



UNIVERSITY OF GOTHENBURG
SCHOOL OF BUSINESS, ECONOMICS AND LAW

Utdelning under en pandemi

har statliga stöd haft någon påverkan?

Magisteruppsats i Avancerad Externredovisning
VT2021

Författare:

Diez, Emily - 19980426
Johansson, Rebecka - 19940917

Handledare:

Mari Paananen

Abstract

Master thesis (60 credits) in Business administration, School of Business, Economics and Law at University of Gothenburg. External accounting, spring semester 2021.

Author: Emily Diez och Rebecka Johansson

Supervisor: Mari Paananen

Title: Dividends during a pandemic: *does government grants have an impact?*

Background and problem: Government grants were introduced during the covid-19 pandemic as an economic resource for companies. Companies who did receive grants, also suggested dividend payouts for 2020. The suggested payout in 2020 sparked a debate on the usage and distribution of grants. Officially, politicians are opposed to the idea that companies who receive grants, also can conduct dividend payouts, whereas the business world believes that these two topics are separate and should be treated as such. The relationship between grants and payouts is a new phenomenon and should thus be evaluated to determine if there is a correlation between the government grants and dividends during the pandemic.

Purpose: The purpose of the study is to examine if the dividend level in 2020 differs between companies that received government grants during the covid-19 pandemic, and companies that did not receive grants. This will be done by studying the abnormal change in dividend levels, which is the percental difference between normal dividend level and dividend level of 2020. Other factors that affect dividend levels during the pandemic will also be studied.

Delimitation: The thesis will focus on Swedish publicly traded companies with existing dividend policies from previous years, or for 2020. Other value transfers will not be included.

Method: A multiple regression analysis with 220 observations has been performed. The empirical result has been analyzed with literature regarding government grants, crisis and dividends.

Results and conclusion: A positive correlation has been found between government grants and abnormal changes in dividend levels. The factors that have a significant impact on the abnormal change in the dividend levels includes return on total assets, debt-equity ratio, and $\ln(\text{assets})$. This concludes that Swedish publicly traded companies who received government grants in 2020, have higher dividend levels than companies who did not receive grants. Influence from industries and individual grants could not be concluded in this study.

Suggestions for further research: An in-depth study about the correlation between dividends and government grants is highly relevant. Here, we recommend further studies on the level of impact the grants had on the levels of dividend payouts.

Keywords: Government grants, dividends, Covid-19 pandemic.

Sammanfattning

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, Magisteruppsats, Externredovisning VT21

Författare: Emily Diez och Rebecka Johansson

Handledare: Mari Paananen

Titel: Utdelning under en pandemi: *har statliga stöd haft någon påverkan?*

Bakgrund och problem: Under covid-19 pandemin introducerades statliga bidrag som ekonomisk resurs för företag. Företagen som mottagit bidrag beslutade även att ge utdelning för år 2020. Beslutet om utdelning för 2020 orsakade en debatt om användning och distribuering av bidragen. Offentligt har politiker motsatt sig utdelning efter mottagande av bidrag medan näringslivet sagt att man bör skilja på utdelning och bidrag. Då relationen inte tidigare varit ett problem är det angeläget att se hur samband mellan statliga bidrag och utdelning ser ut under en pandemi.

Syfte: Studiens syfte är att undersöka om utdelningsnivån 2020 skiljer sig mellan företag som mottagit statliga bidrag under covid-19 pandemin och företag som inte tagit emot bidrag. Detta görs genom att kolla på den abnormala förändringen i utdelningsnivån vilket är den procentuella skillnaden mellan normal utdelningsnivå och utdelningsnivå 2020. Vidare ska övriga faktorer som påverkar utdelningsnivån under en pandemi studeras.

Avgränsningar: Uppsatsen fokuserar på svenska börsnoterade företag som har en utdelningspolicy tidigare år alternativt för år 2020. Andra värdeöverföringar inkluderas ej.

Metod: En multipel regressionsanalys med 220 observationer har gjorts. Det empiriska resultatet har analyserats och tolkats utifrån en litteraturgenomgång av statliga bidrag, kriser och utdelning.

Resultat och slutsatser: Ett positivt samband har kunnat utläsas mellan statliga bidrag och förändring i abnormal utdelningsnivå. Signifikanta faktorer till förändring i abnormal utdelningsnivå är räntabilitet på totalt kapital, skuldsättningsgrad och $\ln(\text{tillgångar})$. Detta innebär att vi kan se att företag som mottagit statliga bidrag har högre utdelningsnivå än de företag som inte har mottagit bidrag. Påverkan från olika industrier och individuella bidrag har studien inte kunnat dra slutsatser om.

Förslag till vidare forskning: En fördjupad studie om relationen mellan aktieutdelning och statliga bidrag kan vara aktuell. Ytterligare perspektiv för om bidragen varit en grund för utdelningen eller om företagen självständigt klarat samma utdelningsnivå kan vara intressant.

Nyckelord: Statliga bidrag, aktieutdelning, Covid-19 pandemin.

Innehållsförteckning

1. Utdelning under en pandemi - har statliga stöd en påverkan?	4
1.1 Bakgrund	4
1.2 Problemdiskussion	4
1.3 Syfte och frågeställningar	6
1.4 Avgränsningar	6
1.5 Bidrag och relevans	6
2. Litteraturgenomgång och hypotesutveckling	7
2.1 Utdelning och utdelningspolicy	7
2.2 Faktorer som påverkar utdelning	7
2.3 Kriser och dess påverkan på företag och utdelning	8
2.4 Statliga bidrag	9
2.5 Hypotesutveckling	9
3. Metod	11
3.1 Modeller	11
3.2 Data	13
3.4 Metoddiskussion	15
4. Resultat och Analys	16
4.1 Deskriptiv statistik	16
4.1.1 Samtliga observationer	16
4.1.2 Utdelningsnivå med respektive utan bidrag	18
4.1.3 Statliga bidrag	19
4.1.4 Industri	20
4.1.5 Sammanfattning deskriptiv statistik	21
4.2 Hypotestest	21
5. Diskussion	23
6. Slutsats	24
7. Vidare forskning	25
8. Källhänvisning	26
8.1 Artiklar	26
8.2 Litteratur	27
8.3 Övriga referenser	28
9. Bilagor	30
Bilaga 1: Urval	30
Bilaga 2: Regression	32

1. Utdelning under en pandemi - har statliga stöd en påverkan?

1.1 Bakgrund

När coronaviruset [Covid-19] förklarades som en pandemi fick det stora effekter på världsekonomin (Folkhälsomyndigheten 2020). Den globala spridningen av viruset gjorde att många länder införde restriktioner som påverkade samhället och företagen i form av nedskärning av produktion, ökad arbetslöshet, minskad internationell handel, ökade konkurser och mycket mer (Laude & Brûlé-Gapihan, 2020). För att förhindra att covid-19 pandemin skulle få allt för negativa ekonomiska konsekvenser för företagen i Sverige infördes statliga bidrag som företagen kunde ta del av (Regeringskansliet u.å). Statliga bidrag definieras enligt IAS 20 som resurser som överförs från svenska staten till enskilda företag i syfte att ge en ekonomisk fördel till dessa företag. Under pandemin kunde statliga bidrag därav användas i syfte att lindra effekter av förlorade intäkter och ökade kostnader som på sikt kan leda till konkurser. Exempelvis introducerades bidrag för ökade sjuklönekostnader, stöd för betydande minskning av omsättningen och permittering av personal (Tillväxtverket, 2020; Skatteverket, 2020; Regeringskansliet u.å). Bidrag i form av ekonomiska resurser syftade således att stärka företag att stålla om under pandemin och därmed ha större chans att klara krisen (Regeringen 2020).

De första statliga bidragen kunde sökas under våren 2020 då många företag var i tidsperiod att besluta om utdelning för föregående räkenskapsår. Att företag hade möjlighet att ge utdelning i samband med mottagande av bidrag ansågs av myndigheterna som ett problem då aktieutdelning visar att företag inte befinner sig i en ekonomisk kris (Svenska dagbladet Näringsliv [SvD], 2020; Dagens nyheter [DN], 2020). Tillväxtverket (2020a) införde därför regler om att aktieutdelning inte får ske två månader innan företaget ansökt om stöd eller sex månader efter att stödet mottagits. Företagen var därmed tvungna att välja mellan ta emot statliga stöd och inte ge utdelning eller att göra utdelningar och inte ta emot statliga stöd. Många företag drog därför in sina utdelningar för räkenskapsåret 2019 för att kunna ta emot statliga bidrag under våren 2020.

Under senare delen av 2020 hade en förändring på marknaden skett vilket ledde till ökad konsumtion i samhället (Herrenbrueck, 2021). Företagen anpassade sig genom alternativa investeringar i näthandel och nya marknader som resulterade i ökad omsättning (*jfr* Electrolux 2020; SKF 2020; Beijer Alma 2020). Detta har medfört att företag inte i samma utsträckning sökt statliga bidrag under senare kvartal, utan hanterat kostnader helt på egen hand tack vare ökad omsättning. Det har möjliggjort att utdelning har kunnat ges under förutsättningen att det gått sex månader sen företaget senast tagit emot bidrag. Under våren 2021 beslutade många företag att ge utdelning för räkenskapsåret 2020 vilket ledde till en ny diskussion om aktieutdelning och dess relation till statliga bidrag, trots att företagen följt reglerna. Diskussionen fokuserades på aspekten att skattebetalarna kan anses ha stått för den stora utdelningen genom de statliga bidragen och inte företaget självt genom sina vinster (DN, 2020). Om vinstmedel delas ut trots att verksamheten varit påverkad av pandemin på sådant sätt att bidrag har behövt sökas, kan aktieutdelningen således delvis ansetts varit finansierad av skattemedel.

1.2 Problemdiskussion

I en artikel från The Associated Press (2020) skrevs att det aldrig har varit så tydligt som under det senaste året att aktiemarknaden och ekonomin är två skilda ting. Börsen och de stora företagens värde har gått upp medan arbetslösheten ökat och mindre företag har gått i konkurs. Detta bekräftades av Konjunktur Institutionen [KI] (2020) som visade i en granskning av den svenska marknaden att produktionen har gått upp medan arbetsmarknaden har släpat efter. Den amerikanska börsen likt den svenska drog in aktieutdelningar i början av pandemin på grund av osäkerheten på marknaden. Enligt en artikel från Barrons (2020) började dock amerikanska börsnoterade företag redan under hösten 2020

att ge utdelning igen. Under 2021 har vi även sett att flera svenska börsnoterade företag valt att ge utdelning för räkenskapsåret 2020. I media har det diskuterats kring företag såsom Volvo, Sandvik, Thule och Alfa Laval som alla har tagit emot statliga bidrag och samtidigt valt att ge en så kallad rekordhög utdelning till sina aktieägare (Sveriges Television Nyheter [SVT] 2021; Privata affärer, 2021). Trots att företagen följt Tillväxtverkets regler vad gäller utdelning kan man se flera andra problem med att ge utdelning under en pandemi. Dels på grund av att det fortfarande råder osäkerheter på marknaden vilket kan leda till att bidrag senare kan behövas sökas. Dels för att företagen inte verkar behöva pengarna de fått genom de statliga bidragen då de inte kan anses befinna sig i en ekonomisk kris. Företagare anser å andra sidan att utdelningar är väsentligt för samhällsekonomin då en mängd svenska privatpersoner innehar aktier i företag (Dagens Industri [DI], 2021). Vd:n för Svenskt Näringsliv anser att utdelningar inte ska blandas med statliga bidrag, då utdelning istället innebär att företag i grunden är hälsosamma (Svenskt näringsliv, 2021). Det råder således skilda diskussioner gällande utdelning under en pandemi. Näringslivet anser att utdelning är en förutsättning för att företagen ska kunna leva vidare oavsett bidrag eller ej. Politiker talar för att bidrag endast ska vara för de företag som går igenom en ekonomisk kris och att aktieutdelning bevisar motsatsen. Med hänsyn till ovanstående debatt som skiljer politiker och företagare åt kan man fråga sig hur statistiken för utdelningar sett ut under pandemin och vad tidigare forskning säger om relationen mellan statliga bidrag och utdelning.

Tidigare forskning beträffande statliga bidrag behandlar till stor del företag som är i ständigt behov av stöd. Detta relaterar bland annat till företag som sysslar med forskning och utveckling och andra icke-vinstdrivande bolag. (jfr Verbruggen & Christiaens 2012; Ashley & Van Slyke 2012). Bidragen blir på så sätt väsentliga för företagen och kan anses fungera som incitament att fortsätta forskningsprojekt som utvecklar samhället. En annan aspekt som studerats är om statliga bidrag höjer effektivitet inom innovation (Hong, Feng, Wu & Wang, 2016). Statliga bidrag har tidigare forskats om och studerats i relation till effektivitet och hur det bidrar till ökning av innovation. Stöden har således setts som långsiktiga och projektrelaterade vilket till stor del skiljer dem åt från de bidrag som introducerats under pandemin. Statliga bidrag som uppkommit i och med pandemin är ett nytt fenomen som medfört att en stor del av Sveriges börsnoterade företag mottagit statliga bidrag. Den kontroversiella frågan om att mottagande av bidrag inte är förenligt med utdelning har således inte tidigare studerats då problemet tidigare inte har existerat. Av den anledningen är en ny studie inom området mycket aktuellt.

