

Både upp och ner:

En studie av sambandet mellan utdelningsandel och resultattillväxt.

Av: Kaya, Jakob & Gunnarsson, Simon

Handledare: Maria Smolander

Södertörns högskola | Institutionen för samhällsvetenskaper

Kandidatuppsats 15hp

Företagsekonomi | Finansiering



SÖDERTÖRNS HÖGSKOLA | STOCKHOLM
sh.se

Förord

Vi vill tacka alla de personer som har bidragit till uppsatsarbetet. Först vill vi tacka vår handledare Maria Smolander för hennes hjälp genom arbetets gång, vidare vill vi också tacka opponentgruppen för deras feedback. Vi vill även tacka vår examinator Cheick Waguè för hans kritik och förbättringsförslag som bidragit till arbetet.

Ett extra stort tack vill vi även ge till Mikael Rangnitt för den inspiration och insikt som han bidragit med.

Tack för er hjälp!

Sammanfattning

Studiens syfte har varit att undersöka om det finns ett samband mellan utdelningsandel och resultattillväxt för företag listade på OMXS30 mellan åren 2008 till 2017. Det finns en motsägelse bland etablerade teorier och nyare forskning i frågan, där de etablerade teorierna kan delas upp i två läger. Dels de som menar att det inte finns ett samband och dels de som menar att sambandet är negativt – ju högre utdelningsandel desto lägre resultattillväxt. Den nyare forskningen visar på empiriska resultat som motsäger de etablerade teorierna och tyder på att sambandet snarare är positivt, ju högre utdelningsandel desto högre resultattillväxt. Undersökningsmetoden har varit kvantitativ och det empiriska materialet har hämtats från företagen årsredovisningar. I studien har 24 företag och 524 observationer använts som sedan analyserats med en regressionsanalys.

Resultatet visar på att det finns ett starkt samband mellan utdelningsandel och tillväxttakt med ett R-square värde på 0,779 till en konfidsensgrad på 99,9 %. Sambandet är dock inte linjärt enligt vare sig etablerade teorier eller nyare forskning utan visar sig i studien vara polynomiskt. Vi finner därför stöd för den nyare forskningen fram till regressionslinjens maximivärde på utdelningsandelen 87 %, därefter är sambandet negativt. Anledningen till ett negativt samband efter denna punkt är sannolikt så kallat *dividend smoothing*. Mogna företag med en stor andel institutionella ägare fortsätter dela ut trots att det inte kan motiveras av presterat resultat. Vi finner även att företag som höjer utdelningsandelen får högre resultattillväxt, bortsett från när höjningen kan härledas till *dividend smoothing*.

Nyckelord: Utdelning, Utdelningsandel, Nettoresultat, Nettoresultattillväxt

Abstract

The purpose of this study has been to investigate whether there is a relation between payout ratio and earnings growth for firms listed on OMXS30 between the years 2008 and 2017. The study aims to investigate the contradiction between established theories and later research. The established theories can be divided into two camps, those who believe there is no relation between the two and those who believe the relationship to be negative –higher payout ratio results in lower earnings growth. Later research shows empirical results that contradict the established theories and suggest that the relationship is positive, higher payout ratio results in higher earnings growth.

The method used was quantitative and the empirical material has been collected from the firms' annual reports. In the study, 24 companies and 528 observations have been used, which were then analyzed with a regression analysis.

The results show that there is a strong relation between payout ratio and earnings growth, with an R-square value of 0.779 to a confidence level of 99.9%. The relationship, however, is not linear according to established theories or later research, however it is in this study found to be polynomial. We therefore find support for the later research up to the regression line's maximum value at the payout ratio 87%, after which the relationship is negative. The reason for a negative relationship after this point is likely due to dividend smoothing. Mature firms with a large share of institutional owners showed a tendency of continuing to pay out dividends even though this cannot be justified by the achieved earnings. We also find that firms that raise their payout ratio achieve higher earnings growth as long as the increase can't be attributed to dividend smoothing.

Keywords: Dividend, Payout ratio, Net income, Net profit growth

Definitionslista

Dividend smoothing

När företag väljer att bibehålla en utdelningsnivå trots att resultatet varierar över tid.

Konjunkturcykel

En period där den ekonomiska tillväxten har varit både lägre och högre än jämviktsnivån inom den svenska ekonomin.

Multinationella företag

Multinationella företag som bedriver verksamhet antingen via koncern eller dotterbolag i flera länder.

Nettoresultat

Är företagets resultat där alla intäkter och kostnader ingår. I studien används även begreppet resultat, dock menas även då nettoresultatet.

OMXS30

OMXS30 är ett index med de trettio mest omsatta aktierna på Stockholmsbörsen. Med omsättning menas den totala försäljningen av aktier under en halvårsperiod.

P-värde

Vid statistisk hypotesprövning är p-värdet sannolikheten att resultatet är slumpmässigt. Vid ett p-värde på under 0,05% anses resultatet vara signifikant.

Regression

Regression är en statistisk analysmetod som undersöker till vilken grad den oberoende variabel påverkar den beroende variabeln samt hur relationen mellan dessa utvecklas.

Utdelningsandel

Utdelningsandel är den andel av vinsten som delas ut till ägarna i företaget. Den räknas ut genom att utdelningen divideras med vinsten eller genom att dividera utdelning per aktie med vinst per aktie.

Innehållsförteckning

1.0 Inledning.....	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemdiskussion.....	2
1.3 Problemformulering.....	4
1.4 Undersökningsfrågor	4
1.5 Syfte	4
1.6 Avgränsningar	4
2.0 Teoretisk referensram.....	5
2.1 Inledning	5
2.2 Etablerade teorier	5
2.3 Nyare forskning	7
2.4 Dividend smoothing.....	9
2.5 Studiens placering.....	10
2.5 Hypotes	11
3.0 Metod	12
3.1 Val av metod	12
3.2 Population och urval.....	13
3.2.1 Population	13
3.2.2 Urval.....	13
3.3 Datainsamling.....	13
3.3.1 Primärdata	14
3.3.2 Sekundärdata	14
3.3.3 Bearbetning av empiri.....	14
3.4 Kritik mot metod och källor	15
3.4.1 Källkritik.....	15
3.4.2 Metodkritik	16
3.5 Validitet.....	16
3.6 Reliabilitet	17
4.0 Empiri	18
4.1 Generell överblick	18
4.2 Utdelningsandel	19
4.3 Resultattillväxt överblick.....	21
5.0 Analys	25
5.1 Signifikansgrad och koefficienternas tillförlitlighet	25
5.2 Sambandets styrka	26

5.3 Linjär regression.....	26
5.4 Residualer	27
5.5 Polynomial regression.....	28
5.6 Övrig analys	30
6.0 Slutsats	32
7.0 Diskussion.....	33
7.1 Avslutande diskussion	33
7.2 Kritik.....	34
7.3 Rekommendationer	34
Referenser	
Bilaga 1.....	
Bilaga 2.....	
Bilaga 3.....	
Bilaga 4.....	
Bilaga 5.....	

