidare slutsatser kan dras. För skuldsättningsgraden antar koefficienten ett positivt värde för båda tidsperioderna, vilket innebär att ju högre skuldsättningsgrad bolaget har (det vill säga, ju mera skuldsatt bolaget är), desto större är sannolikheten att bolaget minskar dividendutdelningen. Inte heller denna variabel är dock signifikant, så det går inte att dra några vidare slutsatser. Nettoresultatets koefficient antar ett negativt värde. Detta innebär ju högre nettoresultatet är, desto mindre är sannolikheten att bolaget sänker dividendutdelningen. Denna variabel uppvisar även en signifikansnivå på 10-procentsnivån för tidsperioden innan pandemin.

Det kan även konstateras, att samplets bolag inte ökat dividendminskningarna nämnvärt under pandemin. Ur tabell tio nedan beskrivs antalet dividendminskningar bolagen gjort under tidsperioden 2017 till 2020. Ur tabell tio nedan kan det utläsas att bolagen gjort mest dividendminskningar under åren 2019 och 2020, men att dessa minskningar procentuellt sett är ungefär lika stora under båda åren.

Årtal	Antal minskningar av dividendenbeloppen	Inga minskninga	Totalt antal observationer	Totala minskningar (%)
Utdelningar under 2017 (baserat på 2016 bokslut)	10,00	82,00	92,00	10,87 %
Utdelningar under 2018 (baserat på 2017 bokslut)	19,00	80,00	99,00	19,19 %
Utdelningar under 2019 (baserat på 2018 bokslut)	26,00	74,00	100,00	26,00 %
Utdelningar under 2020 (baserat på 2019 bokslut)	27,00	77,00	104,00	25,96 %

Tabell 10: Det totala antalet dividendminskningar under tidsperioden 2017-2020.

Det kan därmed konstateras att studiens resultat skiljer sig åt aningen från tidigare studiers resultat, främst gällande två aspekter. För det första konstaterar Krieger et al. (2020), Ali (2021) och Hauser (2013) att bolagen minskade dividendutdelningarna märkbart under pandemin respektive finanskrisen. Exempelvis konstaterar både Krieger et al. (2020) och Hauser (2013) att antalet dividendminskningar mer än fördubblades under pandemin i än i jämförelse med tidsperioden innan.

För det andra finns det mera signifikanta variabler i de tidigare studierna. Hauser (2013) konstaterar exempelvis att avkastning på totalt kapital, försäljningstillväxten och bolagets storlek har en signifikant inverkan på sannolikheten att minska dividendutdelningarna under finanskrisen. Krieger et al. (2020) konstaterar i sin studie att bolagets storlek, nettoresultat, och skuldsättningsgrad har en signifikant inverkan på dividendminskningarna under pandemin.

Bland annat variablerna avkastning på totalt kapital och skuldsättningsgrad utgör även signifikanta determinanter inför beslutet att minska dividenderna i Alis (2021) studie. Antalet signifikanta variabler är därmed betydligt mindre i denna studie än i de ovan nämnda studierna.

Det kan dock konstateras att det finns vissa väsentliga skillnader mellan denna studie och ovan nämnda studier, vilket kan vara orsaken till att studiernas resultat varierar. Den första skillnaden utgörs av det geografiska läget, eftersom Krieger et al.:s (2020) och Hausers (2013) studier fokuserar på bolag börsnoterade bolag i USA, och Ali (2021) utför en studie ur ett internationellt perspektiv där 13 olika länder ingår. Denna avhandling fokuserar enbart på finländska börsnoterade bolag, vilket kan tänkas påverka studiens resultat. Den andra orsaken utgörs av sampelstorleken. De tidigare studierna har generellt sett en betydligt större sampelstorlek. I Krieger et al.:s (2020) undersökning ingår det ca. 1400 bolag, i Hausers (2013) ca. 4 300 bolag, i Alis (2021) ingår 8889 medan samplet i denna avhandling består av ca. 100 bolag. Det kan därmed konstateras att sampelstorleken är betydligt mindre i denna studie, vilket även mycket väl kan tänkas påverka resultatet. Krieger et al. (2020) använder sig även av kvartalsdata, medan data på årsbasis används i denna avhandling.