Baserat på ovanstående diskussion och sett till tidigare forskning kan vi konstatera att det inte förekommit en tidigare problematik mellan statliga bidrag och aktieutdelning. Tidigare bidrag som främjar forskning och utveckling, går främst till företag som inte vinstmaximerar. Under pandemin har bidragen fungerat som en ekonomisk resurs för att förhindra fler samhällskriser, vilket innebär att bidrag även ges till resultatorienterade företag med möjlighet att ge utdelning av vinster. Detta är sällan en möjlighet för företag som ständigt behöver stöd för forskningsprojekt. Vi kan utifrån detta se en intressant frågeställning om hur statistiken ser ut för aktieutdelning under covid-19 pandemin samt om det skiljer sig mellan företag som tagit emot bidrag eller inte. Andra intressanta aspekter som kan vara intressanta att studera är om branscher har påverkats olika och om det finns relationer mellan de enskilda stöden som introducerats under pandemin och förändrad utdelning.

En grundläggande fråga att ställa sig är hur många av de företag som mottagit statliga bidrag som faktiskt har valt att ge utdelning för räkenskapsåret 2020. Visar det sig att en stor andel företag mottagit bidrag och gett utdelning är det intressant att studera om utdelningen ökat eller minskat under pandemin och om utdelningsnivån kan skilja sig åt mellan företag som mottagit bidrag respektive inte mottagit bidrag. Vilka typer av företag vågar ta den risken och kan utdelningen variera beroende på vilket stöd som mottagits?

1.3 Syfte och frågeställningar

Med bakgrund av ovanstående diskussion har vi valt att undersöka om det finns ett positivt samband mellan mottagna statliga bidrag och förändrad utdelningsnivå 2020. Genom att studera sambandet syftar studien till att undersöka om statliga bidrag kan ha medfört en avvikande utdelningsnivå i jämförelse med företag som inte mottagit bidrag. Det ska göras genom att kolla på den abnormala förändringen i utdelningsnivån vilket i detta fall innebär den procentuella förändringen mellan normal utdelningsnivå och utdelningsnivån för 2020. Vidare vill vi undersöka vilka företagsspecifika faktorer som leder till förändring i utdelningsnivå och om den abnormala förändringen skiljer sig åt beroende på vilket bidrag företagen mottagit samt vilken bransch de befinner sig i. Detta leder till nedanstående frågeställningar.

Frågeställningar:

- Finns det ett positivt samband för företag som mottagit statliga bidrag och den abnormala förändringen i utdelningsnivån?
- Vilka företagsspecifika faktorer kan påverka det eventuella sambandet under en pandemi?
- Påverkas den abnormala förändringen olika beroende på vilket bidrag som mottagits samt vilken industri företaget befinner sig i?

1.4 Avgränsningar

Vi har valt att endast fokusera på svenska börsnoterade företag för resultatet ska bli så jämförbart som möjligt. Komplexitet kan uppstå om utländska företag hade inkluderats då stimulansen och stödpaketet från staten kan skilja sig åt mellan olika länder. De utvalda svenska företagen måste dessutom ha gett utdelning under ett antal år tillbaka, alternativt för år 2020, för att de ska bli relevanta i studien. Vidare är huvudfokuset på sambandet mellan utdelning och statliga bidrag, vilket innebär att andra värdeöverföringar och bonusar ej kommer att inkluderas. Detta på grundval av att studien inte ska få en för bred omfattning utan istället vara en fördjupad analys inom området utdelning.

1.5 Bidrag och relevans

Studien förväntas bidra med empiri kring hur utdelningsnivån förändrats under covid-19 pandemin 2020. Sambandet mellan statliga bidrag och utdelningsnivå är intressant att studera då det kan ge en indikation på hur näringslivet stimuleras av statliga stöd i en kris. Forskningen ska ge en djupare analys i hur de olika bidragen kan påverka utdelningen samt hur det ser ut i olika industrier. Studien kan därmed bidra till en grundläggande förståelse till hur statliga bidrag kan relatera till aktieutdelning. Om studien påvisar att ett positivt samband mellan mottagande av bidrag ökad utdelningsnivå existerar kan det vidare studeras huruvida den höjda utdelningen beror på bidragen eller inte. Det kan bidra till ny forskning som problematiserar tillfälliga statliga bidrag och ett bredare perspektiv för diskussionen om aktieutdelningar under pandemin.

2. Litteraturgenomgång och hypotesutveckling

2.1 Utdelning och utdelningspolicy

Booth & Zhou (2017) preciserar utdelningspolicy som företagets fördelning av vinsten mellan företaget och dess delägare. Att företag innehar en policy för utdelning har ansetts mer eller mindre relevant utifrån vilken teori man utgår ifrån. Miller och Modigliani (1961) presenterade en teori om att företag och dess aktiekurs inte påverkas av utdelningspolicys. De menar således att ett företags utdelningspolicy är helt irrelevant för avgörande av dess värde. Teorin förutsätter dock att det råder en perfekt marknad där investerarna och företagen är rationella. Denna teori har under årens gång ifrågasatts av många andra studier där bland annat den så kallade signalteorin förespråkar att företagsledningen kan använda utdelningspolicy för att ge en indikation om företagets framtida resultat (Bhattacharya, 1979). Genom att börja ge, alternativt öka utdelningen sänder företagsledningen starka positiva signaler om företagets framtidsutsikter (Bhattacharya, 1979). Frankfurter, Wood & Wansley (2003) framför även att en ökad utdelning gör att förväntningar på bolaget ökar vilket i sin tur kan medföra öknings i efterfrågan på aktier och därmed ökning i aktiepriset. En annan studie som motbevisar Miller och Modiglianis teori är den så kallade "Bird in the hand" teorin som presenterades av Lintner (1956). Teorin hävdar att det finns ett positivt samband mellan utdelning och ett företags värde, d.v.s. att en hög utdelning ökar aktieägarnas tillfredsställelse vilket ökar företagets värde. Även agentteorin har använts för att förklara att utdelningspolicy har en påverkan på företaget. Teorin bygger på att det kan uppstå informationsasymmetri mellan agenten och principalen då dessa har olika målsättningar. Ett vanligt sådant förhållande förekommer i företag där företagsledningen är agent och företagets aktieägare är principal, varpå aktieägarna har som mål att maximera vinsten medan företagsledningen kan välja att vidta handlingar som är gynnsamma för dem själva och till nackdel för aktieägarna (Jensen & Meckling, 1976). En intressekonflikt som kan uppstå mellan parterna är enligt Jensen (1986) allokering av kassaflödet. Ett högt kassaflöde ger företagsledningen möjligheter till att investera, vilket kan leda till investering av projekt som är ineffektiva. Aktieägare strävar därför efter att få en så hög utdelning som möjligt för att minska kassaflödet och risken att företagsledningen lägger de pengarna på att finansiera ineffektiva investeringar (Jensen, 1986; Frankfurter & Wood, 2002). Rozeff (1982) påvisar att en så kallad optimal utdelning minskar agentkostnaderna och ökar transaktionskostnaderna för det externa kapitalet.

Sammanfattningsvis kan sägas att företag som innehar en utdelningspolicy som uppfylls kan ses som förtroendeingivande. Utdelning ger en indikation på att företaget är välmående och lönsamt. Detta kan leda till att delägare har större incitament att återinvestera medel i bolaget eller att fortsätta inneha aktier. Resonemanget att incitament att kvarhålla eller fortsätta investeringar i bolaget kan således anses öka om utdelningspolicyn uppfylls.

2.2 Faktorer som påverkar utdelning

Det finns även studier som visar att utdelning baseras på företagsspecifika faktorer. En studie gjord av Fama och French (2001) visar att utdelning påverkas av företagets lönsamhet, tillväxtpotentialer och storlek. Enligt forskarna så använder företag som har stora investeringsmöjligheter kassaflödet för att göra lönsamma investeringar istället för att ge utdelning. Detta stöds av DeAngelo, DeAngelo och Stulz (2006) som föreslår att utdelning beror på den så kallade livscykelteorin, d.v.s. att utdelningar uppkommer från företagets finansiella livscykel. Det innebär att mogna och väletablerade företag med låga investeringsbehov tenderar att ge utdelning medan unga och nyetablerade företag med höga investeringsbehov och låga resurser tenderar att kvarhålla sin vinst. Al Shabibi & Ramesh (2011) undersökte vilka faktorer som påverkar utdelningspolicy i brittiska detaljhandelsföretag. De faktorer som fastställdes ha en fundamental påverkan på utdelningen var företagets storlek, lönsamhet, likviditet,

hävstång och tillväxt. Studien visade även att det fanns korrelationer mellan företagets ekonomiska resultat, styrelsens oberoende och företagets storlek på utdelningspolicyn. Bahreini & Adaoglu (2018) studerade vilka faktorer som påverkade utdelningen i rese- och fritidsföretag i västra Europa. Studien visade att företagets storlek, lönsamhet, investeringsmöjligheter och immateriella tillgångar har en positiv påverkan på utdelning, medan skuldsättningsgraden å andra sidan drar ner utdelningen. Ovanstående faktorer ansågs även väsentliga för utdelning enligt en svensk studie skriven av Andersson, Bergquist, and Eriksson (2016). Studien undersökte hur vinstfördelningen såg ut i massa- och pappersindustrin i Sverige mellan åren 1945 - 1974. Resultatet visade att kapitalstrukturen, ålder och storlek hade en stor inverkan på utdelningen. Bildik och Fatemi (2012) studerade hur utdelningar ser ut på en global nivå. Studien inriktade sig på företag i 33 länder och hur deras utdelningar har förändrats under en tidsperiod på 22 år. Undersökningen visade att företagen mellan marknaderna har haft en nedåtgående trend vad gäller utdelning till aktieägare. Under tidsperioden minskade mängden företag som ger utdelning från 87 % till 53 %. Vidare identifierade de att större företag, företag med högre lönsamhet samt företag med höga tillväxstmöjligheter har en större tendens till att ge utdelning vilket överensstämmer med bland annat studien av Fama och French (2001). Studien visade också att mängden företag som ger utdelning varierar avsevärt mellan olika branscher. Industrier såsom byggmaterial, tobak, oljeraffinering, livsmedel, el etc. har en hög andel företag som ger utdelning medan industrier som metallbrytning, gruvdrift, hälsovårdstjänster, företagstjänster etc. har en liten andel företag som ger utdelning. De företag som har låg lönsamhet, höga investeringar, lågt börsvärde och höga tillgångstillväxter utgör den lägsta andelen som ger utdelning.

2.3 Kriser och dess påverkan på företag och utdelning

Tidigare studier har visat att företag under kriser vidtar åtgärder för att minska de negativa konsekvenserna för företaget, varibland en av dessa åtgärder är att minska utdelningar (Bildik, Fatemi & Fooladi 2015; Floyd, Li & Skinner 2015; Bliss, Cheng & Denis 2015; Hauser, 2013). En av studierna gjord av Hauser (2013) visar att företag tenderar att ändra sin utdelningspolicy under finansiella kriser. Studien baserades på finanskrisen 2008–2009 och undersökte hur stor sannolikhet det var att företag sänkte alternativt avstod från att ge utdelning under dessa år. Undersökningen visade att sannolikheten för att företag drog in utdelningen ökade signifikant under 2008–2009, trots att de hade jämfört med variablerna i livscykelmodellen. Nguyen, Le, Duong & Hoang (2013) undersökte om det fanns ett samband mellan lönsamhet och utdelningsnivån under en tidsperiod som inkluderade finanskrisen 2008. Studien visade ett negativt samband som innebär att en ökning av lönsamheten resulterade i att utdelningsnivån gick ner. Sambandet förklarades av Nguyen bero på att företag är mer försiktiga med sina likvida medel under en finansiell kris och vill gärna spara dessa när det råder oroligheter på marknader.

Lågkonjunkturer brukar traditionellt sätt medföra att utdelningarna minskar och att marginalinkomsten ökar vilket orsakar låga priser på tillgångar (Bluedorn, Decressin & Terrones 2014). Resultatet av detta blir att privatpersoners inkomster minskar som i sin tur påverkar konsumtionen. Tidigare lågkonjunkturer har medfört stora konsekvenser på marknaden, som generellt tar lång tid att återhämta sig ifrån. Covid-19 pandemin har dock visat motsatta effekter till tidigare lågkonjunkturer. På den amerikanska och europeiska marknaden återhämtade sig aktiekurserna förvånansvärt fort efter börskraschen som kom i början av pandemin. Samtidigt så ökade arbetslösheten och många mindre företag tvingades stänga ner sin verksamhet (The Associated Press, 2020). Amerikanska finansanalytiker har förklarat att aktiemarknadens återhämtning beror på att investerare är framåtblickande och ser ett snabbt slut på den pågående pandemin. Vidare förklarar dem att stora företag som är börsnoterade har större chans att ta sig igenom pandemins effekter, och kanske till och med dra

nytta av dem. En sista och viktig förklaring till återhämtningen är stimulansen företagen får från centralbankerna genom bland annat sänkta räntor (Lynch, 2020; The Associated Press, 2020). En studie gjord av Herrenbrueck (2021) visar att covid-19 pandemin skiljer sig från tidigare lågkonjunkturer då priserna på tillgångar har ökat istället för att minska. Han förklarar att de hinder som har uppstått för konsumtion har drivit ner det marginella värdet på inkomster och istället ökat värdet på tillgångar. Att det skiljer sig från tidigare lågkonjunkturer förklaras bland annat av att konsumtionen i en pandemi hindras av hälsa och inte inkomst, vilket det i normalfallet beror på.