1.0 Inledning

I detta avsnitt ges en presentation av den problematik och bakgrund som studien har utgått från. Studiens bakgrund, problemformulering samt syfte och avgränsningar kommer också att presenteras.

1.1 Bakgrund

Under våren 2018 kommer företag på stockholmsbörsen att dela ut 263 miljarder till sina ägare (Hemberg, 2018). Utdelningar är ett sätt för företag att ägarna en utbetalning av kontanter eller andra typer av tillgångar (Avanza, 2018 a). Företagen kan även använda sig av återköp av aktier samt inlösen av aktier som andra former av utdelning (ibid).

Utdelningen kommer från den vinst som företaget genererar under året. De som har varit lönsamma över en längre tid kan investera en del av vinstmedlen för att fortsätta växa, eller betala ut dem till ägarna i form av utdelning (Avanza, 2018 b). Företag av denna typ är oftast mogna och har växt till att bli stora företag vilket kan bidra till att de har svårt att åstadkomma ytterligare tillväxt och därför väljer att dela ut kapitalet som ägarna kan få större avkastning för på annat håll (Lintner, 1956; Avanza, 2018 a).

Eftersom företag behöver behålla en del av vinsten för att investera och fortsätta växa blir frågan om det finns ett optimalt förhållande avseende hur mycket som ska delas ut till aktieägarna. I artikeln "Hög aktieutdelning ett långsiktigt hot" skriven av Adri de Ridder (2015) hävdar författaren att en hög utdelning påverkar företagens förmåga att vara konkurrenskraftiga på den internationella marknaden. Vidare skriver de Ridder även att svenska företag i genomsnitt behåller 24 kronor för varje hundralapp som de tjänat in efter skatt medans liknande siffra för USA är 42 kronor.

Att en hög utdelningsandel skulle vara skadligt för företagen som De Ridder (2015) hävdar tas även upp av Arnott & Asness (2003) i artikeln *Surprise! Higher dividends = Higher earnings growth*. Arnott & Asness (2003) presenterar fyra anledningar som förklaringsgrund till varför en hög utdelningsandel kan vara fördelaktigt samt leda till en högre tillväxt i nettoresultatet. Vidare hävdar Arnott & Asness (2003) att de företag med lägst utdelningsandel i deras undersökning under den nästkommande tioårsperioden har haft en negativ tillväxt i nettoresultat. Samtidigt visar studien att de företag som har haft högst utdelningsandel vid samma tidpunkt under den efterföljande tioårsperioden har haft en högre tillväxt i resultatet än genomsnittet. Enligt Arnott & Asness (2003) har företagen som placerat sig i den lägsta utdelningsandelen haft en genomsnittlig tillväxt under tidsperioden 1946-1991 på -0,4%. Samma siffra för bolagen med högst utdelningsandel är en genomsnittlig tillväxt på 4,2%.

Tankarna från De Ridder och Arnott & Asness väckte intresset för att undersöka huruvida det finns ett förhållande mellan utdelningsandel och resultatutväxt samt hur det då skulle se ut.

1.2 Problemdiskussion

Alla företag som har avsikten att vara lönsamma eller enbart att överleva behöver någon form av tillväxt. Behovet stammar i att förbättra produktiviteten, bibehålla eller förbättra företagets marknadsandelar eller helt enkelt för att möta inflationen (Johansson & Runsten, 2017). Den är relevant för olika aktörer, sett ur aktieägarnas perspektiv är hela affärsverksamheten utav intresse, men särskilt de aktiviteter som leder till tillväxt och medför en avkastning för det investerade kapitalet. För företagsledningen är det av intresse då de har som mål att skapa tillväxt genom övergripande eller uppdelade ansvarsområden inom företaget. För de politiska beslutsfattarna är det också en högst relevant fråga då växande företag bidrar till den finansiella stabiliteten och skapar nya jobb (Davidsson et al, 2006).

Tillväxt är också en fundamental del av företagsanalysen och betraktas som en inneboende mekanism som tas för givet (McKelvie & Wiklund, 2010). Den beror på ett stort antal faktorer och studien utav tillväxt kan delas in i tre grenar; tillväxt som process, tillväxt som oberoende faktor och tillväxt som beroende faktor (ibid).

Tillväxt som process

Denna gren vill identifiera tillväxtprocessens interna natur och det som händer inom ett företag för att den ska vara möjligt. Tillväxt kan skapas på tre olika sätt; uppköp av andra företag, så kallade *mergers and acquisitions*, organisk tillväxt eller en hybridmodell med de bägge (McKelvie & Wiklund, 2010). Inom grenen fokuserar studierna på hur dessa strategier implementeras och hur besluten formas, de är longitudinella och undersöker vad som sker inom företaget. Ett företag kan exempelvis öka försäljningen genom en påkostad marknadsföringskampanj eller genom att rekrytera försäljningspersonal. Ett annat företag kan lansera en ny produkt på marknaden och nå samma nivå av ökad försäljning men med helt andra resultatutfall. Ytterligare sätt att nå finansiell tillväxt är personalnedskärningar. Den finansiella effekten utav samtliga åtgärder kan dessutom bli de samma, trots att tillvägagångssätten är vitt skilda (McKelvie & Wiklund, 2010).

Undersökningen av tillväxt som process kan ske på olika sätt. Fokus kan läggas på affärsaktiviteterna, som exempelvis kan vara att tillsätta en ny avdelning, investera i nya projekt eller investera i befintliga aktiviteter. Studier kan dessutom genomföras på individerna inom företaget som styr affärsaktiviteterna och tar de beslut som krävs för att aktiviteterna ska implementeras. Att studera ledningsstrukturen är ett tredje sätt, då undersöks beslutfattningsprocessen inom ett företag, hur besluten administreras och kontrolleras (Davidsson et al, 2006).

Ett stort antal variabler kan alltså innefattas inom denna gren av tillväxtstudier och de behöver nödvändigtvis inte korrelera på ett konsekvent sätt. Det antyder att tillväxtprocessen är svår att definiera i systematiskt förklarande variabler, den kan vara olika för olika företag och de interna processerna kan variera i stor utsträckning (McKelvie & Wiklund, 2010). I en studie, Davidsson et al. (2009) visar på att tillväxt av försäljning till och med ofta kan ha hämmande effekter på lönsamheten.

Att besvara frågan *hur* har med tidigare studier i åtanke visat sig vara svårt då olika företag kan skapa tillväxt på många olika sätt.

Tillväxt som oberoende variabel

Denna gren av tillväxtstudier fokuserar på tillväxtens utfall, den används som en oberoende variabel och studierna undersöker vilka påföljder den kan få internt för företaget. Fokus brukar ligga i förändrade förutsättningar i företagets styrning och de utmaningar som tillkommer när en organisation växer. Hur tillväxttakten skiljer sig mellan företagen är här inte intressant, intresset ligger i att undersöka dess konsekvenser.