Sammanfattningsvis kan det konstateras att det finns relativt få signifikanta variabler som korrelerar med dividendminskningarna. För tiden innan pandemin uppvisar bolagets ålder en signifikans på 5-procentsnivån, medan nettoresultatet uppvisar en signifikans på 10-procentsnivån. Det innebär därmed att desto äldre bolaget är, desto högre är sannolikheten att bolaget minskar dividendutdelningen under så kallade normala förhållanden. För tidsperioden under pandemin uppvisas inga signifikanta samband och modellen är inte heller signifikant, vilket kan utläsas från modellens Chi-square-värde.

Att modellen för pandemitidsperioden inte är signifikant kan högst troligen bero på följande orsaker. För det första är samplet för år 2020 relativt litet (104 observationer), i jämförelse med tidsperioden innan pandemin (291 observationer). För det andra är samplets standardavvikelse höga både för tidsperioden innan och tidsperioden under pandemin, vilket innebär att variablernas spridning och variation inom de olika grupperna är väldigt bred. En stor spridning och en hög relativ osäkerhet i kombination med ett ganska litet sampel för tiden under pandemin kan bidra till orsaken att inga signifikanta samband går att urskiljas för tidsperioden. Datans standardavvikelse illustreras i tabell elva nedan.

Logistisk regressionsanalys, medelvärden och standardavvikelser

Beroende variabel Oberoende variabler	Utdelningar innan pandemin		Utdelningar under pandemin	
	2017-2019		2020	
	2016 - 2018		2019	
	Medelvärde	Standardavvikelse	Medelvärde	Standardavvikelse
Lönsamhet	3,381 %	11,114 %	2,481 %	10,515 %
Ålder	3,856	0,847	3,785	0,991
Storlek	5,534	1,970	5,679	1,913
Likvida medel	11,002 %	10,606 %	10,462 %	9,208 %
Försäljningstillväxt	7,149 %	19,298 %	3,586 %	18,225 %
Skuldsättningsgrad	1,310	1,333	1,600	1,728
Nettoreultat	66,727	237,759	87,244	280,448

Tabell 11: Tabellen illustrerar det logistiska datamaterialets medelvärden och standardavvikelser.

8 Sammanfattning

I kapitlet sammanfattas avhandlingens syfte och resultat. Kapitlet innehåller även en diskussion om datamaterialet samt en överblick över studiens begränsningar och förslag till vidare forskning.

8.1. Avhandlingens slutsatser

Syftet med avhandlingen är att undersöka vilka faktorer som påverkat finländska börsnoterade bolags dividendutdelningar under coronapandemin. Detta har utförts genom att analysera både vilka variabler som påverkat själva dividendutdelningarna under pandemin samt genom att undersöka vilka variabler som påverkat dividendminskningarna under pandemin. Vid analysen av dividendutdelningarna används två linjära modeller, en OLS-modell och en Tobit-modell. I dessa modeller används utdelning per aktie (justerat för antalet aktier) som beroende variabel. Vid analysen av dividendminskningarna används en logistisk regressionsmodell. Som beroende variabel i modellen används en dummyvariabel, som beskriver huruvida bolaget minskat utdelningarna i jämförelse med föregående år. I alla tre modeller inkluderas samma oberoende variabler, som baseras på tidigare studier samt teorier. Nedan presenteras först analysen gällande dividendutdelningarna och därefter analysen av dividendminskningarna.