2.4 Statliga bidrag

Med anledning av Covid-19 pandemin erbjöd staten olika stödpaket till företagen i syfte att stimulera ekonomin på den svenska marknaden. De stöd som har tillhandahållits företagen inkluderar bland annat omställningsstöd, stöd för korttidsarbete, ersättning för sjuklön, stöd avseende hyresrabatter, sänkta sociala avgifter samt uppskov av skatter. Omställningsstödet ansöks hos Skatteverket och innebär att företaget får stöd för den omsättning man förlorat till följd av pandemin. För att få stödet måste nettoomsättningen ha minskat kraftigt och nedgången måste bero på smittspridningen av covid-19 (Skatteverket, 2020). Stöd för korttidsarbete ansöks hos Tillväxtverket och innebär att företag kan få ersättning för de kostnader som uppstår när de permitterar personal, det vill säga minskar de anställdas arbetstid (Tillväxtverket, 2020b). Villkor som måste vara uppfyllda för att kunna erhålla stödet är bland annat att företaget måste ha drabbats av ekonomiska svårigheter utanför deras kontroll, gjort insatser för att minska personalkostnaderna på egen hand, inneha interna avtal om korttidsarbete, inte vara på obestånd och mycket mer. Företaget får inte heller under stödperioderna, samt två månader innan och sex månader efter stödperioden, besluta om utdelning till aktieägarna (Tillväxtverket, 2020a). Reglerna för sjuklönekostnaderna har som en följd av pandemin tillfälligt ändras, vilket framgår av förordningen 2020:195 som infördes i samband med pandemin. De tillfälliga reglerna innebär att arbetsgivare betalar sjuklön till sina anställda precis som vanligt, och kan vid en senare tidpunkt erhålla kompensation från staten för denna kostnad (Försäkringskassan, 2020). Hyresstödet handläggs av Länsstyrelsen och innebär att hyresvärdar kan ge rabatt till sina hyresgäster och få ersättning för de minskade kostnaderna som uppstår i och med åtgärderna. Förutsättningar för att få stödet innefattar bland annat att hyresgästen måste vara verksam i någon av de branscher som omfattas av stödet samt att hyresvärderna och hyresgästen har gjort en överenskommelse om hyresrabatten (Länsstyrelsen, 2020). Företagen kunde även under 2020 ansöka om anstånd med skattebetalning samt mellan mars och juli ansöka om tillfälligt sänkta arbetsgivaravgifter. Detta ansöktes hos skatteverket och innebar en stor skattelättnad för många företag (Skatteverket, 2020a; Skatteverket 2020b).

2.5 Hypotesutveckling

I litteraturgenomgången fastslog majoriteten av studierna att utdelning och utdelningspolicies har en påverkan på företaget. Det framgick även att utdelningen i sin tur påverkas vare sig man är i en kris eller inte (Bildik et al 2015; Bliss et al. 2014; Hauser, 2013). Flera av världens finansanalytiker har konstaterat att pandemin som pågick under 2020 inte har haft samma påverkan på börsnoterade bolag som lågkonjunkturer i normalfallet har (Lynch, 2020; The Associated Press, 2020). Detta innebär att aktiemarknaden har återhämtat sig vilket kan noteras i att flera amerikanska företag redan under hösten 2020 bestämt att börja ge utdelning igen (Barrons, 2020). Även i svensk media framkommer det att flertalet svenska börsbolag har valt att ge utdelning för räkenskapsåret 2020, varav vissa av dessa sägs ge högre utdelning än vanligt (SVT, 2021; Privata affärer, 2021). Många av företagen har dessutom under 2020 valt att ta emot statliga bidrag vilket har skapat en diskussion i Sverige. Det är därav intressant att undersöka om företag som mottagit bidrag har en avvikande utdelning i förhållande till

företag som inte mottagit bidrag. Med detta som utgångspunkt samt ovanstående artiklar om att börsnoterade företag har en uppåtgående trend har följande hypotes utvecklats:

H1: Svenska företag som mottagit statliga bidrag har ett positivt samband med den abnormala förändringen i utdelningsnivån.

Baserat på litteraturen ska det dessutom undersökas vilka företagsspecifika faktorer som påverkar det potentiella sambandet och hur den abnormala förändringen i utdelningsnivån kan påverkas av vilken bransch företagen befinner sig i samt vilket typ av bidrag som mottagits.

3. Metod

Vår studie har ämnat att undersöka om det finns ett kausalt samband mellan förändrad utdelningsnivå och mottagande av bidrag. Vi har därmed valt att studera ett praktiskt förhållande mellan hur företag har förhållit sig till utdelning och de stödåtgärder som introducerats under covid-19 pandemin. Vårt utgångsläge var att generalisera detta samband vilket ställer krav på studiens reliabilitet och validitet. Collis & Hussey (2014) utgår från att stickprovet ska vara representativt för hela populationen för att kunna dra generella slutsatser. Detta är viktigt för att öka trovärdigheten i studien och går i linje med att en hög signifikansnivå används för att stärka resultatet i studien. Ofta används ett konfidensintervall på 95 % för att kunna dra trovärdiga och statistiskt relevanta slutsatser. Arbetet med reliabilitet och validitet bestäms redan innan datainsamlingen, då metod och nivå för acceptans sedan används för att analysera resultatet. Vår ambition var att studien ska vara så objektiv som möjligt vilket en kvantitativ metod lämpar sig bäst för.

Holden & Lynch (2004) uttrycker att forskningsmetoden bör väljas utifrån vad och varför forskningen ska utföras. Genom att studera det empiriska resultatet under pandemin ville vi se om det fanns en mätbar förändring i utdelningsnivån. Vår studie håller således en positivistisk anda enligt Holden & Lynch (2004). Genom att ha använt tidigare studier och teorier inom ämnet för att dra slutsatser, har en deduktiv ansats använts i studien. Det innebär att vi genom att studera teorier och litteratur har bildat premisser vi sedan har kunnat dra logiska slutsatser ifrån. På detta sätt har en objektiv, deduktiv och positivistisk anda präglat denna studie (*jfr* Holden & Lynch, 2004; Sohlberg & Sohlberg, 2013; Saunders, Lewis, & Thornhill, 2015). Saunders et. al (2015) varnar för att det inte är möjligt att vara fullständigt objektiv vid forskning och insamling av data. Detta är för oss ett rimligt antagande och blir relevant speciellt i datainsamlingen som har hämtats ifrån individuella årsredovisningar. I syfte att i största möjliga mån hålla en objektiv inriktning har kriterier skapats för att en observation ska ingå i datamaterialet (*se* rubrik 3.2). Valen vi gjort under studien och hur de har påverkat validitet och reliabilitet diskuteras vidare i metoddiskussion (*se* rubrik 3.4).

3.1 Modeller

Hypotesen i studien är att det föreligger ett positivt samband mellan företag som mottagit bidrag och den abnormala förändringen i utdelningsnivån. Med detta menas att vi förväntar oss att företag som mottagit bidrag bör ha en högre utdelningsnivå, alternativt mindre minskad utdelningsnivå i jämförelse med företag som inte mottagit bidrag. För att testa vår hypotes har en multipel linjär regression använts. En multipel linjär regression används för att komma underfund med hur olika variabler kan påverkas av varandra. Djurfeldt, Larsson, Stjärnhagen (2003) uppmärksammar att eventuella samband som finns kan komma av dolda variabler som påverkar sambandet på andra sätt. Forskarna förespråkar således att en försiktighet därmed ska antas när man beskriver kausala samband. Enligt Saunders et al (2015) bör någon typ av regressionsmodell användas när man studerar samband mellan variabler. Studien har utgått från en multipel regression med en beroende variabel, oberoende variabler och kontrollvariabler. Tidigare studier som presenterats kring utdelning och påverkande faktorer har analyserats och medtagits i vår modell som presenteras nedan.

Modell för Hypotes

$$ABN = \beta_0 + \beta_1 SBD_i + \beta_2 IUD_i + \beta_3 Stöd/T_i + \beta_4 RT_i + \beta_5 KF/T_i + \beta_6 SG_i + \beta_7 LN(T)_i + \varepsilon \quad [1]$$

Variabel	Förklaring	Uträkning
ABN	Abnormal förändring	$\frac{\text{Utdelningsnivå 2020} - \text{normal utdelningsnivå}}{\text{normal utdelningsnivå}}$
SBD	Statliga bidrag Dummy	1 = mottagit bidrag, 0 = inte mottagit
IUD	Indragen utdelning Dummy	1 = indragen utdelning 2019, 0 = ej indragen
Stöd/T	Stöd i förhållande till totala tillgångar	$\frac{\text{Summa stöd MSEK}}{\text{Totala tillgångar}}$
RT	Räntabilitet på totalt kapital	$\frac{\text{Rörelseresultat} + \text{finansiella intäkter}}{\text{Totala tillgångar}}$
KF/T	Kassaflöde	$\frac{\text{Kassaflöde}}{\text{Totala tillgångar}}$
SG	Skuldsättningsgrad	$\frac{\text{Räntebärande skulder}}{\text{Totala tillgångar}}$
LN(T)	Naturlig logaritm totala tillgångar	Ln (Tillgångar)

Studiens beroende variabel abnormal förändring mäter den procentuella förändringen i utdelningsnivån som har skett under 2020 i förhållande till den normala utdelningsnivån. I studien har utdelningsnivå beräknats som utdelning per aktie i förhållande till vinst per aktie. Den normala utdelningsnivån beräknas som ett genomsnitt av företagens utdelningsnivå under en femårsperiod. Då många företag haft indragen utdelning 2019, har räkenskapsåren 2014–2018 använts för samtliga företag för att beräkna genomsnittlig normal utdelningsnivå. För att sedan få fram den abnormala förändringen har vi subtraherat utdelningsnivån för 2020 med den normala utdelningsnivån, och satt det i relation till den normala utdelningsnivån. Resultatet blir en procentuell skillnad från den normala utdelningsnivån där vi kan se om utdelningsnivån för 2020 över- eller underskrider normal utdelningsnivå för respektive företag. Ett positivt värde på den abnormala förändringen innebär en procentuell ökning i utdelningsnivå för 2020 och ett negativt värde på den abnormala förändringen innebär en procentuell minskning av utdelningsnivån för år 2020. I STATA normalfördelades beroende variabeln på en 5 %-ig nivå. Eftersom urvalet innehöll några extrema värden på den abnormala förändringen användes funktionen winsor för att minska effekten av snedfördelning.

Variabeln för statliga bidrag, SBD, har använts för att markera om statliga bidrag observerats i företagets årsredovisning. Vår hypotes är att företag som mottagit statliga bidrag har ett positivt samband med den abnormala förändringen vilket innebär att vi förväntade oss en positiv abnormal förändring för dessa observationer. En positiv abnormal förändring indikerar en högre utdelningsnivå för de företag som mottagit bidrag i förhållande till de företag som inte mottagit bidrag. En indikatorvariabel för indragen utdelning 2019 har lagts in i regressionen. Variabeln har tagits med för att kunna se om företag som drog in sin utdelning för 2019 skiljer sig åt från övriga observationer. Vi har antagit att företag som drog in sin utdelning för 2019 kan ha valt att kompensera för den utdelningen 2020, vilket betyder att vi förväntade oss en positiv abnormal förändring för dessa företag. Summa stöd i relation till företaget totala tillgångar har tagits med som variabel för att se om storleken på bidraget kan ha något samband med beroende variabeln.

Vi har dessutom tagit med ett antal kontrollvariabler för att kunna se om dessa kan ha ett signifikant samband med den abnormala förändringen i utdelningsnivån. De variabler som valts har baserats på litteraturgenomgången där de flesta studier har konstaterat att storlek, lönsamhet, kassaflöde och

finansiell struktur har en påverkan på utdelningen. Kontrollvariabeln för storlek utgörs av den naturliga logaritmen av företagets totala tillgångar: $\ln(\text{tillgångar})$. Variabeln används i de fall urvalet är snedfördelat och hjälper till att jämna ut observationerna genom att göra det mer normalfördelat. Vi förväntade oss ett positivt samband mellan beroende variabeln och $\ln(\text{tillgångar})$. Räntabilitet på totalt kapital användes för att kontrollera om lönsamhet kan ha någon påverkan på utdelningen. Det beräknades genom att ta avkastningen i förhållande till företagets totala tillgångar och vi förväntade oss ett positivt samband med beroende variabeln. Det är tidigare känt att företag med större kassaflöde ger större utdelningar, varpå kassaflöde har valts som en kontrollvariabel. Kassaflödet beräknades genom att ta företagets kassaflöde i relation till företagets totala tillgångar. Även här förväntades vi se ett positivt samband med den abnormala förändringen. Den sista kontrollvariabeln som togs med är skuldsättningsgraden som beräknades genom att ta företagets räntebärande skulder i relation till det totala egna kapitalet. Variabeln användes i syfte att se om en hög eller låg skuldsättningsgrad kan ha ett samband med utdelningsnivån och baserat på tidigare litteratur förväntar vi oss ett negativt samband. Vi har dessutom att kontrollerat för industri för att se om det kan ha någon påverkan på sambandet.