Organisationen liknas i dessa studier ofta vid en levande organism som går igenom mognadsfaser och liknelsen härstammar i en artikel av Lippit & Schmidt i Harvard Business Review publicerad 1967. Där delas företagets livscykel in i tre faser; födelse-, ungdom- och mognadsfasen (Lippit & Schmidt, 1967). Detta sätt att betrakta företaget som en levande organism har visat sig vara tilltalande för många akademiker och liknelsen används än idag flitigt (Pheps et al., 2007). Tillväxten ses som en linjär förteelse och i de olika faserna ställs företagen inför olika slags utmaningar som behöver mötas. Avsikten inom denna gren är att inom livscykeln kategoriseras tillväxtmönster på ett systematiskt sätt (Churchill & Lewis, 1983).

Tillvägagångssättet är tilltalande då den ämnar att på ett enkelt sätt kategorisera ett stort antal faktorer inom ett komplext fenomen med ett lättförståeligt och logiskt resonemang, men det är också grenens svaghet. Det deterministiska, linjära förhållningssättet och användandet utav biologiska metaforer kan ofta bli vilseledande, liknelserna klarar sällan en metodisk och kritisk granskning (Stubbart & Smalley, 1999).

Tillväxt som beroende variabel

Denna gren av tillväxtstudier har som mål att förklara olika tillväxttakter över tid. Den används som en beroende variabel och de studerade, förklarande variablerna har genom åren varit många. Där har bland annat företagets storlek varit av intresse. En större organisation är mer robust och kan klara motgångar på ett bättre sätt än små aktörer. När de små aktörerna befinner sig i krisläge är det vanligt att större organisationer då tar över den mindres resurser och på så sätt växer (Barron, 1999). Även organisationens HR-policy har enligt tidigare studier visat sig vara av betydelsefull. De företag som engagerar sina medarbetare i beslutsprocesserna och har relativt höga löner och erbjuder anställningstrygghet har visat sig växa i större takt gentemot konkurrenterna (Batt, 2002).

Ovanstående är bara två exempel utav studier som förklarar företagets tillväxt. Konsensus verkar vara att det trots hundratalet studier inom grenen inte går att isolera variabler som förklarar tillväxt på ett konsekvent sätt (McKelvie & Wiklund, 2010). Det verkar finnas enbart en svag korrelation mellan olika indikatorer utav tillväxt; omsättning, antalet anställda och tillgångar, samt olika sätt att beräkna tillväxt; absolut, relativ och regressionsanalyser (Shepherd & Wiklund, 2009).

Under vår undersökning utav studier kring företagets tillväxt läste vi dock en vetenskaplig artikel som vi ansåg särskilt intressant. Den genomfördes av Robert Arnott och Clifford Asness år 2003, och även denna tillfaller grenen *tillväxt som beroende variabel*. Som förklarande variabel användes utdelningsandel och urvalet bestod utav företag i S&P 500 mellan 1871 till 2003. Resultatet utav studien visar att de företag som har haft högst utdelningsandel också haft störst resultattillväxt (Arnott & Asness, 2003). Anledningen till att vi uppfattar detta som särskilt intressant är att den motsäger det vedertagna förhållningssättet

att ju mer kapital som hålls kvar inom företaget för framtida investeringar desto högre resultattillväxt (ibid).

1.3 Problemformulering

När företags tillväxttakt uppskattas behöver ett flertal faktorer tas i beaktande, ett av dessa är utdelningsandel. Det finns en avvikelse mellan etablerade teorier och nyare forskning i frågan, vi vill därför undersöka hur sambandet ser ut mellan utdelningsandel och resultattillväxt.

1.4 Undersökningsfrågor

- Hur ser sambandet mellan utdelningsandel och resultattillväxt ut?
- Vilken effekt har höjd utdelningsandel på resultattillväxten?
- Tillämpas fenomenet *dividend smoothing*?

1.5 Syfte

Syftet är att undersöka sambandet mellan utdelningsandel och resultattillväxt.

1.6 Avgränsningar

Studien fokuserar på multinationella företag som har befunnits sig på OMXS30 under tioårsperioden 2008 - 2017.

2.0 Teoretisk referensram

I detta avsnittet kommer den vetenskapliga referensramen som studien utgår ifrån att presenteras samt en genomgång av tidigare forskning inom området. Vidare presenteras även studiens placering.

2.1 Inledning

De etablerade teorierna om utdelningens påverkan på resultatet kan delas in i två riktningar, de som menar att utdelningen påverkar och de som menar att utdelningen inte påverkar resultattillväxten. För de teorier som menar att utdelningen inte påverkar resultattillväxten går Modigliani och Miller-teoremet från 1958 i täten, vilken vi undersöker närmare under 2.4 studiens placering. Det finns bland de andra teorierna en etablerad och vedertagen syn på relationen mellan resultattillväxt och utdelningsandel som menar att ju mer kapital som behålls desto högre resultattillväxt, detta eftersom det då finns mer utrymme för framtida investeringar. Hädanefter kallas denna riktning *Etablerade teorier*. Förhållningen har på senare år blivit utmanad av nyare forskning med empiriska resultat som menar att förhållandet snarare är det motsatta, ju högre utdelningsandel desto högre resultattillväxt. Dessa härefter kallat *nyare forskning*. I teoriavsnittet nedan presenterar vi dessa förhållningssätt närmare och undersöker även fenomenet *dividend smoothing*, vilket kan bidra med förklaring till utdelningsandelar som kan anses orimligt höga. Avsnittet avslutas sedan med Modigliani och Miller-teoremet och studiens egna placering bland rådande teorier.

2.2 Etablerade teorier

Basen för de etablerade teorierna om det negativa sambandet mellan utdelningsandel och resultattillväxt kan härledas till John Lintners optimala utdelningsandel, Gordon's growth-modellen samt Walters modell. Samtliga teorier är från 1950-talet men används och diskuteras än idag.

Lintner som var en utav medgrundarna till CAPM-modellen ledde 1956 en studie för att undersöka sambandet mellan utdelning och framtida vinster. De började med att undersöka den dåvarande akademiska och icke-akademiska litteraturen angående företagsekonomisk finansiell policy, med dessa uppgifter som grund skapades en lista på femton observerbara faktorer som ansågs påverka företagets utdelningspolicy. De valde sedan 28 företag ur en lista på 600 som ansågs väletablerade för närmare granskning. De såg till att ha en bred variation på bland annat resultat, storlek, balansräkning, kapitalstruktur, ägarstruktur, utdelningspolicy och bransch vid valen. Gemensamt för företagen vara att de brett kunde benämnas som aktiva inom *industri*, som på engelska är en bredare term än på svenska (Lintner, 1956; Merriam Webster, 2018; Saob, 2018). Information om företagen hämtades inom en sexårsperiod från och med andra världskrigets slut, 1947 till och med 1953. Undersökningen var i huvudsak kvantitativ men även kvalitativa inslag fanns med intervjuer med direktörer, den dåvarande motsvarigheten till CFO:s och controllers bland annat. Urvalet var inte slumpmässigt utan skedde noggrant för att innefatta en bred variation av företag med olika förutsättningar och utdelningspolicy (Lintner, 1956).