För tidsperioden innan pandemin uppvisar bolagets lönsamhet (avkastning på totalt kapital), ålder, storlek (det logaritmerade värdet av bolagets tillgångar), skuldsättningsgrad (totala skulder per eget kapital) samt nettoresultat en signifikant inverkan på dividendutdelningen. Variabeln likvida medel (likvida medel i förhållande till totala tillgångar) uppvisar ett signifikant samband i OLS-modellen, men inte i Tobit-modellen. Det indikerar på att mängden likvida medel har en signifikant inverkan på utdelningsnivån, men inte på själva dividendutdelningsbeslutet. Det innebär att större och äldre bolag, med högre lönsamhet, mera likvida medel, högre resultat och en lägre nivå främmande kapital delar ut mera dividender under tidsperioden som i studien definierats som normala förhållanden.

Det kan vidare konstateras, att antalet signifikanta variabler minskar för tidsperioden under pandemin i jämförelse med tidsperioden innan pandemin. Det kan tänkas bero på att samplet för tidsperioden som beskriver tidsperioden under pandemin är relativt litet. Enligt studiens resultat har bolagets storlek samt bolagets nettoresultat en statistisk signifikant inverkan på

finländska börsbolags dividendutdelningar under tidsperioden för pandemin i både OLS-och Tobit-modellen. Variabeln avkastning på totalt kapital (lönsamhet) uppvisar ett signifikant samband för tiden under pandemin endast i Tobit-modellen, vilket indikerar på att variabeln har en signifikant inverkan på själva beslutet huruvida bolaget väljer att dela ut dividender eller inte, men har inte en signifikant inverkan på dividendutdelningens storlek.

Skuldsättningsgraden uppvisar på motsvarande sätt ett signifikant samband i OLS-modellen för tiden under pandemin, vilket indikerar på att variabeln har en signifikant inverkan på dividendutdelningens storlek, men inte på själva dividendutdelningsbeslutet. I jämförelse med tiden under och innan pandemin, är därmed bolagets ålder och mängden likvida medel inte signifikanta under tidsperioden som beskriver pandemin. Studiens slutsats är därmed att större bolag med bättre lönsamhet och resultat samt med mindre skulder är mer benägna att dela ut dividender under pandemiförhållanden. Slutsatsen stöds även av tidigare studier.

Att variablerna lönsamhet, storlek och nettoresultat är signifikanta för tiden under pandemin indikerar på att bolagen åtminstone delvis följer signaleringsteorin, livscykelteorin och dividend smoothing-teorin under pandemin. Enligt signaleringsteorin borde bolaget använda utdelningarna med syftet att signalera bolagets framtidsutsikter till marknaden, och därmed borde ett lönsamt bolag med ett bra resultat dela ut mera dividender. Variablerna storlek och lönsamhet kan även anknytas till livscykelteorin (äldre bolag befinner sig i mognadsfasen där de hunnit generera mera kapital och lönsamheten är hög, och borde därmed dela ut mera dividender). Nettoresultat stöder även dividend smoothing-teorin, som förespråkade att utdelningen baseras på bolagets resultatnivå och att bolagen eftersträvar en jämn utdelningsnivå.

Vid analysen av dividendminskningarna uppvisar studiens resultat ett mindre antal signifikanta variabler både för tidsperioden innan och under pandemin än i jämförelse med tidigare studier. Exempelvis uppvisar studiens resultat att ingen av studiens variabler har en signifikant inverkan på dividendminskningarna under pandemin. Detta kan tänkas bero på att variablernas standardavvikelse är stora i samband med att datamaterialet för tiden under pandemin är relativt litet. Spridningen i datamaterialet är stor för både tidsperioden innan och under pandemin, men i samband med ett mindre sampel för tidsperioden under pandemin lyckas inga signifikanta samband uppvisas. Därmed är det inte heller möjligt att dra någon vidare slutsats om huruvida bolagen efterföljer en viss dividendutdelningsteori under pandemin. En annan skillnad mellan tidigare utförda studier och denna är att antalet

dividendminskningar i samplet inte ökat nämnvärt under pandemin. I tidigare studier konstateras det att antalet minskningar i dividendbeloppen ökat med mer än hälften, vilket även kan vara en bidragande orsak till att modellen inte uppvisar ett resultat i enlighet med tidigare studier.