3.2 Data

Datainsamlingen har skett genom en databas och manuella insamlingar. Databasen S & P Capital IQ användes för att samla finansiell data om de svenska börsnoterade bolagen i SEK. Information gällande de statliga bidragen gjordes genom manuell insamling och har hämtats från hemsidor där företag publicerat sina årsredovisningar för 2020. För perioden 2020 publiceras årsredovisningen under våren 2021 vilket har begränsat insamlingen till de företag som haft en publicerad årsredovisning vid studiens genomförande med avgränsning 17 maj 2021. Under den manuella insamlingen visade det sig att ett fåtal företag redovisade sina räkenskaper i valutan Euro, vilket betyder att summan av mottaget stöd även redovisades i Euro. En genomsnittlig årskurs av SEK/EURO för året 2020 användes för att få ut summorna i SEK. Årskursen hämtades från Riksbanken (2021) där $1\text{€} = 10,4867\text{ kr}$. Således har även all data som samlats in manuellt gjorts i SEK.

Populationen som har använts är svenska börsnoterade bolag. Företagen är utvalda på geografi, notering på OMX Nasdaq Stockholm (primär), publika och aktiva bolag. Detta gav 563 bolag, vi har valt att ta med alla industrier. Bortfall har skett efter om årsredovisning inte har publicerats under studiens genomförande. Dessutom har det blivit ett bortfall för de företag som varken gett utdelning 2014–2018 eller för år 2020. Här inkluderas många företag som inte innehar någon utdelningspolicy och dessa är därmed inte relevanta för vår studie. Det har även blivit ett bortfall för de företag som inte har kalenderår som räkenskapsår, för att datamaterialet ska bli mer jämförbart. Efter att samtliga bortfall (*se* tabell I) har skett återstår 220 observationer som ska undersökas i vår studie. Av våra 220 företag har vissa har mottagit bidrag och andra har inte mottagit bidrag.

Tabell I. Urvalsprocess

Kriterier	Bortfall	Urval
OMX Stockholm		563
Data finns och stämmer utifrån årsredovisningen	68	495
Utdelning 2014-2018 alt 2020	255	240
Kalenderår som räkenskapsår	20	220

För att identifiera om det finns en relation mellan de olika bidragen och den abnormala förändringen har en indikatorvariabel skapats för de olika stöden. Med bakgrund av att det finns olika bidrag och stöd att ta del av antar vi att dessa kan påverka företagen och utdelningen på olika sätt. Vissa bidrag, såsom omställningsstöd och korttidsarbete, kräver att man uppfyller en hel del villkor för att kunna ta emot stödet. Sjukersättning, hyresstöd och sänkta sociala avgifter har å andra sidan inte lika höga krav. Det kan innebära att vissa företag inte har blivit så negativt påverkade av pandemin men ändå tagit emot bidrag såsom sjukersättning och hyresstöd, medan andra företag som har tagit emot bidrag på grund av att pandemin har haft en mycket negativ påverkan på företaget. Med detta som utgångspunkt har vi gjort ett antagande om att vissa bidrag medför en sänkning av utdelningsnivån medan andra bidrag medför en ökning av utdelningsnivån. Detta har testats genom att titta på den deskriptiva statistiken på den abnormala förändringen för respektive bidrag. I syfte att minimera utrymmet för missförstånd upprättades observationskriterier för variablerna enligt:

- *Statliga bidrag*: Indikatorvariabeln Statliga bidrag är lika med ett om företaget med tydlighet skrivit i årsredovisningen att stöd mottagits i och med att verksamheten påverkats av Covid -19 pandemin, annars lika med noll.
- *Typ av stöd*: Variabeln är lika med ett, om det med tydlighet kunnat utläsas att företaget mottagit detta bidrag för att förhindra negativa effekter av covid-19, annars lika med noll. Förekom flera stöd för ett företag ska samtliga tilldelas observation. Har det inte med tydlighet kunnat utläsas vilket stöd företaget mottagit tillges observation i *Ej specificerat stöd (ES)*. Varje stöd har utretts separat.
 - *Omställningsstöd (OS)*
 - *Korttidsarbete/permittering (KT)*
 - *Sjukersättning (SE)*
 - *Hyresstöd (HS)*
 - *Sänkta sociala avgifter (SA)*
 - *Uppskov skatter (US)*
 - *Ej specificerat stöd (ES)*
- *Summa stöd MSEK*: Total summa för mottaget stöd skrivs i MSEK om det i årsredovisningen med tydlighet kan utläsas att stödet hänförs till covid-19 pandemin. Om flertalet stöd mottagits ska dessa summeras till en total summa. Om företaget inte redovisar mottaget bidrag genom att summan ej är väsentlig eller inte redovisar summa alls ska "0" skrivas.

Då tidigare studier har konstaterat att utdelningar kan variera mellan industrier har en kontroll gjorts för de företagen som mottagit bidrag i olika industrier. Detta för att se om de olika industrierna kan ha en påverkan på regressionen. Dessutom tittar vi på den deskriptiva statistiken för att se om den abnormala

förändringen i utdelningsnivån kan skilja sig åt mellan olika industrier. Vårt urval som inkluderar samtliga branscher gav oss 75 olika industrier. Dessa fördelades sedan in i 8 huvudkategorier för att resultatet enklare ska kunna analyseras. Företagen har således kategoriserats inom finansbranschen, energisektorn, materialindustrin, industrisektorn, konsumentbranschen, teknik-media och telekommunikationssektorn, fastighetsbranschen och läkemedelsbranschen. Fördelningen av företagens industrier har samlats för att få en överblick av hur den abnormala förändringen ser ut i de olika branscherna och hur bidrag har tagits emot i respektive bransch.

3.4 Metoddiskussion

Med utgångspunkt i att datainsamlingen av de statliga bidragen har skett genom manuell inläsning av årsredovisningar är en viktig förutsättning att upplysningarna i respektive årsredovisning är väl gjorda för att resultatet ska bli så korrekt som möjligt. Under studiens gång har det konstaterats att företagen har upplyst om bidragen i olika utsträckning där vissa exempelvis skriver att de tagit emot stöd men inte specificerat vilket typ av stöd och andra specificerar typ av stöd men inte upplyst om summan stöd. Med tanke på att vi endast har kunnat utgå ifrån upplysningarna och bara valt att ta med de företag som uttryckligen hänvisat stödet till Covid-19, kan vi eventuellt ha missat ett fåtal bidrag som i sin tur kan ha gett oss ett snedvridet resultat. Dessutom kan genomsnittsmåtten på summa stöd ha blivit snedvriden då 9 företag inte specificerat någon summa i årsredovisningen. Vad gäller analyseringen av de olika typerna av stöd så beslutade vi att endast ta med de bidrag som företagen tydligt anger i årsredovisningen, vilket har medfört att vi fokuserat på de bidrag som nämnts mest. Det innebär att det kan finnas fler typer av stöd som inte inkluderats i denna studie. Vi har även observerat att stöd såsom omställningsstöd sällan uttryckligen nämns i årsredovisningen, trots indikationer om att många fler företag tagit emot detta stöd. Med tanke på att de uttryckligen måste skriva "omställningsstöd" i årsredovisningen för att kunna inkluderas i vår studie kan det innebära att vi har missat ett flertal observationer där detta stöd har mottagits. Därav är kvalitén på upplysningarna en viktig förutsättning för att kunna få ett så bra resultat som möjligt.

För kvantitativa studier är god validitet och reliabilitet en väsentlig förutsättning för att resultatet ska bli så bra som möjligt. Validitet innebär att man endast mäter det som är relevant för studien och reliabilitet innebär att datan mäts på ett trovärdigt sätt. Vad gäller validiteten har vi, förutom variablerna kopplat till stöd och utdelningsnivå, valt att ta med ett flertal kontrollvariabler för att kontrollera hur andra variabler kan ha en påverkan på hypotesen. De kontrollvariabler som valts har baserats på tidigare litteratur vilket ytterligare förstärker validiteten. Vidare har vi valt att fokusera på samtliga svenska börsnoterade företag som någon gång under de senaste sex åren valt att ge utdelning till aktieägare. Vi har därmed försökt göra så lite bortfall som möjligt för att förstärka den externa validiteten och kunna generalisera vårt resultat. Urvalet består av 220 företag vilket kan ses som relativt litet då vi vill ha med så många företag som möjligt. Anledningen till det är bland annat att många företag inte innehar någon utdelningspolicy samt att samtliga årsredovisningar för 2020 ej hade kommit ut än. Vi anser dock att 220 observationer är en ansevärd siffra för att kunna generalisera vårt resultat och dra slutsatser om populationen. Gällande reliabiliteten har samtliga variabler förutom de statliga bidragen samlats in genom en databas. För att kontrollera att siffrorna stämmer har datan uppdaterats ett flertal gånger samt kontrollerats med stickprov i årsredovisningar. Reliabiliteten kan dock försämrats genom att informationen om bidragen har samlats in manuellt. För att förstärka reliabiliteten i den manuella insamlingen har då observationskriterier gjorts för att kunna samla in datan så objektivt som möjligt, samt att årsredovisningarna har kontrollerats ett flertal gånger av båda författarna.

4. Resultat och Analys

4.1 Deskriptiv statistik

4.1.1 Samtliga observationer

Tabell II visar en sammanställning av vår data och fördelningen mellan företag som mottagit bidrag och företag som inte mottagit bidrag, samt hur fördelningen i utdelning har sett ut. Utifrån tabellen kan vi utläsa att 130 företag utav våra 220 observationer tagit emot statliga bidrag under 2020. Av dessa 130 företag gav 91 företag vinstutdelning till sina aktieägare, varav 33 av dessa företag hade en högre utdelningsnivå för år 2020 i förhållande till normal utdelningsnivå. I tabellen kan utläsas att 90 av 220 företag inte tagit emot statliga bidrag under samma år och av dessa har 76 företag gett utdelning under 2020. 12 av de 76 företagen som inte tagit emot bidrag har visat en positiv abnormal förändring, vilket innebär att de ökat utdelningen.

Tabell II. Sammanställning samtliga observationer

	Antal observationer	Gav utdelning för räkenskapsåret 2020	Gav ej utdelning för räkenskapsåret 2020	Positiv abnormal förändring
Statliga bidrag	130	91	39	33
Ej statliga bidrag	90	76	14	12
Totalt	220	167	53	45

Diagram I visar fördelningen på den abnormala förändringen i utdelningsnivån mellan våra observationer. Figuren visar att många observationer ligger mellan 0 och -0,5 vilket innebär en procentuell minskning av utdelningsnivån 2020 i förhållande till normal utdelningsnivå. Vi kan även observera att den abnormala förändringen är -1 för många företag vilket kan förklaras av att 53 av 220 företag inte gav utdelning för år 2020. På högra sidan av diagrammet kan vi observera att 45 av 220 företag har en positiv abnormal förändring. Det innebär att utdelningsnivån för 2020 har ökat i förhållande till deras normala utdelningsnivå. Av de 45 företag som hade en högre utdelningsnivå år 2020 tog 33 företag emot statliga bidrag.

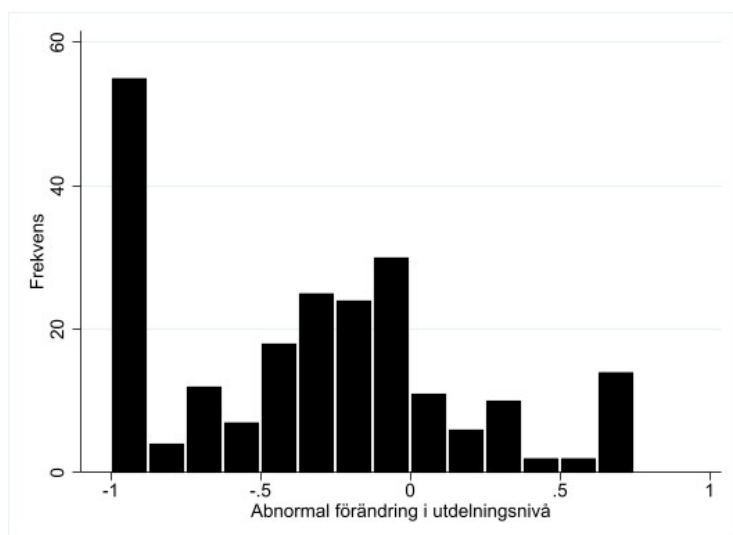


Diagram I. Fördelning i abnormal förändring

Tabell III sammanställer medelvärdet, standardavvikelsen och median för respektive variabler i modellen på samtliga observationer. Ett ensidigt t-test har genomförts för att testa om den abnormala förändringen i utdelningsnivån för samtliga företag skiljer sig från noll. Testet visade ett medelvärde på -0,34 med en standardavvikelse på 0,51. Ett negativt medelvärde innebär att företagen i genomsnitt har minskat sin utdelningsnivå år 2020 med 34% i förhållande till sin normala utdelningsnivå. Att medelvärdet skiljer sig från noll är signifikant vid 95% konfidensintervall och betyder att en förändring i utdelningsnivån har skett. Medianen för den abnormala förändringen ligger på -0,30 vilket inte skiljer så mycket från medelvärdet, men innebär ändå en mindre procentuell minskning än medelvärdet. Vi kan även utläsa att det högsta värdet på den abnormala förändringen är 0,75 vilket betyder att vissa företag hade ökat sin utdelningsnivå med 75% i förhållande till sin normala utdelningsnivå. Här måste vi dock ta hänsyn till att vi har korrigerat för extremvärden i STATA. Vidare kan vi se att det minsta värdet på den abnormala förändringen var -1 som är för de företag som minskat sin utdelning med 100 %, dvs. de företag som dragit in sin utdelning för år 2020. Indikatorvariablerna statliga bidrag och indragen utdelning 2019 visar medelvärden på 0,59 respektive 0,52. Detta innebär att mer än 50% av samtliga observationer mottog bidrag samt drog in sin utdelning för 2019. Vad gäller kontrollvariablerna kan vi observera att skillnaden mellan medianen och medelvärdet i respektive variabel inte skiljer sig så mycket. Räntabiliteten på totalt kapital har genomsnittsmått, d.v.s. median och medelvärde, på ca 4% för alla företag och kassaflödet utgör enligt genomsnittsmåtten 9–12% av företagets totala tillgångar. Medelvärdet på ln(tillgångar) ligger på 8,34 och median ligger på 8,11. För skuldsättningsgraden kan vi se ett medelvärde på 0,74, en median på 0,97 och en standardavvikelse på 1,2 vilket betyder att det finns en hög spridning av de olika observationerna. Genomsnittsmåtten på skuldsättningsgraden är relativt höga och kan innebära att företagen är känsliga för lågkonjunkturer och externa oroligheter på marknaden. Sammanfattningsvis kan vi se att utdelningsnivån i genomsnitt minskat för samtliga 220 bolag.