Lintner undersökte även vad beslutsfattarna inom ett företag tar i beaktande när storleken på utdelningen bestäms för att framstå som rättvisa gentemot aktieägarna. Slutsatsen blev att

nettoresultatet är den mest övertygande motiveringen. Den rapporteras frekvent och har en bred målgrupp inom finansiella nyheter (Lintner, 1956). De menade att med goda resultat förväntar sig aktieägarna större utdelning och med försämrade resultat är de redo att acceptera desto mindre. Det var också nettoresultatet som de undersökta företagen hade som gemensam nämnare vid beslut om utdelningens storlek, trots annars vitt skilda tillvägagångssätt och policy (Lintner, 1956).

De utvecklade med hjälp av data och information från studien en teoretisk modell för att förklara ett företags utdelningspolicy:

$$\Delta D_{it} = a_i + c_i (D^*_{it} - D_{i(t-1)}) + u_{it}$$

ΔD_{it} = förändring av utdelning från föregående period

a_i = visar företagets inställning till stigande utdelningar (konstant)

t = år 1

c_i = takten som företaget vill ändra utdelningsandelen med

D^*_{it} = optimal utdelningsandelen (target payout ratio)

$D_{i(t-1)}$ = Utdelning vid period $t-1$

u_{it} = error term

Konstanten a_i kommer att vara noll för vissa företag men kommer generellt sett att vara positiv för att spegla motviljan till att sänka utdelningar, samt för att spegla ambitionen att höja utdelningen som påvisades utav en tredjedel utav alla företag som undersöktes. Det som är av vikt på ovanstående modell för vår undersökning är att det finns en optimal utdelningsandel, D^*_{it} . I en senare studie som Lintner genomförde 1964 återbesöker han utdelningens optimala läge och relaterar det till företagets tillväxt i en vetenskaplig artikel benämnd *Optimal Dividends and Corporate Growth Under Uncertainty*. Där dras slutsatsen att ju mer kapital som hålls kvar i form av vinstmedel, desto bättre förutsättningar har företaget för att investera i framtida projekt, vilket i sin tur ska leda till högre framtida tillväxt (Lintner, 1964).

Lintners studier kan ifrågasättas utifrån tidsperspektivet och argument kan framföras om att modellen möjligtvis numer är förlegad och inte längre används, dock anses Lintners optimala utdelningsmodell ännu vara den grundläggande modellen för att förklara ett företags utdelningspolicy (Robinson, 2006; Waem & Uytberegn, 1998).

Även den väletablerade *Gordon's Growth-modellen* påvisar ett samband mellan utdelning och framtida tillväxt (Arnott & Asness, 2003):

$$R = D/P + G$$

Förväntad avkastning, R , är lika med utdelning, D/P , plus den förväntade eviga tillväxten, G . Utdelningen kan här räknas om till produkten utav utdelningsandelen, D/E , och resultatavkastning, E/P (P/E inverterat):

$$R = (D/P) \times (E/P) + G$$

Om vi antar att utdelningspolicyn inte påverkar den förväntade avkastningen (att utdelningsandelen är konstant, så att utdelning och tillväxt är de samma), behöver en låg utdelningsandel kompenseras med antingen att högt E/P (lågt P/E) eller hög förväntad tillväxt, G (Arnott & Asness, 2003). Trots sin ålder är även Gordons growth-modellen en väletablerad och används än idag av praktiker och ingår i de flesta utbildningar inom finansiering (Cancino, 2011).

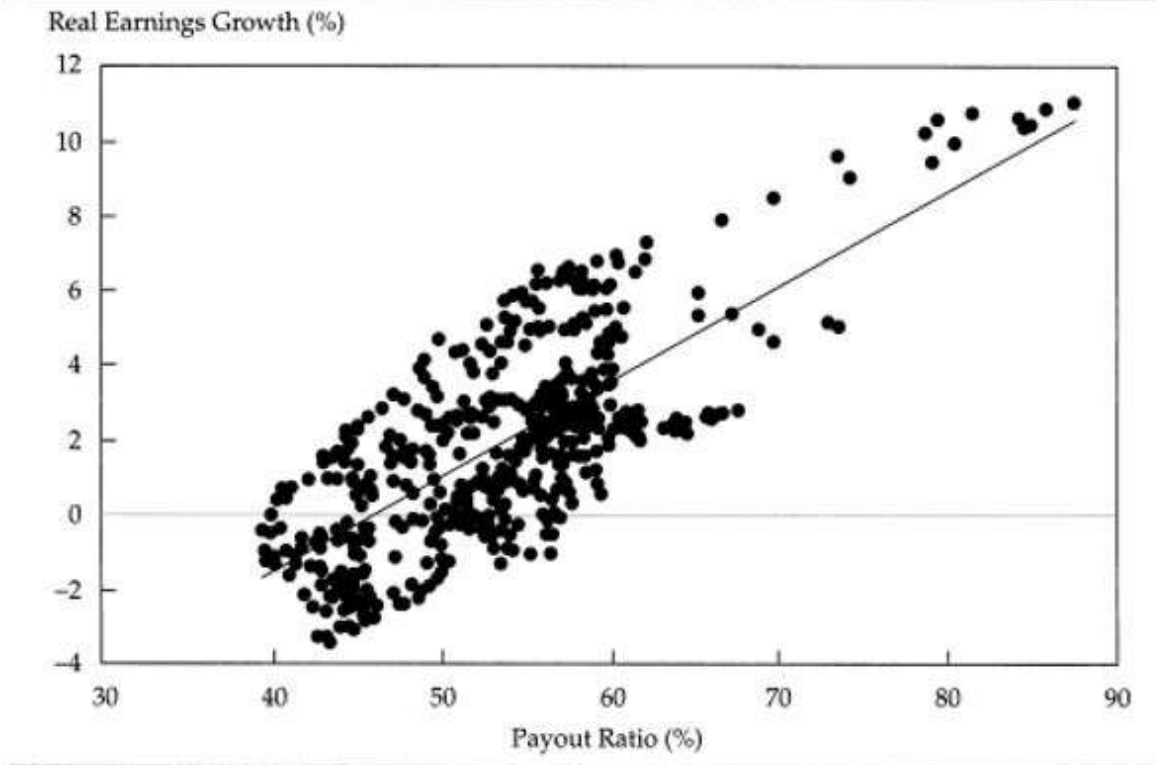
James E. Walter publicerade 1953 sin studie *Dividend Policies and Common Stock Prices* där sambandet mellan utdelning och företagets värde undersöks närmare. Där anses företag med god tillväxt kännetecknas av en avkastning som överstiger kapitalkostnaden ($r > k$). Dessa företag kommer därför ha ett stort antal investeringsmöjligheter och på ett mer lönsamt sätt kunna investera kapitalet jämfört med om investerare själva skulle återinvestera det utdelade kapitalet. För företag med hög tillväxt kan den optimala utdelningsandelen därför anses vara 0 % (Walter, 1953).