För tidsperioden innan pandemin uppvisar endast variabeln ålder en signifikant inverkan på dividendminskningarna. Detta innebär att ju äldre bolaget är, desto högre än sannolikheten att bolaget minskar dividendutdelningen. En förklaring till detta kan exempelvis vara att äldre bolag kan vara mer benägna att dela ut dividender, och eftersom de delar ut en större del av utdelningarna kan det även vara där den största delen av minskningarna sker. Ifall yngre bolag inte delar ut så mycket dividender, kan de inte heller göra så många minskningar. I de linjära modellerna konstaterades även bolagets ålder ha en signifikant inverkan på dividendutdelningarna för tidsperioden innan pandemin, vilket stödjer livscykelteorin argument att äldre bolag delar ut mera dividender än jämförelsevis yngre bolag.

Sammanfattningsvis kan det konstateras, att studiens slutsats gällande dividendutdelningarna under pandemin är att större bolag, med bättre lönsamhet och resultat samt med mindre skulder är mer benägna att dela ut dividender under pandemiförhållanden. Slutsatsen stöds av tidigare studier som presenterats i avhandlingen. Studien gällande dividendminskningarna under pandemin medför inga signifikanta slutsatser. Detta kan bero på att avhandlingens sampel är relativt litet samt på en stor variation bland observationerna inom samplet. Till skillnad från tidigare studier har inte heller antalet dividendminskningar ökat nämnvärt under pandemin än i jämförelse med tidsperioden innan pandemin. Dessa faktorer kan tänkas vara bidragande orsaker till att studiens resultat gällande dividendminskningarna inte uppvisar liknande resultat som tidigare studier.

8.2 Begränsningar och förslag till vidare forskning

Det kan argumenteras för att en av studiens svagheter är att samplet är relativt litet, speciellt för tiden som beskriver tidsperioden under pandemin. Samplet innehåller exempelvis dryga hundra bolag för tidsperioden, vilket kan konstateras vara relativt få. Utöver storleken finns det även en viss grad av skevhet och kurtosis i samplet. Den ursprungliga mängden skevhet och kurtosis i samplet har reducerats genom att eliminera utstickande observationer, men även efter det kan det konstateras att samplet till en viss del avviker från de optimala värdena.

Som förslag till vidare forskning kunde dividendutdelningarna under pandemin analyseras ur ett större perspektiv. Eftersom denna studie fokuserar på finländska börsnoterade bolag kunde urvalet breddas i vidare studier, förslagsvis geografiskt eller baserat på bransch eller storlek. Exempelvis kunde samplet utvidgas till att innefatta börsnoterade bolag i hela Norden eller inkludera enbart internationella bolag verksamma inom en viss sektor.

Källförteckning

Aktiebolagslag (624/2006). Hämtad från
<https://finlex.fi/sv/laki/ajantasa/2006/20060624>

Al-Malkawi, H.-A. N., Bhatti, M. I. & Magableh, S. I. (2014). On the dividend smoothing, signaling and the global financial crisis. *Economic modelling*, 42, 159-165.

Al-Malkawi, H.-A. N., Rafferty, M. & Pillai, R. (2010). Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence. *EuroJournals, Inc.*, 9, 171–200.

Ali, H. (2021). Corporate dividend policy in the time of COVID-19: Evidence from the G-12 countries. *Finance research letters*, 102493.

Baker, M. & Wurgler, J. (2004). Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives. *Journal of financial economics*, 73(2), 271-288.

Bali, R. (2003). An empirical analysis of stock returns around dividend changes. *Applied Economics*, 35(1), 51-61.