Tabell III. Sammanfattande statistik för samtliga variabler

Variabel	N	Medelvärde	Std. Av.	Min	Median	Max
Abn förändring	220	-0.34*	0.51*	-1.00	-0.30	0.75
Statliga bidrag	220	0,59	0,49	0	1	1
Indragen utdeln. 2019	220	0,52	0,50	0	1	1
Stöd/T	220	0.01	0.04	0.00	0.00	0.35
RT	220	0,046	0,051	-0,1634	0,0386	0,2945
SG	220	0,74	1,2	0	0,97	15,81
KF	220	0.12	0.25	-2.42	0.09	1,22
LN(T)	220	8.34	2.16	4.55	8.11	14.96

* $p < 0.05$

Korrelationsanalysen i tabell IV visar hur våra variabler korrelerar med varandra. Vi kan identifiera att indragen utdelning 2019, räntabilitet på totalt kapital samt ln(tillgångar) har en signifikant korrelation med den abnormala förändringen i utdelningsnivån. Räntabilitet och ln(tillgångar) har en positiv korrelation vilket innebär att vid ökad storlek och lönsamhet, så ökar den abnormala förändringen. Indragen utdelning 2019 visar en negativ korrelation vilket tyder på att företag som drog in sin utdelning 2019 minskade sin utdelning 2020 i förhållande till sin normala utdelning. Vidare kan vi konstatera att variabeln statliga bidrag har positiva signifikanta korrelationer med indragen utdelning 2019 och stöd/tillgångar och är ett väntat resultat då dessa hör samman. Variabeln indragen utdelning 2019 har dessutom negativa korrelationer med kontrollvariablerna räntabilitet och ln(tillgångar), vilket indikerar att företag som drog in sin utdelning 2019 är mindre företag som har en lägre lönsamhet. En positiv signifikant korrelation kan utläsas mellan summan stöd genom tillgångar och kassaflödet. Det kan innebära att företag med mer kassaflöde har tagit emot mer stöd i förhållande till tillgångar. Med andra ord så kan det innebära att företag med större kassaflöde har mottagit en större summa stöd i förhållande till företagets tillgångar. Avslutningsvis kan vi även se att beroende variabeln har positiva korrelationer med statliga bidrag och kassaflöde, samt negativa korrelationer med stöd/tillgångar och skuldsättningsgrad. Dessa är dock inte signifikanta vilket betyder att vi inte kan dra några slutsatser baserat på detta.

Tabell IV. Korrelationsanalys för samtliga variabler

Variabler	Abn förändring	Statliga bidrag	Indragen utdeln. 2019	Stöd/T	Räntabilitet	Skuldsättn. grad	Kassaflöde	Ln (Tillgångar)
Abn förändring	1,0000							
Statliga bidrag	0,0054	1,0000						
Indragen utdeln. 2019	-0,3012*	0,3783*	1,0000					
Stöd/T	-0,0879	0,2223*	0,0240	1,0000				
Räntabilitet	0,2262*	-0,0964	-0,1904*	-0,0326	1,0000			
Skuldsättningsgrad	-0,1259	0,0739	0,0646	0,1155	-0,1770*	1,0000		
Kassaflöde	0,1271	-0,0088	-0,1192	0,2421*	0,3844*	-0,1038	1,0000	
Ln(T)	0,1822*	0,0158	-0,1767*	-0,2077*	-0,0593	0,1111	-0,0626	1,0000

* $p < 0.05$

4.1.2 Utdelningsnivå med respektive utan bidrag

I tabell V och VI har grupperna av företag som mottagit bidrag respektive dem som inte tagit emot bidrag separerats för att kunna jämföra dessa med varandra. Här har t-tester genomförts på variablerna utdelningsnivå 2020 och normal utdelningsnivå. Anledningen till att vi valt att titta på skillnader i medelvärde för dessa variabler är för att se förändringen i absoluta siffror och inte bara den procentuella förändringen som den abnormala förändringen anger. Vi har dock även valt att titta på den abnormala förändringens genomsnittsmått i respektive grupp för att sedan kunna jämföra det med samtliga observationer. T-tester har utförts för att undersöka om skillnader i medelvärden är signifikanta. Tabell V visar variablerna för de 90 företag som inte mottog statliga bidrag år 2020. I tabellen kan vi utläsa att medelvärdet på den normala utdelningsnivån för dessa företag är 0,20 vilket i praktiken innebär att utdelningen per aktie i genomsnitt utgör ca 20% av vinsten per aktie. Medelvärdet på utdelningsnivån för år 2020 ligger på 0,08 vilket betyder att vi kan se en drastisk minskning av medelvärdet för år 2020 för företag som inte mottagit statliga bidrag. Skillnaden mellan grupperna var signifikant vid 95% konfidensintervall. Medianen för gruppen utan bidrag är 0,07 för normal utdelningsnivå och 0,05 för utdelningsnivån 2020. Medianen konstaterar en minskning men inte lika drastisk som medelvärdet visar.

I datamaterialet har vi kunnat se en stor spridning vilket gör att medianen visar en betydligt lägre normal utdelningsnivå än genomsnittet. Tabell VI visar skillnaden mellan variablerna utdelningsnivå 2020 och normal utdelningsnivå för de 130 företag som mottagit statliga bidrag år 2020. Här kan vi se att medelvärdet för den normala utdelningsnivån är 0,06 och medelvärdet för utdelningsnivån 2020 är 0,04 vilket betyder en minskning med endast 0,02. I kontrast till tabell V kan vi se att medelvärdet för utdelningsnivån 2020 inte minskade lika drastiskt för de företag som mottagit statliga bidrag i jämförelse med de företag som inte mottagit statliga bidrag. Medianerna för gruppen som mottog bidrag indikerar att medelvärdena är relativt rimliga då måttet inte skiljde sig avsevärt från medelvärdet. För tabell VI har vi även här kunnat urskilja grupperna enligt 5% signifikansnivå vilket innebär att det med stor sannolikhet föreligger en skillnad mellan gruppernas medelvärde som inte kan uteslutas av slumpen. Jämför vi tabellerna kan man utläsa att det föreligger en minskning i utdelningsnivå 2020 för båda grupperna, men att minskningen är mindre för dem som har tagit emot bidrag. Vi kan även se att den abnormala förändringen är mer negativ i tabell V än tabell VI med en skillnad på 0,05 vilket stöttar sambandet i grupperna om att förändringen i utdelningsnivån var lägre för de som mottagit bidrag. Jämför vi med tabell III som har ett medelvärde på -0,34 för samtliga observationer kan vi se att medelvärdet för företag med bidrag är mindre negativt och för företag utan bidrag är mer negativt. Medianen i tabell III ligger vid -0,31 där företag med statliga bidrag hade en mindre negativ median och företag utan bidrag hade en mer negativ median.

Tabell V. Företag utan bidrag

	N	Medel värde	Median	Std Av	95 % lower	95 % upper
Utdeln.nivå 2020	90	0,08*	0,05	0,09	0,06	0,10
NormUtdeln.nivå	90	0,20*	0,07	0,26	0,14	0,25
Abn förändring	90	-0,36*	-0,27	0,04	-0,45	-0,27

* $p < 0.05$

Tabell VI. Företag med bidrag

	N	Medel värde	Median	Std Av	95 % lower	95 % upper
Utdeln. nivå 2020	130	0,04*	0,02	0,06	0,03	0,05
Norm Utdeln.nivå	130	0,06*	0,03	0,07	0,05	0,07
Abn förändring	130	-0,31*	-0,32	0,6	-0,41	-0,21

4.1.3 Statliga bidrag

I tabell VII visas de olika stöden som företagen mottagit samt hur abnormal förändring i utdelningsnivån såg ut i respektive kategori. Vi kan observera att samtliga stöd har ett negativt medelvärde på den abnormala förändringen. Dessutom kan vi utläsa att medelvärdena ligger mellan -0,26 och -0,78, detta innebär att vi ser en ganska stor negativ förändring i utdelningsnivån för alla typer av stöd. Det stöd som förekom mest bland företagen var stöd för korttidsarbete med 88 observationer. I denna kategori ligger medelvärdet på den abnormala förändringen på -0,35 vilket är i mitten av de andra medelvärdena. Av de 10 observationer som mottagit omställningsstöd har majoriteten dragit in sina utdelningar och det är endast ett bolag som har gett utdelning för år 2020. Att vi endast sett ett bolag som gett utdelning kan bero på att de företag som mottagit omställningsstöd har högre krav på att vara i en ekonomisk kris samt att de inte får ge utdelning om de mottagit stöd i fjärde kvartalet. 20 företag har i sina årsredovisningar inte specificerat vilket typ av stöd de har mottagit, utan endast nämnt att de mottagit stöd kopplat till covid-19 och i vissa fall upplyst om den totala summan som mottagits. För dessa företag kan vi se den näst största procentuella minskningen för utdelningsnivån 2020 i förhållande till den normala utdelningsnivån som ligger på 45%. Viktigt att poängtera är också att flera stöd återkommer i ett och samma bolag, vilket betyder att exempelvis ett företag som tog emot stöd för korttidsarbete kan även ha tagit emot stöd för sjukersättning och hyresstöd. Sammanfattningsvis kan vi inte se några större

skillnader mellan de olika bidragen då samtliga har ett relativt högt negativt värde på den abnormala förändringen.

Tabell VII. Sammanställande statistik för respektive stöd

Typ av stöd	N	Medelvärde	Std Av	Min	Median	Max
Omställningsstöd	10	-0,78*	0,48	-1,12	-1	-0,43
Korttidsarbete	88	-0,35	0,63	-0,48	-0,37	-0,22
Sjukersättning	38	-0,33	0,6	-0,53	-0,3	-0,14
Hysesstöd	16	-0,26	0,53	-0,54	-0,25	-0,03
Sänkta arbetsgivaravgifter	37	-0,28	0,68	-0,5	-0,36	-0,05
Uppskov skatter	10	-0,46	0,64	-0,92	-0,71	-0,001
Ej specificerat	20	-0,45	0,61	-0,74	-0,53	-0,17

* $p < 0.05$

4.1.4 Industri

Tabell VIII visar industrifördelningen för de 130 företag som mottagit bidrag. T-tester för summa stöd och abnormal förändring har gjorts och visar hur medelvärdet för summa stöd och abnormal förändring i utdelningsnivå ser ut i respektive bransch. Tabellen visar ett högt mottagande av stöd i industrisektorn där genomsnittet är 165,15 MSEK samt i konsumentbranschen där företag genomsnittligen mottagit 124,1 MSEK. Branscherna står i stor kontrast mot materialindustrin där företag i genomsnitt mottagit 47,1 MSEK och läkemedelsbranschen där medelvärdet ligger på 44,4 MSEK. Lägst genomsnittligt stöd har mottagits i teknik-, media- och telekommunikationssektorn som har ett medelvärde på 9,27 MSEK. Viktigt att notera är att medelvärdet av det mottagna stödet inte står i relation till hur stora företagen i respektive bransch är. Summa stöd är den totala summan bidrag vi har observerat i årsredovisningen under den manuella datainsamlingen för respektive företag. Dessutom kan genomsnittsmåtten på summa stöd vara snedfördelade då 9 företag inte har specificerat summan stöd i sina årsredovisningar.

Medelvärdet på den abnormala förändringen var negativ i alla branscher, utom i läkemedelsbranschen. I denna bransch är medelvärdet på den abnormala förändringen 0,28 vilket innebär att utdelningsnivån år 2020 i genomsnitt har ökat 28% i förhållande till normal utdelningsnivå för 9 observerade läkemedelsföretag och är signifikant vid 5%. För övriga branscher kan vi se ett negativt medelvärde på den abnormala förändringen vilket innebär att utdelningsnivån för 2020 i genomsnitt minskat i förhållande till normal utdelningsnivå. Fastighetsbranschen visar en minskning på -0,08 vid 5% signifikansnivå. Det intressanta här är att en väldigt liten förändring har skett i förhållande till normal utdelningsnivå och att branschen genomsnittligt tagit emot 14,1 MSEK i stöd. Vi kan se signifikans i medelvärdet även för konsumentbranschen med en abnormal förändring på -0,48 vilket innebär att utdelningsnivån är betydligt lägre i förhållande till normal utdelningsnivå. Variationerna i standardavvikelsen för både summa stöd och abnormal förändring indikerar en stor spridning runt medelvärdet. Detta kan bero på att alla företag inom branscherna är olika stora och därmed haft möjlighet att ta emot olika mycket stöd, samt att andra faktorer kan påverka spridningen i utdelningen. Branscherna med högst observationer i urvalet är konsumentbranschen med 43 observationer, industribranschen med 23 observationer och fastighetsbranschen med 18 observationer.