Gemensamt för de tre modellerna och teorierna är även att samtliga exkulderar finansiering med externt kapital som alternativ och bygger på att företagen enbart använder sig av internt genererat kapital (Lintner, 1956; Arnott & Asness, 2003; Walter, 1953).

2.3 Nyare forskning

Den artikel som väckte vårt intresse för ämnet är en undersökning av Robert Arnott och Clifford Asness genomförd år 2003 som har visat att utdelning kontra tillväxttakt snarare har det motsatta förhållandet än det för allmänt tagna, att hög utdelning resulterar i lägre resultattillväxt. De utgick från företag listade på indexet S&P 500 och mellan 1946-2001, markerade resultattillväxten i tioårsintervaller och förhöll det till företagens utdelningsandel. Resultatet blev följande:

Scattergram of Payout Ratio vs. Subsequent 10-Year Real Earnings Growth, 1946–2001 Data



Källa: Arnott & Asness, 2003

Som diagrammet ovan påvisar har de företag med högst utdelningsandel även högst resultat tillväxt. Anledningen tros vara att beslutsfattare inom ett företag har tillgång till intern information som får dem att bli optimistiska om framtiden och då delar ut en större andel av företagets vinster. Ett företag som delar ut en mindre andel kan då tänkas ha intern information som negativt kommer påverka företagets framtida intjäningsförmåga, man behåller på så vis möjligheten att dela ut samma låga andel av resultatet under en längre tidsperiod. En lägre utdelningsandel kan också sägas härstamma från ineffektiv kapitalförvaltning eller icke-optimalt genomförda projekt och investeringar. Det i sin tur resulterar i lägre resultat tillväxt, till skillnad från högt utdelande företag som mer noggrant behöver välja sina utvecklingsprojekt (Arnott & Asness, 2003).

Ytterligare en studie genomförd av Howatta et al. (2009) visar på samma empiriska resultat som i Arnott & Asness undersökning. De fokuserade på relationen mellan olika kategorier bland förändringar i utdelning och risk, mätt i variansen av *vinst per aktie*. Datainsamlingen skedde från databasen COMPUSTAT och innefattade företag från börserna NYSE, AMEX och NASDAQ. Totalt sett undersöktes 6170 företag med drygt 38 000 observationer mellan åren 1987-1998. Resultaten visar på ett positivt och direkt samband mellan förändringar i utdelning och nettoresultat. De menar att ett företags offentliggörande av utdelningsbeslut har en stark koppling till förändringar av framtida resultat. Meddelande om sänkt utdelning har den inte oväntade effekten att det kommer finnas en högre variabilitet i framtida resultat, det undersökningen däremot också har påvisat är att höjning av utdelning har samma effekt, en högre volatilitet av framtida resultat.

Även denna studie påvisar att de etablerade teorierna som menar att höjda utdelningar ofta resulterar i försämrade resultat för företaget inte stöds utav den empiriska bevisningen. Studien demonstrerar snarare det motsatta förhållandet, att höjningar utav utdelning associeras med tillväxt i vinst per aktie och att sänkt utdelning resulterar i en sänkning utav vinst per aktie (Howatta et al., 2009).

Att företag alltmer implementerar en återhållsam utdelningspolicy har blivit desto vanligare de senaste 30 åren (Skinner & Soltes, 2009). Med detta i beaktande genomfördes en annan studie som undersöker hur förändrade utdelningsstrategier påverkar framtida resultatutväxt av Douglas J. Skinner och Eugene Soltes (2009). Även de utgick från databasen COMPUSTAT och företag listade på börserna NASDAQ, AMEX och NYSE, dock under en annan tidsperiod än Howatta et al:s undersökning. Data hämtades om samtliga företag som varit verksamma inom det engelska begreppet industri, vars bredd tidigare har förklarats, mellan åren 1975 till 2005. Resultaten visar på att företag med återhållsam utdelningspolicy presterar sämre med tillväxt i nettoresultat i beaktande, jämfört med företag som delar ut en stor del utav den genererade vinsten. De högutdelande företagen visar sig dessutom ha färre tillfällen utav negativt resultat (Skinner & Soltes, 2009).

Dock visar inte all nyare forskning på samma sorts resultat. I en rapport skriven utav Grullon et al. (2002) undersöks tesen om att förändringarna i utdelningsbeslut anses bära information om företagets framtida resultat. Studien har undersökt om en höjning av utdelning bär med sig en indikation om positiv framtida resultatutväxt, och om en sänkning utav utdelning bär med sig information om försämrade framtida resultatutväxt. Data har hämtats från NYSE och AMEX mellan åren 1967 och 1993. Urvalskriterierna var dock striktare än de tidigare nämnda studierna, då syftet var att undersöka vilken påverkan förändring utav utdelning har haft för resultatet. Bland annat undersöktes enbart de företag som betalar utdelningar i USD och har tillgänglig data minst fyra år innan och fyra år efter meddelande om förändrad utdelningsandel. Studiens resultat visar på att en höjning utav utdelning, i motsats till resultaten från de övriga studierna, snarare innebär en sänkning utav framtida resultat. Man drar också slutsatsen att företag som sänkt utdelningen har sparat ihop nog med kapital och kan sedan återhämta sig och göra bättre resultat. Det går emot Lintners teori om att företag enbart höjer utdelningen när de är säkra på att de kan bibehålla utdelningshöjningen med hjälp av goda framtida resultat (Grullon et al., 2002).

2.4 Dividend smoothing

Bortsett från positiva eller negativa framtidsutsikter som förklaring till beslut om förändrad utdelningsandelen finns även fenomenet *Dividend smoothing*, vilket kort kan beskrivas som avsikten att bibehålla jämna utbetalda belopp. I Linters studie (1956) visas att det fanns ett utbrett beteende bland företagen att jämna ut utbetalda utdelningar, samt en motvilja att ställa in utdelningar trots att företagen inte kunnat motivera det resultatmässigt. Inställningen härstammar ifrån att företagsledare tror att marknaden sätter en premie på företag med stabil utdelningspolitik. Beteendet förekommer även när företagen har gjort ovanligt starka resultat (Lintner, 1956). Det påverkar den beräknade utdelningsandelen, ibland kraftigt. Om ett företag gör starka resultat men håller det utbetalda, absoluta beloppet jämnt blir utdelningsandelen lägre. Om företaget gör svaga resultat och håller samma storlek på utdelningen får det konsekvensen av höga utdelningsandelar.

Trots att Lintners studie gjordes för mer än 60 år sedan och bara innehöll data från 28 olika företag, tycks resultaten från studien ännu idag vara en bra förklaringsmodell för beteendet

(Brav et al., 2005). Resultaten från både enkätundersökningar och empiriska undersökningar tyder på att *dividend smoothing* är en viktig del utav företagets utdelningspolitik. I en studie av Brav et al. (2005) påvisas att företagsledningen till och med är villiga att söka externt kapital eller förbigå investeringar med positiva nuvärden (NPV) enbart för att undvika sänkning utav utdelningar.