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

Benavides, J., Berggrun, L. & Perafab, H. (2016). Dividend payout policies: Evidence from Latin America. *Finance Research Letter*, 17, 197-210.

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

Bokföringsnämnden. (8 april 2008). *Osakeyhtiön varojenjaon perusteena olevasta tilinpäätöksestä*. Hämtad från
https://kirjanpitolautakunta.fi/sv/-/osakeyhtion-varojenjaon-perusteena-olevasta-tilinpaatokes-1?languageId=fi_FI

Brav, A., Graham, J.R., Harvey, C.R. & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77, 483–527.

Brook, Y., Charlton, W. T. & Hendershott, R. J. (1998). Do Firms Use Dividends to Signal Large Future Cash Flow Increases? *Financial management*, 27(3), 46-57.

Brooks, C. (2008). *Introductory Econometrics for Finance*. 2nd ed. New York: Cambridge University Press.

Bryman, A. & Bell, E. (2017). *Företagsekonomiska forskningsgrunder*. Stockholm: Liber.

Cheng, L.T.W., Fung, H-G. & Leung, T.Y. (2007). Information effects of dividends: evidence from the Hong-Kong market. *Review Quantitative Finance and Accounting*, 28(1), 23–54.

Coulton, J.J. & Ruddock, C. (2011). Corporate payout policy in Australia and a test of the life-cycle theory. *Accounting and Finance*, 51, 381–407.

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, 341-371.

DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Stulz, R.M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81, 227–254.

Denis, D.J. & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics* 89, 62– 82.

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

Eriksson, P. & Kovalainen, A. (2008). *Qualitative methods in business research*. Los Angeles; London: SAGE.

Fama, E.F. & French, K.R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33.

Goddard, J., McMillan, D. G. & Wilson, J. O. (2006). Dividend smoothing vs dividend signalling: Evidence from UK firms. *Managerial finance*, 32(6), 493-504.

Gordon, M. J. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *The Journal of finance*, 18(2), 264-272.

Grullon, G., Michaely, R. & Swaminathan, B. (2002). Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *Journal of Business*, 75(3), 387–424.

Hauser, R. (2013). Did dividend policy change during the financial crisis? *Managerial Finance*, 39(6), 584-606.

Inkomstskattelag (1535/1992). Hämtad från
<https://www.finlex.fi/sv/laki/ajantasa/1992/19921535#V2>

Jain, P. & Chu, Q. C. (2014). Dividend clienteles: A global investigation. *Review of quantitative finance and accounting*, 42(3), 509-534.

Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

Kallunki, J-P. (2014). *Tilinpäätösanalyysi*. Helsinki: Talentum.

Karikallio, H. (2010). *Dynamic Dividend Behaviour of Finnish Firms and Dividend Decision under Dual Income Taxation*. Doktorsavhandling. Hämtad från:
<http://www.ptt.fi/media/liitteet/julk22.pdf>.

Kauppalehti. (13.1.2020). *Pörssin osinkopotti kutistuu miljardeilla – helmetkin vähissä*. Hämtad från
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/porssin-osinkopotti-kutistuu-miljardeilla-helmetkin-vahissa/ad241502-6f28-4038-afb5-22a5cbe1366b>

Kauppalehti. (31.1.2021a). *Näin koronavirus eteni kuukausi kuukaudelta*. Hämtad från
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/nain-koronavirus-eteni-kuukausi-kuukaudelta/7b40c92b-c5de-4451-a3ab-9ecef8181a0a>

Kauppalehti. (3.1.2021b). *Osinkosijoittaja saa Suomessa yhtiöiltä kuninkaallisen kohtelun – osinkoja maksetaan enemmän kuin Ruotsissa*. Hämtad från
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/osinkosijoittaja-saa-suomessa-yhtioilta-kuninkaallisen-kohtelun-osinkoja-maksetaan-enemman-kuin-ruotsissa/b56cd1e5-5e91-4189-9609-066f445d2ace>

Konkurslag 120/2004. Hämtad från
<https://www.finlex.fi/sv/laki/ajantasa/2004/20040120>

Kilincarslan, E. (2021). Smoothed or not smoothed: The impact of the 2008 global financial crisis on dividend stability in the UK. *Finance Research Letters*, 38(2).