Tabell VIII. Statistik för respektive bransch

Variabel	Antal observationer	t-test summa stöd (MSEK)		t-test för abnormal förändring	
		Medelvärde	Std Av	Medelvärde	Std Av
Finansbranschen	4	16,45	21,31	- 0,17	0,46
Energisektorn	9	20,54	28,67	- 0,49	0,58
Materialindustrin	12	47,1	55,98	- 0,34	0,71
Industrisektorn	23	165,15	473,2	- 0,3	0,52
Konsumentbranschen	48	124,1	324,4	- 0,48*	0,56
Teknik-, media- och telekommunikationssektorn	7	9,27	11,65	- 0,44	0,39
Fastighetsbranschen	18	14,1	14,3	- 0,08*	0,59
Läkemedelsbranschen	9	44,4	60,2	0,28*	0,69
Total	130				

* $p < 0.05$

4.1.5 Sammanfattning deskriptiv statistik

Av totalt 220 observationer hade 45 företag en positiv abnormal förändring i utdelningsnivån medan majoriteten på 175 företag hade en negativ abnormal förändring i utdelningsnivån. Detta har gett oss ett medelvärde på -0,34 på den abnormala förändringen vilket tyder på en tydlig nedgång i utdelningsnivån för år 2020 i förhållande till normal utdelningsnivå. När vi sedan separerat grupperna med företag som mottagit bidrag respektive företag som inte mottagit bidrag kan vi observera att den procentuella minskningen av utdelningsnivån är betydligt lägre för företag som mottagit bidrag. Det innebär att de företag som mottagit bidrag inte har minskat sin utdelningsnivå i lika stor utsträckning som de företag som inte mottog bidrag. Gällande de statliga bidragen kan vi se att samtliga bidrag har en negativ påverkan på den abnormala förändringen. Vi kan dock inte se några tydliga samband att de olika bidragen skulle påverka utdelningsnivån på olika sätt. När vi sammanställde vilka industrier som mottagit bidrag kunde vi se att konsumentbranschen och industribranschen var de industrier där flest företag mottog bidrag samt att dessa hade högst genomsnitt på mottagen summa stöd. Dessa branscher hade dock en rejäl minskning i utdelningsnivån enligt medelvärdet. Tittar vi på läkemedelsbranschen å andra sidan kan vi se ett medelvärde med en positiv abnormal förändring vilket tyder på att denna bransch har ökat sin utdelningsnivå. Den beskrivande statistiken visar således att utdelningsnivån 2020 generellt har minskat, både för företag som mottagit bidrag och företag som inte mottagit bidrag. Däremot kan vi se att företag som mottog bidrag inte har minskat sin utdelningsnivå i samma utsträckning som företag som inte mottog bidrag, vilket kan visa sig positivt för vår hypotes.

4.2 Hypotestest

Regressionsanalysen i tabell IX är resultatet av modell 1. Tabellen visar att för varje företag som mottagit statliga bidrag så ökar den abnormala förändringen med 0,16 enheter. Det innebär att företag som mottagit statliga bidrag har en mindre minskning i utdelningsnivå 2020 i förhållande till företag som inte mottagit bidrag. P-värdet är under en signifikansnivå på 5% vilket betyder att det är hög sannolikhet att vi kan förkasta nollhypotesen och acceptera vår hypotes. Indikatorvariabeln för indragen utdelning 2019 visar ett negativt samband med den abnormala förändringen. Det betyder att för varje företag som drog in sin utdelning för räkenskapsåret 2019, så minskade den abnormala förändringen i utdelningsnivån för räkenskapsåret 2020. Detta är signifikant vid 99% konfidensintervall och går emot vårt antagande om att företag som drog in sin utdelning för 2019 ökar utdelningen för 2020 för att kompensera för tidigare år. Summan stöd i förhållande till företagets totala tillgångar visar ett negativt

samband med den abnormala förändringen. Koefficienten är -1,166 vilket innebär att en ökning i stöd i relation till företagets tillgångar negativt påverkar den abnormala förändringen med -1,166. Detta är dock inte signifikant vilket kan göra att detta samband kan påverkas av andra faktorer. Ett positivt signifikant samband kan utläsas mellan räntabilitet på totalt kapital och den abnormala förändringen. Det betyder att vid ökad lönsamhet så ökar utdelningsnivån för år 2020 i förhållande till den normala utdelningsnivån. Skuldsättningsgraden visar ett negativt signifikant samband med den abnormala förändringen, vilket innebär att företag med hög skuldsättningsgrad har en större negativ abnormal förändring. Vi kan även se ett positivt signifikant samband mellan $\ln(\text{tillgångar})$ och den abnormala förändringen. Det innebär att vid ökad storlek på företaget så ökar den abnormala förändringen i utdelningsnivån, vilket framgår av majoriteten studier i tidigare forskning. Vad gäller kontrollvariabeln kassaflöde kan vi se ett positivt samband med beroende variabeln. Detta är dock inte signifikant vilket innebär att vi inte kan dra slutsatser baserat på detta. Konstanten i vår regression uppgår till -0,653 vilket innebär att när alla oberoende variabler är noll är den abnormala förändringen på utdelningsnivån -0,653. R²-värdet för regressionen är 0,2048 vilket betyder att 20,48% av variationen i beroende variabeln kan förklaras av vår modell. Detta är ett ganska lågt tal vilket innebär att det kan finnas andra faktorer som påverkar detta samband. Vi har i regressionen kontrollerat för industrieffekter.

Tabell IX. Regression

Variabel	Abnormal förändring i utdelningsnivå
Statliga bidrag	0,160* (2,39)
Indragen utdelning 2019	-0,306*** (-4,33)
Stöd/T	-1,1660 (-1,22)
RT	0,0159* (2,24)
SG	-0,000330* (-2,15)
KF/T	0,0956 (0,77)
$\ln(T)$	0,0318* (1,95)
Konstant	-0,653*** (-3,26)
Modellsammanfattning	
N: 219	R: 0,2048 Industrieffekt: Ja

t-stat i parenteserna

* $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$

Sammanfattningsvis visar regressionen att det finns ett signifikant samband med mottagande av bidrag och en positiv abnormal förändring i utdelningsnivå. Det betyder att företag som mottagit bidrag har en mindre minskning i utdelningsnivå än de företag som inte mottagit bidrag. Vi kan även se att de kontrollvariabler som har ett signifikant samband med beroende variabeln är räntabilitet på totalt kapital, skuldsättningsgrad samt $\ln(\text{tillgångar})$. Vid ökad räntabilitet så ökar utdelningsnivån, vid ökad skuldsättningsgrad så minskar utdelningsnivån och vid ökad storlek på företaget så ökar utdelningsnivån. Dessa signifikanta variabler överensstämmer till viss del med korrelationsanalysen i den deskriptiva statistiken där indragen utdelning 2019, räntabilitet och storlek har signifikanta korrelationer med den abnormala förändringen.

5. Diskussion

Baserat på den deskriptiva statistiken kan vi konstatera att av de 130 företag som mottagit statliga bidrag, höjde endast 33 företag sin utdelningsnivå för 2020 vilket motsvarar ca 25%. Siffran är förhållandevis låg och talar således emot antagandet att majoriteten av företag som mottagit statliga bidrag har ökat sin utdelningsnivå för år 2020. Den deskriptiva statistiken visar däremot att företag som mottagit bidrag har en betydligt mindre minskning i utdelningsnivån än företag som inte mottagit bidrag. Det innebär att utdelningsnivån för företag med statliga bidrag är högre jämfört med företag som inte tagit emot statliga bidrag vilket indikerar en positiv riktning för vår hypotes. Regressionsanalysen konstaterade att det finns ett signifikant positivt samband mellan statliga bidrag och abnormal förändring i utdelningsnivå. Det innebär att företag som mottagit bidrag har en mindre negativ förändring i utdelningsnivån än de företag som inte mottagit bidrag. Resultatet kan jämföras med studien gjord av Hauser (2013) som konstaterade att företag med stor sannolikhet minskar eller avstår från att ge utdelning i samband med kriser. Det deskriptiva resultatet överensstämmer med studien genom att vi kan utläsa en markant minskning i utdelningsnivå år 2020 i förhållande till normal utdelningsnivå för majoriteten av företagen. Regressionsanalysen visade å andra sidan ett positivt samband mellan variablerna statliga bidrag och den abnormala förändringen i utdelningsnivå vilket inte ligger i linje med Hausers studie. Det positiva sambandet kan förklaras av att börsnoterade företag generellt klarar sig bättre under en kris, att de får stimulans från centralbanken samt att investerare är framåtriktade vilket framgår i artikeln från The Associated Press (2020). Att företagen valt att ge utdelning kan även grunda sig i att företagen vill sända positiva signaler om sina framtidsutsikter, öka företagets värde samt minska informationsasymmetrin mellan ägarna och företagsledningen vilket framgår av tidigare studier (Bhattacharya 1979; Lintner 1956; Jensen 1986). Att pandemin särskiljer sig från tidigare kriser förklaras av studien skriven av Herrenbrueck (2021) som menar att pandemin inte har samma påverkan på företag som andra lågkonjunkturer har, då konsumtionen under en pandemi påverkas av hälsa och inte av inkomst. Vi kan därav tolka sambandet att pandemin olikt andra lågkonjunkturer ökat konsumtion samt att ny stimulans av statliga bidrag kan vara förklarande faktorer till att utdelningsnivån för företag med statliga bidrag är annorlunda i jämförelse med de företag som inte tagit emot bidrag. Med detta resultat kan vi således styrka dels studien av Hauser (2013) då vi ser tendenser till minskad utdelningsnivå under en kris, men också Herrenbruecks studie då vi till viss del ser en skillnad i utdelningsnivå vilket betyder att pandemier inte har samma påverkan som andra finansiella lågkonjunkturer.

Kontrollvariablerna som visat sig ha ett signifikant samband med den abnormala förändringen är räntabiliteten på totalt kapital, skuldsättningsgrad och $\ln(\text{tillgångar})$. Regressionsanalysen och korrelationsanalysen visade att räntabiliteten på totalt kapital har ett positivt samband med den abnormala förändringen i utdelningsnivån. Detta går emot studien skriven av Nguyen et al (2013) som talar för ett negativt samband mellan lönsamhet och utdelningsnivå under en finanskris. Förklaringen till det kan vara som tidigare nämnt att pandemier skiljer sig från andra lågkonjunkturer. Skuldsättningsgraden visar ett negativt samband med beroende variabeln i regressionsanalysen vilket överensstämmer med Bahreini & Adaoglu (2018) som konstaterade i sin studie att en hög skuldsättningsgrad drar ner utdelningen. Regressionsanalysen och korrelationsanalysen visade även ett positivt samband mellan $\ln(\text{tillgångar})$ och den abnormala förändringen i utdelningsnivån. Detta tyder på att större företag har en ökad positiv abnormal förändring i utdelningsnivå, vilket även fastslås av majoriteten tidigare studier (Fama & French 2001; DeAngelo et al 2006; Bildik & Fatemi 2012).

Vad gäller de olika bidragens påverkan på den abnormala utdelningsnivån hittade vi inga tydliga resultat. Vårt antagande var att företag som tagit emot vissa bidrag kanske inte lika negativt påverkats av pandemin som företag som har sökt en annan typ av bidrag. Exempelvis skulle företag som endast

mottagit ersättning för ökade sjuklönekostnader kunna ha påverkats mindre än företag som förlorat en betydande del av omsättningen. Med det menas att vi förväntade oss att den abnormala förändringen skulle vara positiv för vissa stöd och negativ för andra stöd. Resultatet visade att den abnormala förändringen för respektive stöd hade ett negativt medelvärde. Det indikerar att vi inte kan säga att företagens abnormala förändring har påverkats beroende på vilket stöd som mottagits. Ser man till korrelationen mellan de olika stöden och den abnormala förändringen kan vi se att variablernas korrelation är väldigt låg för majoriteten av stöden och endast en signifikans för ett stöd. Vi kan då inte dra en generell slutsats om alla stöd på detta sätt.