En studie genomförd av Mark Leary och Rony Michaely år 2011 undersöker anledningarna till varför denna utjämning sker. De använde data från Compustat och CRSP och utgick från 1335 företag och 21 400 observationer. De fann att yngre, mindre företag och företag med redan låga utdelningar och volatila intäkter samt företag som sällan förekommer på analysprognoser använder *dividend smoothing* till mindre grad. Företag som kan benämnas "kassa-kor" (cash cows) med låga tillväxtpöjligheter, svagare styrning och större institutionella innehav till större grad släutar ut utdelningar. *Dividend smoothing* visar sig enligt studien vara vanligast bland företag som inte är ekonomiskt begränsade, har låg nivå av informationsasymmetri och påverkas av konflikter enligt principal-agent-problemet.

2.5 Studiens placering

Modigliani-Miller-teoremet framfördes av Franco Modigliani och Merton Miller 1958 i en vetenskaplig artikel benämnd *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. Teoremet som är en central förespråkare för uppfattningen om utdelning irrelevans (Krstevska et al., 2017) sätter sig emot Lintners optimala utdelningsandel, Gordon's growth-modellen och Walters modell. Enligt konceptet ger investerare ingen betydelse åt företagets utdelningshistorik vid en investering och utdelningen blir därmed irrelevant vid företagsvärdering.

De menade vidare att det enda som påverkar värderingen utav ett företag är dess resultat, vilket är en direkt följd utav företagets investeringar och framtidsutsikter. När investeringsstrategierna är kända för investeraren behöver denne inte ta del av företagets utdelningshistorik, enbart investeringsstrategierna är här relevanta. Investeraren kan alltid själv skapa sina egna utdelningar genom att sälja andelar.

Teoremet menar också att utdelning är irrelevant med investeringens tillväxt i åtanke. Det kapital som delas ut kompenseras inom företaget med externt kapital och den avkastning investeraren har fått genom utdelning minskar aktiens pris, vilket då leder till ett nollsummespel. Med denna logik kompenseras utdelningen till aktieägarna av den externa finansieringen. Det förutsätter också att kostnaden för extern finansiering är den samma som kostnaden för eget kapital.

Teorin bygger dock på ett antal orealistiska antaganden som måste uppfyllas, vilket även har lett till att den fått motta en hel del kritik (Krstevska et al., 2017). Den fungerar bara med perfekta kapitalmarknader, där det antas att alla investerare är rationella, har fri och likvärdig tillgång till information och att det inte finns några transaktionskostnader. Ytterligare antaganden är att det heller inte finns några skatter, att företagen inte ändrar investeringsstrategierna samt att alla investerare är säkra på framtida marknadspriser och utdelningar (Modigliani & Miller, 1958).

Då de olika teorierna och även den nyare empiriska bevisningen visar på olika resultat och slutsatser väljer vi med denna studie att undersöka om det överhuvudtaget finns något

samband mellan utdelningsandel och resultattillväxt, eller om Modigliani och Miller har rätt i sitt påstående att utdelningen saknar relevans.

2.5 Hypotes

Följande hypotesprövning genomförs:

- Nollhypotes: Det finns inget samband mellan utdelningsandel och resultattillväxt.
- Mothypotes: Det finns ett samband mellan utdelningsandel och resultattillväxt.

3.0 Metod

I detta avsnitt presenteras studiens angreppssätt samt den kunskapsteoretiska inriktningen. Vidare kommer även en diskussion om ansats att föras samt argumentation för val av litteratur och tillvägagångssätt.

3.1 Val av metod

En forskningsstudie kan utformas utifrån två generella angreppssätt. Det ena angreppssättet är genomföra en forskningsstudie med en induktiv ansats. Detta angreppssätt utgår från empiriska observationer som används för att forma en teori och generera en förutsättningslös kunskap (Esaiasson et al., 2017, s. 285). Det andra angreppssättet är en deduktiv ansats handlar om att testa eller bekräfta en teori. Teorin utgör ett ramverk för undersökningen samt kan fungera som en organisationsmodell under arbetet (Creswell & Creswell 2018, s. 56). Teorier eller hypoteser testas genom att undersöka frågor om dem, dessa frågor innehåller variabler som behöver definieras (ibid, s. 56). För denna studie anses en deduktiv ansats vara bäst lämpad då undersökningsfrågorna har utformats från befintliga teorier.

Nästa steg i forskningsprocessen är att välja vilken ansats som ska användas. Valet av ansats står mellan två alternativ. Dessa alternativ är kvalitativ samt kvantitativ.

Den huvudsakliga inriktningen inom kvantitativ forskningsinriktning handlar om en deduktiv teoriprövning, samt att den kunskapsteoretiska inriktningen är naturvetenskaplig med en positivistisk syn (Bryman & Bell 2013, s. 49). Kvalitativ forskning har sin utgångspunkt i induktiv teori generation med ett tolkande synsätt (ibid s. 49). För att besvara undersökningsfrågorna ansågs ett kvantitativt angreppssätt som det mest lämpliga, då de undersökningsfrågor som ska besvaras har sin grund i deduktiv teoriprövning. Tillvägagångssättet möjliggjorde en större datainsamling än ett kvalitativt synsätt som har som mål att tolka den sociala verkligheten (Bryman & Bell 2013, s. 390-391). Ett större urval av data kan göras med en kvantitativ undersökningsmetod metod samt möjligheten att genomföra ett representativt urval som därigenom ökar generaliserbarheten i resultaten (Bryman & Bell 2013, ss. 86-87).

Studien undersöker förhållandet mellan utdelningsandel och hur den påverkar nettoresultat samt hur sambandet mellan dessa ser ut. Denna ansats till gör studien deskriptiv då den försöker beskriva verkligheten (Artsberg 2005, s. 31).

Studien kan även ses ur ett positivistiskt perspektiv vilket kvantitativ forskning ofta förknippas med. Positivism har sin grund inom naturvetenskapen där data ses som objektiv, där forskarna är opartiska till den insamlade datan (Denscombe 2016, s. 344). Likheterna mellan positivismen och denna studie påträffas i att det finns ett problemfokus med tydliga frågeställningar samt att undersökningen är utformad utifrån hypoteser som bygger på tidigare teorier (Bryman & Bell 2013, s. 616). Hypotesen prövas för att kunna ta ställning till tidigare forskning och teorier vilket överensstämmer med ett positivistiskt synsätt (Bryman & Bell 2013, s. 36). Denna studie ansåg mest lämplig att genomföra i ett positivistisk synsätt då den ämnar att följa i naturvetenskapliga forskningens spår och tillämpa ett objektivt, opartiskt förhållningssätt när samhällsvetenskapliga fenomen studeras (Denscombe, s. 18). Det

positivistiska synsättet fokuserar på fakta och siffror som har sin grund i konsekvenser och orsaker i den sociala världen vilket förknippas med statistik och kvantitativ data (ibid).