Krieger, K., Mauck, N. & Pruitt, S.W. (2020). The impact of the COVID-19 pandemic on dividends. *Finance research letters*, 42, 101910.

Lagen om återvinning till konkursbo (758/1991). Hämtad från
<https://www.finlex.fi/sv/laki/ajantasa/1991/19910758>

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 (New York)*, 55(1), 1-33.

Labhane, N. B. (2020). A Test of the Catering Theory of Dividends: Empirical Evidence from an Emerging Economy India. *Asian academy of management journal of accounting and finance*, 15(2), 29-52.

Leary, M.T. & Michaely, R. (2011). Determinants of Dividend Smoothing: Empirical Evidence. *The Review of Financial Studies*, 24(10), 3197-3249.

Leppiniemi, J. & Kykkänen, T. (2019). *Kirjanpito, tilinpäätös ja tilinpäätöksen tulkinta*. Helsinki: Alma Talent.

Liljeblom, E., Mollah, S. & Rotter, P. (2013). Do dividends signal future earnings in the Nordic stock markets? *Review of quantitative finance and accounting*, 44(3), 493-511.

Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97–113.

- Lintner, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations. *The review of economics and statistics*, 44(3), 243-269.
- Michaely, R., Thaler, R.H. & Womack, K. (1995). Price reactions to dividend initiations and omissions: overreaction or drift? *The Journal of finance (New York)*, 50(2), 573-608.
- Miller, M. H. & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of business (Chicago, Ill.)*, 34(4), 411-433.
- Mueller, D.C. (1972). A Life Cycle Theory of the Firm. *The Journal of Industrial Economics*, 20(3), 199-219.
- Myers, S. (1984). The Capital Structure. *The Journal of Finance*, 39(3), 575– 592.
- Myers, S. & Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information the Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Nasdaq. (2021). Osakkeet. Hämtad från <http://www.nasdaqomxnordic.com/osakkeet>
- Osakesijoittaja.fi. (2021). Helsingin pörssi - OMXH. Hämtad från <https://www.osakesijoittaja.fi/osakesijoittaminen/helsingin-porssi-omxh/>
- Poterba, J. M. & Summers, L. H. (1984). New Evidence That Taxes Affect the Valuation of Dividends. *The Journal of finance (New York)*, 39(5), 1397-1415.
- Regeringsprop. (109/2005 rd). Regeringens proposition till Riksdagen med förslag till ny lagstiftning om aktiebolag. Hämtad från <https://www.finlex.fi/sv/esitykset/he/2005/20050109.pdf>
- Ross, S. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.
- Shrestha, N. (2020). Detecting Multicollinearity in Regression Analysis. *American Journal of Applied Mathematics and Statistics*, 8(2), 39-42.
- Skatteförvaltningen. (12.6.2017). Kapitalinkomster. Hämtad från: <https://www.vero.fi/sv/privatpersoner/skattekort-och-skattedeklaration/inkomster/kapitalinkomster/>
- Skatteförvaltningen (11.1.2021a). Dividender av noterade bolag. Hämtad från: <https://www.vero.fi/sv/privatpersoner/egendom/placeringar/dividender/dividender-av-noterade-bolag/>
- Skatteförvaltningen (11.1.2021b). Dividender av ett onoterat bolag. Hämtad från: <https://www.vero.fi/sv/privatpersoner/egendom/placeringar/dividender/dividender-av-ett-onoterat-bolag/>

Skatteförvaltningen (1.1.2021c). Beskattning av dividendinkomster. Hämtad från:
https://www.vero.fi/sv/Detaljerade_skatteanvisningar/anvisningar/47901/beskattning-av-dividendinkomster2/