Genom att titta på industrifördelningen kunde vi identifiera vilken typ av stöd branscherna har mottagit, medelvärdet på summa stöd i respektive bransch, samt medelvärdet på den abnormala förändringen i varje bransch. En intressant slutsats som vi kan dra baserat på vårt resultat är att läkemedelsindustrin är den enda industri vars medelvärde på den abnormala förändringen var positiv. Detta kan förklaras av att behovet av läkemedelstjänster har ökat till följd av covid-19 pandemin. Resterande branscher har ett negativt medelvärde varav vi kan konstatera att de branscher som har störst negativt medelvärde på den abnormala förändringen är konsumentbranschen och energisektorn. En potentiell förklaring till detta kan vara att dessa branscher är extra utsatta av den minskade konsumtionen under pandemin. De branscher som har det högsta medelvärdet på summa stöd är industrisektorn och konsumentbranschen, vilket kan grunda sig i att dessa är branscher har ett högt antal anställda och påverkas markant av privatpersoners konsumtion. Viktigt att påpeka är dock att 9 företag har summan noll i summa stöd och detta beror dels på att företagen uttrycker att summan är oväsentlig, dels på att företagen inte specificerat summan trots stora indikationer på att företagen mottagit mycket bidrag. Detta kan medföra att medelvärdet på summa stöd i vissa branscher kan bli snedfördelat.

6. Slutsats

Syftet med studien var att undersöka om det finns ett positivt samband mellan mottagna bidrag och förändrad utdelningsnivå för räkenskapsåret 2020, samt vilka företagsspecifika faktorer som påverkar det eventuella sambandet. Resultatet av regressionen visade ett positivt samband mellan den abnormala förändringen i utdelningsnivån och mottagna statliga bidrag som var signifikant. Det positiva sambandet innebär att företag som mottagit bidrag har en mindre minskning i utdelningsnivå i förhållande till företag som inte mottagit bidrag. Genom denna analys kan vi förkasta nollhypotesen och acceptera vår hypotes. Vidare kan vi konstatera att variablerna räntabilitet på totalt kapital, skuldsättningsgrad och $\ln(\text{tillgångar})$ är de företagsspecifika faktorer som har ett signifikant samband på utdelningsnivån. Det betyder att vid ökad lönsamhet och storlek, så ökar utdelningsnivån medan skuldsättningsgraden å andra sidan har ett negativt samband med utdelningsnivån vilket stöds av tidigare studier.

Hur de olika bidragen har påverkat utdelningsnivån är svårt att dra slutsats om då vi inte kunde identifiera några tydliga samband. Vårt antagande om att vissa bidrag skulle påverka utdelningen positivt och andra negativt verkar dock inte stämma då samtliga bidrag hade ett negativt medelvärde på den abnormala förändringen. Vi kan därför inte med säkerhet svara på frågeställningen om hur de olika bidragen kan påverka utdelningsnivån. I frågan om vi kan se skillnad i abnormal förändring mellan industrier för de 130 företag som mottagit bidrag kan vi säga att läkemedelsbranschen är den bransch som både mottagit stöd och ökat sin utdelningsnivå 2020. Vi kan även se att fastighetsbranschen i genomsnitt har en relativt oförändrad utdelningsnivå, vilket skiljer sig från de andra branscherna där de flesta i genomsnitt minskat sin utdelningsnivå med minst 30% för år 2020. Vi kan således se en skillnad på utdelningsnivån mellan industrier där läkemedelsbranschen har en positiv abnormal förändring och de andra branscherna har en negativ abnormal förändring.

Avslutningsvis kan sägas att utifrån vår studie kan man se att sambandet mellan abnormal förändring och mottagande av statliga bidrag är positivt. Jämfört med företag som inte mottagit bidrag har utdelningsnivån varit mindre negativ vilket visar att företag som mottagit bidrag har en förhållandevis högre utdelningsnivå. Vi kan dock inte svara på om det är de statliga bidragen som medfört den avvikande utdelningsnivån. Sambandet mellan statliga bidrag och aktieutdelning kan således användas som en grund för vidare studier att undersöka huruvida utdelningsnivån beror på bidragen eller ej. Förutom de faktorer som vi tagit med i denna studie, kan det även finnas andra faktorer som kan påverka detta samband, som exempelvis fler företagsinterna investeringar och ökade intäkter.

7. Vidare forskning

I samtliga observationer har vi sett en förändring i utdelningsnivån 2020. Majoriteten har visat en negativ förändring men vi har även sett att vissa företag ökat utdelningen. Däremot har vi inte studerat om utdelningsnivån för dessa bolag berott på mottaget stöd eller om utdelningen kan härledas till andra faktorer, exempelvis ökade intäkter under de senare kvartalen. Därav kan det vara intressant att studera om utdelningsnivån berott på stöden eller ej.

Studien tar upp en handfull branscher som tagit emot stöd under covid-19 pandemin. Det som tagits fram är hur många företag som tagit emot respektive bidrag och om det finns någon koppling till den abnormal förändringen i utdelningsnivån. Vidare hade man kunnat fördjupa sig ytterligare för att se om branscherna klarat sig bättre tack vare stöden och om det i sin tur leder till möjlighet att öka utdelningen. Försiktighet till utdelning i olika branscher kan vara ett ytterligare perspektiv att studera.

8. Källhänvisning

8.1 Artiklar

Abdulkadir, R., Abdullah, N., & Wong, W. (2016). Dividend Payment Behaviour and its Determinants: The Nigerian Evidence. *African Development Review*, 28(1), 53-63.

Al Shabibi, B., and G. Ramesh (2011). "An Empirical Study on the Determinants of Dividend Policy in the UK." *International Research Journal of Finance and Economics* 80: 105-20.

Andersson, Lars Fredrik, Ann-Kristin Bergquist, and Rikard Eriksson (2016). "Profits, Dividends and Industry Restructuring: The Swedish Paper and Pulp Industry between 1945 and 1977." *Scandinavian Economic History Review* 64 278-96.

Ankudinov, A. & Lebedev, O. (2016). "Dividend payouts and company ownership structure amid the global financial crisis: Evidence from Russia" *Post-Communist Economies*. 28(3), pages 384-404, July.

Ashley, S., & Van Slyke, D. (2012). The Influence of Administrative Cost Ratios on State Government Grant Allocations to Nonprofits. *Public Administration Review*, 72(S1), S47-S56.

Bahreini, M., & Adaoglu, C. (2018). Dividend payouts of travel and leisure companies in Western Europe: An analysis of the determinants. *Tourism Economics: The Business and Finance of Tourism and Recreation*, 24(7), 801-820.

Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, dividend Policy, and "the Bird in the Hand" Fallacy. *Bell Journal of Economics* 10(1), 259-270.

Bildik, R. & Fatemi, A. (2012). Yes, Dividends Are Disappearing: Worldwide Evidence. (Report)." *Journal of Banking & Finance*, 36(3), 662.

Bildik, R., Fatemi, A. & Fooladi, I. (2015). Global dividend payout patterns: The US and the rest of the world and the effect of financial crisis. *Global Finance Journal*, 28, 38-67.

Bliss, B., Cheng, Y., & Denis, D. (2015). Corporate payout, cash retention, and the supply of credit: Evidence from the 2008–2009 credit crisis. *Journal of Financial Economics*, 115(3), 521-540.

Bluedorn, J., Decressin, J., & Terrones, M. (2014). Harbingers of Recessions. *Finance & Development*, 51(1), 40-43

Booth, L., & Zhou, J. (2017). Dividend policy: A selective review of results from around the world. *Global Finance Journal*, 34, 1-15.

Deangelo, Harry, Deangelo, Linda, & Stulz, René M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254.

Fama, E., & French, K. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.

Floyd, E., Li, N., & Skinner, D. (2015). Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends. *Journal of Financial Economics*, 118(2), 299-316.

Frankfurter, G., & Wood, B. (2002). Dividend policy theories and their empirical tests. *International Review of Financial Analysis*, 11(2), 111-138.

- Hauser, R. (2013). Did dividend policy change during the financial crisis? *Managerial Finance*, 39 (3), 584-606.
- Herrenbrueck, L. (2021). Why a pandemic recession boosts asset prices. *Journal of Mathematical Economics*, 93, Journal of mathematical economics, March 2021, Vol.93.
- Holden, M. T., & Lynch, P. (2004). Choosing the Appropriate Methodology: Understanding Research Philosophy. *The Marketing Review*, 4(4), 397–409.
- Hong, Jin, Hong, Song, Wang, Liangbing, Xu, Yi, & Zhao, Dingtao. (2015). Government grants, private R&D funding and innovation efficiency in transition economy. *Technology Analysis & Strategic Management*, 27(9), 1068-1096.
- Hong, J., Feng, B., Wu, Y., & Wang, L. (2016). Do government grants promote innovation efficiency in China's high-tech industries? *Technovation*, 57/58, 4.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. & Meckling, M. H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Laude, A. & Brûle-Gapihan, E. (2020). Perspectives on the Economics of the Environment in the Shadow of Coronavirus. *Environmental & Resource Economics*, 2020, p.1-71.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review* 46 (2), 97-113.
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Nguyen, K. T., Le, V. T., Duong, T. T. A. & Hoang, T. N. (2013). Determinants of Dividend Payments of Non-Financial Listed Companies in Ho Chi Minh Stock Exchange. *Journal of Economics and Business*, 29 (5E), s. 16-33.
- Rozeff, M. (1982). Growth, beta, and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259.
- Verbruggen, S., & Christiaens, J. (2012). Do Non-profit Organizations Manage Earnings toward Zero Profit and Does Governmental Financing Play a Role? *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 29(3), 205-217.

8.2 Litteratur

- Frankfurter, G. M., Wood, B. G., & Wansley, J. W. (2003). Dividend policy: theory and practice. London: Academic Press.
- Djurfeldt, G., Larsson, R., & Stjärnhagen, O. (2003). Statistisk verktygslåda. Lund: Studentlitteratur.
- Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2015). Research methods for business students. Prentice Hall Financial Times. Edinburgh: Pearson.
- Sohlberg, P., & Sohlberg, B.-M. (2013). Kunskapens former. Stockholm: Liber.

8.3 Övriga referenser

Barrons (2020) *Dividend stocks begin to resume payouts after the pandemic*. Hämtad 2021-04-30 från <https://www.barrons.com/articles/dividend-stocks-begin-to-resume-payouts-after-pandemic-pause-51604673001>

Beijer Alma (2020). *årsredovisning hållbarhetsrapport 2020*. Hämtad 2021-04-30 från https://beijeralma.se/wp-content/uploads/2021/03/beijeralma_ar2020_sv.pdf

Dagens Industri [DI] (2021) *Sluta stigmatisera utdelningar*. Hämtad 2021-04-30 från <https://www.di.se/debatt/sluta-stigmatisera-utdelningar/>

Dagens Nyheter [DN] (2020). *Partiledarnas krav på företagen att avstå från aktieutdelningar*. Hämtad 2021-04-06 från <https://www.dn.se/nyheter/sverige/partiledarnas-krav-pa-foretagen-avsta-fran-aktieutdelningar/>

Folkhälsomyndigheten (2020). *Spridningen av Covid-19 är en pandemi*. Hämtad 2021-04-02 från <https://www.folkhalsomyndigheten.se/nyheter-och-press/nyhetsarkiv/2020/mars/spridningen-av-covid-19-ar-en-pandemi/>

Electrolux (2020). *Electrolux Årsredovisning 2020*. Hämtad 2021-04-30 från <https://www.electroluxgroup.com/wp-content/uploads/sites/3/2020/02/electrolux-arsredovisning-2020.pdf>

Försäkringskassan. (2020). *Ersättning för sjuklönekostnader*. Hämtad 2021-04-13 från <https://www.forsakringskassan.se/arbetsgivare/ersattningar-och-bidrag/ersattningar-for-hoga-sjuklonekostnader>

IAS 20 - FAR Online - IAS 20 Redovisning av statliga bidrag och upplysningar om statliga stöd: Hämtad 2021-03-30

Konjunkturinstitutet (2020). *Snabb återhämtning i produktionen men arbetsmarknaden släpar efter*. Hämtad 2021-05-25 från <https://www.konj.se/publikationer/konjunkturlaget/konjunkturlaget/2020-09-30-snabb-aterhamtning-i-produktionen-men-arbetsmarknaden-slapar-efter.html>

Länsstyrelsen. (2020). *Stöd för sänkta hyror i utsatta branscher*. Hämtad 2021-04-14 från <https://www.lansstyrelsen.se/stockholm/samhalle/planering-och-byggande/stod-for-sankta-hyror-i-utsatta-branscher.html>

Lynch D.J (2020) *As stock prices hit record high, economy trails behind*. Hämtad 2021-04-20 från <https://www.washingtonpost.com/business/2020/08/18/stocks-economy-coronavirus/>

Privata affärer (2021) *Thule slog förväntningar med råge*. Hämtad 2021-04-12 från <https://www.privataaffarer.se/thule-slog-forvantningarna-med-rage/>

Regeringen (2020). *Företag får stöd baserat på omsättningstapp*. Hämtad 2021-05-19 från <https://www.regeringen.se/pressmeddelanden/2020/04/foretag-far-stod-baserat-pa-omsattningstapp/>

Regeringskansliet (u.å.). *För företagare med anledning av covid-19*. Hämtad 2021-05-19 från <https://www.regeringen.se/regeringens-politik/regeringens-arbete-med-coronapandemin/foretag/>

Riksbanken (2021). *Sök räntor och valutakurser*. Stockholm: riksbanken. Hämtad 2021-04-19 från: <https://www.riksbank.se/sv/statistik/sok-rantor--valutakurser/valutakurser-till-deklarationen/>

SFS 2020:195 *Förordning (2020:195) om vissa sjukpenningförmåner med anledning av Covid-19*. Stockholm: Socialdepartementet

Skatteverket (2020). *Omställningsstöd för mars och april 2020*. Hämtad 2021-04-15 från <https://www.skatteverket.se/foretagochorganisationer/skatter/coronainformationforforetagforeningarochoffentligaaktorer/omstallningsstodtillfoljdavcorona/omstallningsstodformarsochapril2020.4.569165a01749e7ae789109c.html>