3.2 Population och urval

3.2.1 Population

En population består av samtliga enheter som urvalet tas ifrån (Bryman & Bell 2013, s. 190). Populationen i denna studie består av företag listade på OMXS30 som kan klassas som multinationell enligt definitionen tidigare i studien.

3.2.2 Urval

Utifrån populationen sattes ett antal urvalskriterier upp, ett av dessa var att företaget ska ha befunnit sig på OMXS30 under hela undersökningsperioden. Tioårsperioden mellan 2008-2017 valdes för att vid tidpunkten för denna studie var denna tidsperiod som årsredovisningar fanns tillgängliga samt att studien genomfördes 2018 vilket leder till att den insamlade datan kan betraktas som aktuell. Förutom detta har företag vars årsredovisningar inte varit tillgängliga under denna tidsperiod också valts bort. Alla företag som uppfyller dessa krav har inkluderats i studien. Hänsyn har inte tagits till bransch då de variabler som undersöks inte bedöms ha någon branschspecifik fördel eller nackdel.

Antalet företag som befunnit sig på OMX30 under den utgivna tioårsperioden är 24. En lista över företagen som uppfyllde detta kriterium finns bifogad i bilaga 1. Vidare valdes tioårsperioden mellan 2008-2017 för att ekonomin under denna tidsperiod har gått igenom en låg samt högkonjunktur. Vi har systematiskt valt bort de företag som inte funnits med på indexet under konjunkturcykeln då både utdelning och resultatutfall skiljer sig åt beroende på när i cykeln företaget befinner sig (Salminen, 2008). På så sätt har vi undvikit företag som exempelvis enbart funnits med under högkonjunktur vilket skulle ha påverkat undersökningens utfall.

3.3 Datainsamling

Data hämtades från företagens årsredovisningar. För beräkningen av utdelningsandel användes nettoresultat eller årets resultat dividerat med den utdelade summan. Nettoresultatet hämtades från årsredovisningarna. För att få tillgång till de företag som listats på OMXS30 över undersökningsperioden har årsredovisningarna från fonden xact OMXS30 använts för att sammanställa informationen.

För de företag som inte har sin redovisningsvaluta i sek konverterades valutan med hjälp av riksbankens växlingskurs för EUR-SEK samt USD-SEK vid det datum då årsredovisningen publicerades. Vissa år blir utdelningsandelen negativ, detta förklaras med att företagen delar ut mer än resultatet för det året. Andra år slopar företag utdelning på grund av dåliga resultat, dessa år räknas för att få ett genomsnitt som är representativt för aktien och värdet för dessa år är då satt till 0. Datan sammanställdes sedan i diagram & tabeller för att lättare ge en enklare och mer överskådlig översikt. I nästa steg genomfördes statistiska beräkningar i Microsoft Excel.

Den insamlade datan sammanställdes efter studiens beroende och oberoende variablerna. Den beroende variabeln är tillväxten i nettoresultatet, den oberoende variabeln är utdelningsandel.

Vidare genomfördes en hypotesprövning genom att en nollhypotes formulerades och testades mot en mothypotes. Det leder till att nollhypotesen antingen förkastas eller inte förkastas, om nollhypotesen inte förkastas kan man säga att den accepteras (Körner & Wahlgren 2015, s. 122). För att ta reda på om det fanns ett skensamband genomfördes en linjär regressionsanalys (ibid, s. 69). Ett skensamband undersöker om variabel x verkligen påverkar variabel z och y, eller om det bara ser ut som att de gör det. Ett samband mellan variablerna kan se ut på olika sätt vilket leder till att en rät linje kan ge en bra beskrivning medans en polynom och exponentialfunktion kan förklara andra samband bättre (ibid, s. 69). För denna studie är det viktigt att belysa att det inte finns något skensamband för att kunna bevisa att x verkligen påverkar y.

3.3.1 Primärdata

Primärdatan består i denna studie av information hämtad från årsredovisningar från de bolag som befunnit sig på OMXS30 under den valda undersökningsperioden. Information har sammanställts till tabeller och diagram för att ge en enklare samt överskådlig syn. De bolag vars information hämtats från årsredovisningar hittas i bilaga 1.

3.3.2 Sekundärdata

Sekundärdatan i denna studie utgör grunden som studien byggts på. Den primära utgångspunkten har varit vetenskapliga artiklar, böcker samt artiklar från tidskrifter och dagstidningar. Även övrig information som definitioner av ord samt statistik har hämtats från olika hemsidor.

3.3.3 Bearbetning av empiri

Vid bearbetning av data uppstår svårigheter gällande generaliserbarheten baserat på det urval som gjorts från populationen (Bryman & Bell 2013, s. 360). Det vill säga att validiteten för studien är låg, eller att resultaten inte gäller för populationen. För att försäkra sig om att resultaten kan generaliseras för populationen genomförs en hypotesprövning för att säkerställa att slutsatsen är generaliserbar. Denna studie har valt att använda sig av en nollhypotes som genom en regressionsanalys förkastas eller inte förkastas (ibid, s. 361). Om risken att få ett samband i stickprovet som *inte* finns i populationen inte är högre än fem fall av hundra - förkastas nollhypotesen. Med detta menas att resultaten inte beror på slump eller tillfälligheter (ibid, s. 362).

Regressionsanalys har använts för att undersöka om det finns ett samband mellan variablerna som undersökt i studien. Metoden är en av de vanligaste statistiska metoderna för att beskriva sambandet mellan olika variabler (Lantz, B., 2009, s. 401). Analysen undersöker hur mycket förklaringsvariabeln styr undersökningsvariabler. Den enklaste regressionsanalysen ställs en förklaringsvariabel (x) mot en undersökningsvariabel (y), detta är en enkel regression.

För att styrka att det resultat som presenterats inte har uppstått på grund av slump genomfördes ett p-värde test. Det finns fyra olika nivåer för att bestämma sannolikhetsvärdet i studien. Dessa fyra nivåer är:

- Om p -värdet är mindre än 0,1 procent talar man om *trestjärnigt signifikans*. Då finns det alltså ett mycket starkt stöd för mothypotesen.
- Om p -värdet är mindre än 1-procent (men större än 0,1 procent) har man *tvåstjärnig signifikans*. Även detta är ett starkt stöd för mothypotesen.
- Om p -värdet är mindre än 5 procent (men större än 1 procent) kallar man detta *enstjärnig signifikans*.
- Om p -värdet är större än 5 procent finns det ingen *statistisk signifikans*. Då kan nollhypotesen inte förkastas, den måste alltså accepteras. Detta markeras ibland med *n.s.* vilket står för *not significant*.