Skatteförvaltningen (26.1.2021d). ÅRSANMÄLAN: Återbetalningar av kapital som beskattas som överlåtelse (VSPAOPAL). Hämtad från:
https://www.vero.fi/contentassets/c3dcde0af9374153aada7e6c63f4cfcc/skatte%C3%B6rvaltningen_ostbeskrivning_vspaopal_2021.pdf

Tse, C-B. (2005). Use Dividends to Signal or Not: An Examination of the UK Dividend Payout Patterns. *Managerial Finance*, .31(4), 12-33.

Yritystutkimus (yhdistys), Korhonen, P. & Företagsanalys. (2015). *Företagsanalys - analys av bokslut*. (9. omarb. uppl.). Helsingfors: Gaudeamus

Bilagor

Bilaga 1 - Lista över bolag inkluderade i studien

Afarak Group Oyj	Incap Oyj	Revenio Group Oyj
Alma Media Oyj	Innofactor Plc	Robit Oyj
Altia Oyj	Kamux Oyj	Rovio Entertainment Oyj
Apetit Oyj	Kemira Oyj	Saga Furs Oyj
Aspo Oyj	Keskisuomalainen Oyj	Sanoma Oyj
Aspocomp Group Oyj	Kesko Oyj	Scanfil Oyj
Atria Oyj	Kesla Oyj	Siili Solutions Oyj
Basware Oyj	KONE Oyj	Sitowise Group Oyj
Biohit Oyj	Konecranes Oyj	Solteq Oyj
Bittium Oyj	Kreate Group Oyj	Soprano Oyj
Boreo Oyj	Lassila & Tikanoja Oyj	SRV Yhtiöt Oyj
Cargotec Oyj	Lehto Group Oyj	SSH Communications Security
Caverion Oyj	Marimekko Oyj	Stockmann Oyj Abp
Componenta Oyj	Martela Oyj	Stora Enso Oyj
Consti Oyj	Metsä Board Oyj	Suominen Oyj
Digia Oyj	Neste Oyj	Talenom Oyj
Digitalist Group Oyj	Nixu Oyj	Tecnotree Oyj
Dovre Group Oyj	NoHo Partners Oyj	Teleste Oyj
Eezy Oyj	Nokia Oyj	Terveystalo Oyj
Elecster Oyj	Nokian Renkaat Oyj	TietoEVRY Oyj
Elisa Oyj	Nurminen Logistics Oyj	Tikkurila Oyj
Enedo Oyj	Olvi Oyj	Tokmanni Group Oyj
Etteplan Oyj	Optomed Oyj	Trainers' House Oyj
Exel Composites Oyj	Oriola Oyj	Tulikivi Oyj
F-Secure Oyj	Orion Oyj	UPM-Kymmene Oyj
Finnair Oyj	Outokumpu Oyj	Uponor Oyj
Fiskars Oyj Abp	Pihlajalinna Oyj	Vaisala Oyj
Fortum Oyj	Ponsse Oyj	Valmet Oyj
Glaston Oyj Abp	PunaMusta Media Oyj	Valoe Oyj
Gofore Oyj	QPR Software Oyj	Verkkokauppa.com Oyj
Harvia Oyj	Qt Group Oyj	Viking Line Abp
HKScan Oyj	Raisio Oyj	Wulff-Yhtiöt Oyj
Honkarakenne Oyj	Rapala VMC Oyj	Wärtsilä Oyj Abp
Huhtamäki Oyj	Raute Oyj	YIT Oyj
Ilkka-Yhtymä Oyj	Reka Industrial Oyj	