Skatteverket (2020a). *Tillfälligt sänkta arbetsgivaravgifter och egenavgifter*. Hämtad 2021-04-29 från <https://www.skatteverket.se/omoss/press/nyheter/2020/nyheter/tillfalligtsanktaarbetsgivaravgifterochegenavgifter.5.1c68351d170ce5545271209.html>

Skatteverket (2020b) *Anstånd med skattebetalning*. Hämtad 2021-04-29 från <https://www.skatteverket.se/privat/skatter/skattekontobetalaochfatillbaka/inbetalningtillskattekontot/andstandmedskattebetalning.4.69ef368911e1304a62580004910.html>

SKF (2020). *Annual Report 2020*. Hämtad 2021-04-30 från <https://investors.skf.com/sites/default/files/pr/202103032688-1.pdf>

Svenska Dagbladet Näringsliv [SvD] (2020). *Inget krisstöd till bolag med aktieutdelningar*. Hämtad 2021-04-30 från <https://www.svd.se/stopp-for-stod-till-bolag-som-gor-aktieutdelning>

Sveriges Television Nyheter [SVT] (2021) *Rekord i aktieutdelning mitt under corona krisen*. Hämtad 2021-03-30 från <https://www.svt.se/nyheter/ekonomi/rekord-i-aktieutdelning-mitt-under-coronakrisen>

Svenskt Näringsliv (2021). *Blanda inte ihop utdelningar med stöd för korttidspermittering*. Hämtad 2021-03-30 från https://www.svensknaringsliv.se/sakomraden/ekonomisk-analys/blanda-inte-ihop-utdelningar-med-stod-for-korttidspermittering_1165578.html

The Associated Press (2020). *Why is the stock market hitting a new record when unemployment is 10%?* Hämtad 2021-04-21 från: <https://www.cbsnews.com/news/stock-market-record-unemployment-rate>

Tillväxtverket (2020). *Information och stöd med anledning av coronakrisen*. Hämtad 2021-04-10 från <https://tillvaxtverket.se/om-tillvaxtverket/information-och-stod-kring-coronakrisen.html>

Tillväxtverket (2020a) *Vinstutdelningar och andra värdeöverföringar regleras i lagbesked från tillväxtverket om nuvarande stödperiod*. Hämtad 2021-04-10 från <https://tillvaxtverket.se/om-tillvaxtverket/nyhetsrummet.html#/pressreleases/vinstutdelningar-och-andra-vaerdeoverfoeringar-regleras-i-lag-besked-fraan-tillvaextverket-om-nuvarande-stoedperiod-3054993>.

Tillväxtverket (2020b). *Korttidsarbete 2020*. Hämtad 2021-04-10 från <https://tillvaxtverket.se/om-tillvaxtverket/information-och-stod-kring-coronakrisen/korttidsarbete/korttidsarbete-2020.html>

9. Bilagor

Bilaga 1: Urval

Företag	Statliga bidrag	Utdelning 2020	Abn förändring +/-	Företag	Statliga bidrag	Utdelning 2020	Abn förändring +/-
Munters Group AB	1	1	+	Beijer Ref AB	1	1	-
Empir Group AB	1	1	+	DistIT AB	1	1	-
Corem Property Group AB	1	1	+	Intrum AB	0	1	-
Svenska Cellulosa Aktiebolaget SCA	1	1	+	Byggmax Group AB	0	1	-
Medicover AB	1	1	+	Hufvudstaden AB	1	1	-
ADDvise Group AB	1	1	+	Vitrolife AB	1	1	-
AroCell AB	0	1	+	Loomis AB	1	1	-
Capacent Holding AB	1	1	+	Hexatronic Group AB	0	1	-
Transcendent Group AB	0	1	+	Lagercrantz Group AB	0	1	-
Getinge AB	1	1	+	Alimak Group AB	1	1	-
Concentric AB	1	1	+	Nolato AB	1	1	-
Bergs Timber AB	1	1	+	Nobia AB	1	1	-
Nordic Waterproofing Holding AB	0	1	+	Surgical Science Sweden AB	1	1	-
Poolia AB	1	1	+	BioGaia AB	1	1	-
Hanza Holding AB	1	1	+	Bufab AB	1	1	-
Lindab International AB	1	1	+	G5 Entertainment AB	1	1	-
Elos Medtech AB	1	1	+	Besqab AB	0	1	-
Softronic AB	0	1	+	Beijer Alma AB	0	1	-
Unlimited Travel Group UTG AB	1	1	+	Mycronic AB	1	1	-
JLT Mobile Computers AB	0	1	+	Ework Group AB	0	1	-
Formpipe Software AB	0	1	+	Addnode Group AB	1	1	-
Tele2 AB	0	1	+	Bonava AB	1	1	-
AB Volvo	1	1	+	Resurs Holding AB	1	1	-
Polyplank AB	0	1	+	Bredband2 i Skandinavien AB	0	1	-
Telefonaktiebolaget LM Ericsson	0	1	+	NP3 Fastigheter AB	0	1	-
Sandvik AB	0	1	+	Betsson AB	1	1	-
Diös Fastigheter AB	1	1	+	Fastighets AB Trianon	0	1	-
Coor Service Management Holding AB	1	1	+	KABE Group AB	1	1	-
Tethys Oil AB	1	1	+	Nilörngruppen AB	1	1	-
AB SKF	0	1	+	Bulten AB	1	1	-
FM Mattsson Mora Group AB	1	1	+	Nyfosa AB	1	1	-
Holmen AB	1	1	+	Avensia AB	1	1	-
VBG Group AB	0	1	+	Invisio AB	0	1	-
Alfa Laval AB	1	1	+	Toleranzia AB	0	1	-
Boule Diagnostics AB	1	1	+	Svedbergs i Dalstorp AB	0	1	-
AB Electrolux	1	1	+	Scandi Standard AB	1	1	-
Troax Group AB	1	1	+	Bönäsudden Holding AB	1	1	-
Dometic Group AB	1	1	+	Instalco AB	0	1	-
L E Lundbergföretagen AB	1	1	+	Lime Technologies AB	0	1	-
Atlas Copco AB	1	1	+	Paradox Interactive AB	0	1	-
Inwido AB	1	1	+	Malmbergs Elektriska AB	0	1	-
Cloetta AB	1	1	+	BTS Group AB	1	1	-
Thule Group AB	0	1	+	AB Fagerhult	1	1	-
Swedish Match AB	1	1	+	Evolution Gaming Group AB	0	1	-
GHP Specialty Care AB	1	1	+	Lundin Energy AB	0	1	-
Studsvik AB	1	1	-	B3 Consulting Group AB	1	1	-
AB Sagax	1	1	-	TF Bank AB	1	1	-
Ambea AB	0	1	-	CellaVision AB	0	1	-
Kallebäck Property Invest AB	1	1	-	Gränges AB	1	1	-
Proact IT Group AB	0	1	-	Swedbank AB	0	1	-
LeoVegas AB	1	1	-	MIPS AB	0	1	-
Knowit AB	0	1	-	Avanza Bank Holding AB	0	1	-
Husqvarna AB	1	1	-	Swedencare AB	0	1	-
NCC AB	0	1	-	K2A Knaust & Andersson Fastigheter AB	0	1	-

Fabege AB	0	1	-	Acrinova AB	0	1	-
Atrium Ljungberg AB	1	1	-	Aktiebolaget Fastator	0	1	-
HEXPOL AB	1	1	-	ITAB Shop Concept AB	1	0	-
AAK AB	0	1	-	Björn Borg AB	0	0	-
Skanska AB	0	1	-	Eltel AB	0	0	-
Precio Fishbone AB	0	1	-	Enad Global 7 AB	1	0	-
JM AB	0	1	-	Indutrade AB	1	0	-
HEBA Fastighets AB	1	1	-	DevPort AB	1	0	-
AddLife AB	0	1	-	Serneke Group AB	1	0	-
New Nordic Healthbrands AB	0	1	-	Attendo AB	0	0	-
Saab AB	0	1	-	Nordic Flanges Group AB	1	0	-
Prevas AB	1	1	-	Semcon AB	0	0	-
Sweco AB	1	1	-	Oscar Properties Holding AB	1	0	-
Hexagon AB	0	1	-	Odd Molly International AB	1	0	-
ITAB Shop Concept AB	1	1	-	New Wave Group AB	1	0	-
Essity AB	0	1	-	Projektengagemang Sweden AB	1	0	-
Skåne-möllan AB	1	1	-	BE Group AB	1	0	-
Wihlborgs Fastigheter AB	0	1	-	NOTE AB	1	0	-
Peab AB	1	1	-	Lammhults Design Group AB	1	0	-
Midsona AB	1	1	-	Mekonomen AB	1	0	-
Bilia AB	0	1	-	ProfilGruppen AB	1	0	-
Precise Biometrics AB	0	1	-	AGES Industri AB	1	0	-
MultiQ International AB	1	1	-	Balco Group AB	0	0	-
Boliden AB	1	1	-	Doro AB	1	0	-
Stillfront Group AB	0	1	-	AQ Group AB	1	0	-
Humana AB	1	1	-	Actic Group AB	1	0	-
Epiroc AB	0	1	-	Rejlers AB	1	0	-
CAG Group AB	0	1	-	H & M Hennes & Mauritz AB	1	0	-
Trelleborg AB	0	1	-	Inission AB	1	0	-
Wallenstam AB	1	1	-	Wise Group AB	1	0	-
OEM International AB	1	1	-	Beijer Electronics Group AB	1	0	-
Mavshack AB	0	1	-	Hifab Group AB	1	0	-
Novotek AB	0	1	-	Feelgood Svenska AB	1	0	-
Platzer Fastigheter Holding AB	0	1	-	Duni AB	1	0	-
Telia Company AB	0	1	-	Nederman Holding AB	1	0	-
Zinzino AB	0	1	-	Enea AB	1	0	-
Pricer AB	0	1	-	Alcadon Group AB	1	0	-
ÅF Pöyry AB	1	1	-	Midway Holding AB	1	0	-
CTT Systems AB	0	1	-	SSAB AB	1	0	-
Catena AB	1	1	-	Modern Times Group Mtg AB	1	0	-
Ferronordic AB	0	1	-	Offentliga Hus i Norden AB	0	0	-
Christian Berner Tech Trade AB	0	1	-	MaxFastigheter i Sverige AB	0	0	-
Momentum Group AB	1	1	-	Stendörren Fastigheter AB	0	0	-
Svenska Handelsbanken AB	0	1	-	Haldex AB	1	0	-
Torslanda Property Investment AB	0	1	-	Pandox AB	1	0	-
Skandinaviska Enskilda Banken AB	0	1	-	IAR Systems Group AB	0	0	-
Securitas AB	1	1	-	Vertiseit AB	1	0	-
ByggPartner i Dalarna Holding AB	1	1	-	Guideline Geo AB	1	0	-
SJR in Scandinavia AB	1	1	-	Hoist Finance AB	0	0	-
XANO Industri AB (publ)	1	1	-	Byggmästare Anders J Ahlström Holding AB	1	0	-
Garö Aktiebolag	0	1	-	Scandic Hotels Group AB	1	0	-
HMS Networks AB	1	1	-	Moment Group AB	1	0	-
NIBE Industrier AB	0	1	-	BioArctic AB	0	0	-
Vitec Software Group AB	1	1	-	Binero Group AB	0	0	-
NCAB Group AB	1	1	-	Railcare Group AB	0	0	-
Micro Systemation AB	0	1	-	Havsfrun Investment AB	0	1	-

Bilaga 2: Regression

Linear regression						
(Std. Err. adjusted for 219 clusters in Ticker)						
				Number of obs	=	219
				F(14, 218)	=	6.17
				Prob > F	=	0,0000
				R-squared	=	0,2048
				Root MSE	=	.46825
ABN_w	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t 	[95 % Conf.	Interval]
Statliga bidrag	.1600948	.0668473	2.39	0,017	.0283451	.2918445
Indr utdel 2020	-.3060816	.0706646	-4.33	0,000	-.4453549	-.1668083
Stöd/T	-1,166043	.9538565	-1.22	0,223	-3,046004	.7139178
RT	.0159069	.0070978	2.24	0,026	.0019177	.029896
Skulds. grad	-.0003299	.0001533	-2.15	0,032	-.000632	-.0000278
KF/T	.0956263	.1241347	0.77	0,442	-.1490316	.3402841
LN(T)	.0317545	.0163138	1.95	0,053	-.0003984	.0639075
Ind Dum1	.0832817	.1545007	0.54	0,590	-.2212246	.387788
Ind Dum2	0	(omitted)				
Ind Dum3	.0882125	.1854091	0.48	0,635	-.2772112	.4536363
Ind Dum4	.0766918	.1457126	0.53	0,599	-.2104941	.3638776
Ind Dum5	-.0044646	.1436654	-0.03	0,975	-.2876155	.2786863
Ind Dum6	.1297459	.1643089	0.79	0,431	-.1940914	.4535833
Ind Dum7	.0372469	.1530853	0.24	0,808	-.2644699	.3389636
IndDum8	.3742893	.2167678	1.73	0,086	-.0529396	.8015183
_cons	-.6530239	.2000815	-3.26	0,001	-1,047366	-.2586821