Tabeller

Tabell 12: Dividendutdelningar, deskriptiv statistik år 1-4

Dividendutdelningar, deskriptiv statistik år 1-4							
Variabel	Min	Max	Medelvärde	Standardavvikelse	Skevhet	Kurtosis	Kollinaritet
Utdelning per aktie	0,000	1,850	0,327	0,421	1,609	2,019	
Lönsamhet	-0,602	0,417	0,031	0,110	-2,038	10,703	1,174
Ålder	0,000	5,916	3,834	0,884	-0,561	0,954	1,102
Storlek	1,862	10,712	5,572	1,953	0,424	-0,579	1,390
Likvida medel	0,000	0,608	0,109	0,102	2,019	4,857	1,219
Försäljningstillväxt	-0,753	1,397	0,062	0,191	1,800	9,915	1,057
Skuldsättningsgrad	-6,200	9,300	1,394	1,448	0,215	11,116	1,084
Nettoresultat	-1458,000	1789,000	72,129	249,501	2,540	17,946	1,344
Valid N (listwise)	389						

Tabell 13: Dividendutdelningar, deskriptiv statistik år 5

Dividendutdelningar, deskriptiv statistik år 5							
Variabel	Min	Max	Medelvärde	Standardavvikelse	Skevhet	Kurtosis	Kollinaritet
Utdelning per aktie	0,000	2,250	0,332	0,444	1,920	4,120	
Lönsamhet	-0,605	0,297	0,017	0,119	-1,905	7,593	1,560
Ålder	0,693	5,919	3,827	0,922	-0,761	1,293	1,091
Storlek	1,843	10,965	5,701	1,928	0,469	-0,237	1,275
Likvida medel	0,002	0,457	0,131	0,095	1,263	1,432	1,134
Försäljningstillväxt	-0,732	0,629	-0,020	0,207	-0,025	3,069	1,376
Skuldsättningsgrad	-7,500	5,900	1,599	1,545	-1,287	12,153	1,072
Nettoresultat	-2516,000	1855,000	43,361	351,145	-2,187	34,061	1,121
Valid N (listwise)	104						

Tabell 14: Dividendminskningar, deskriptiv statistik år 1-3

Dividendminskningar, deskriptiv statistik år 1-3							
Variabel	Min	Max	Medelvärde	Standardavvikelse	Skevhet	Kurtosis	Kollinaritet
Dummysminskning	0,000	1,000	0,189	0,392	1,597	0,554	
Lönsamhet	-0,602	0,417	0,033	0,111	-1,982	11,050	1,151
Ålder	1,386	5,914	3,856	0,847	-0,240	-0,419	1,160
Storlek	1,862	10,712	5,534	1,970	0,420	-0,594	1,336
Likvida medel	0,000	0,608	0,110	0,106	2,017	4,718	1,221
Försäljningstillväxt	-0,290	1,397	0,071	0,193	2,397	10,641	1,075
Skuldsättningsgrad	-6,200	9,300	1,310	1,333	-0,224	12,014	1,079
Nettoresultat	-1458,000	1496,000	66,727	237,759	1,432	15,423	1,300
Valid N (listwise)	291						

Tabell 15: Dividendminskningar, deskriptiv statistik år 4

Dividendminskningar, deskriptiv statistik år 4							
Variabel	Min	Max	Medelvärde	Standardavvikelse	Skevhet	Kurtosis	Kollinartitet
Dummysminskning	0,000	1,000	0,260	0,441	1,113	-0,777	
Lönsamhet	-0,558	0,269	0,025	0,105	-2,284	10,366	1,274
Ålder	0,000	5,916	3,785	0,991	-1,108	2,746	1,029
Storlek	1,947	10,575	5,679	1,913	0,455	-0,507	1,639
Likvida medel	0,000	0,504	0,105	0,092	1,966	5,082	1,238
Försäljningstillväxt	-0,753	0,790	0,036	0,182	-0,136	6,811	1,071
Skuldsättningsgrad	-5,800	9,200	1,600	1,728	0,656	8,801	1,151
Nettoresultat	-103,608	1789,000	87,244	280,448	4,408	20,688	1,521
Valid N (listwise)	104						