(Körner & Wahlgren, 2015, s. 131)

För att säkerställa att det finns ett statistiskt samband och undersöka hur starkt sambandet är genomförs ett F-test. Värdet på F-testet kommer sedan att jämföras med värden tagna från färdigställda statistiska modeller. Olika nivåer på signifikansnivåer kan väljas, ett värde på 0,1 innebär att man godtar en felmarginal på 10%. Ett värde på 0,05 eller under tyder på att sambandet är signifikant. (Lantz, B, 2009, s. 414)

3.4 Kritik mot metod och källor

3.4.1 Källkritik

En kritisk diskussion mot källorna som har använts i denna studie kommer ha sin grund i fyra kriterier. Dessa kriterier är äkthet, tidssamband, tendensfrihet samt oberoende.

Det första som togs i beaktning är om källorna har traderats eller inte. Med detta menas om informationen kommer från en primär källa eller en sekundär källa. En person som bevitnar en händelse anses vara en primärkälla. Om denna personen sedan berättar vad den har sett vidare blir den som hört berättelsen en sekundärkälla. Primärkällor anses vara mer tillförlitliga än sekundärkällor. (Thurèn, 2013, s. 45)

Det första kriterium som beaktades är tendensfrihet som berör hur partisk en källa är. Om en källa har ett egenintresse av att påverka informationen finns risken att detta intresse går över sanningen och källan blir partisk och därigenom går det ej att lita på att informationen är tillförlitlig (ibid, s. 63). Äkthetskriteriet handlar om att källan är den den utger sig för att vara samt att informationen verkligen stämmer (ibid, s. 17). Det sista kriteriet berör den tid som har passerat mellan att en händelse inträffar och beskrivs, ju längre tid som passerar desto mindre tillförlitlig kan källan anses vara (ibid, s. 7). Informationen som har samlats in har tagit ovanstående kriterier i beaktning vid valet av primär samt sekundär data för studien.

Viktiga informationskällor för denna studie har artiklar i vetenskapliga tidskrifter samt böcker som berör det valda ämnet. Vetenskapliga tidskrifter granskas av andra forskare, det leder till att äkthetskriteriet samt att tendensfriheten är högre.

Studien har sin utgång i årsredovisningar vilka granskas av externa revisorer, om det skulle finnas några problem måste revisorerna rapportera antingen till myndigheter eller via kommentarer i årsredovisningen. Detta leder till att informationen i årsredovisningarna är av hög kvalite då den har granskats externt, vilket resulterar i att äktheten samt oberoendet i den insamlade information blir högre. Eftersom de två primära informationskällorna,

vetenskapliga artiklar samt årsredovisningar bägge har granskats av oberoende aktörer lever de upp till de fyra kriterier som diskuterades i källkritik.

Avseende de elektroniska källorna har källor som uppfyller de fyra kriterierna äkthet, tidssamband, tendensfrihet samt oberoende använts i undersökningen.

3.4.2 Metodkritik

Kritik som kan föras mot denna studie är att endast en kvantitativ metod har använts. Med hjälp av hypotesprövning samt regressionsanalys har undersökningsfrågorna försökts besvaras med hjälp av ett naturvetenskapligt tillvägagångssätt. En djupare förståelse om bakomliggande faktorer hade kunnat uppnås med hjälp av en kombination mellan kvantitativ och ett kvantitativt tillvägagångssätt även kallat metodtriangulering, denna typ av metodkombination framhävs som positiv då den ger fler synsätt på ett problem vilket ökar kvaliteten på den framtagna datan (Denscombe, 2016, s. 211).

Kritik kan även föras mot studiens urval vilket var att företag skulle vara med på OMXS30 över en tioårsperiod. Andra kriterier som hade kunnat undersökas är företag på andra listor eller på andra urvalskriterier som omsättning eller börsvärde. Studien valde att fokusera på utdelningsandel och nettoresultat tillväxt för att de parametrarna ansågs som de viktigaste.

Vid beräkningen av den procentuella förändringen av utdelningsandelen uppstod problem de år som vissa bolag slopade utdelning. Dessa är har därför under bilaga 5 satts till noll då det ej gick att genomföra en genomsnittsbereäkning med talet noll.

3.5 Validitet

Begreppet validitet handlar om huruvida de slutsatser som en studie kommer fram till hänger ihop eller inte (Bryman & Bell, 2013, s. 63). För att uppnå hög validitet gäller det att ha god överensstämmelse mellan teoretiska definitioner samt operationella indikatorer samt att studien verkligen mäter det som studien påstår att den undersöker, vidare behöver studien dra trovärdiga slutsatser om verkligheten (Esaiasson et al., 2017, s. 57). Denna studie kommer behandla tre olika former av validitetsbegrepp, begreppsvaliditet, intern validitet samt extern validitet. Vidare har dessa validitetsbegrepp använts för att påvisa om studien har låg eller hög validitet. Den interna validiteten mäter hur väl de slutsatserna som presenteras är en effekt av ett kausalt samband som är hållbart eller inte (Bryman & Bell, 2013, s. 64). Denna studie har använt sig av p-värde för att bedöma kausaliteten mellan utdelningsandel och resultatutväxt. Extern validitet berör generaliserbarheten i resultatet som forskningen kommer fram till går att generalisera utöver den undersökta utanför undersökningens kontexten (ibid, s. 64). Det sista måttet för validitet berör hur ett mått verkligen speglar det begrepp som det mäter (ibid, s. 63). Begreppen som används i denna studie är vedertagna och därigenom stabila vilket bidrar till att både stärka reliabiliteten samt validiteten i undersökningen (ibid, ss. 63-64).

Då denna studie främst har använt sig av externt granskad primärdata samt gjort test för undersöka om det finns ett skensamband eller inte. Då detta test gav ett väldigt lågt värde, som närmare förklaras i analysavsnittet, är sannolikheten för att resultatet beror på ett slumpmässigt samband och inte på den hypotes som prövats minimal. Eftersom studiens resultat är mindre än 0,1% finns det en trestjärnig signifikans, alltså ett mycket starkt stöd för mothypotesen (Körner & Wahlgren, 2015, s. 131).

3.6 Reliabilitet

Reliabilitet mäter hur trovärdig den data som använts i studien är (Johannessen & Tufte., 2003, ss. 28-29). För att uppnå en hög reliabilitet måste resultaten som presenteras i forskningen vara liknande oavsett vem och när en ny studie genomförs (Denscombe, 2009, s.424). I denna studie är reliabilitet intressant då måttet visar på hur stabilt resultatet är. Då data för studien har hämtats från årsredovisningar skulle en upprepning av studien ge samma resultat. Ytterligare ett reliabilitet begrepp är interbedömarreliabilitet då studien har genomförts av mer än en person. Eftersom olika individer har olika kunskapsnivåer samt gör olika bedömningar av samma situation kan det hända att deras tolkningar inte stämmer överens. Detta medför en minskad interbedömarreliabilitet (Bryman & Bell, 2013, ss. 171-172). Datainsamlingen genomfördes samtidigt vilket ledde till att eventuella problem togs upp och diskuterades direkt för att säkerställa att all data behandlades på samma sätt i studien. Genom att använda data från årsredovisningar säkerställs att data inte förändras och om ett test retest skulle genomföras på studien skulle resultatet bli det samma.

4.0 Empiri

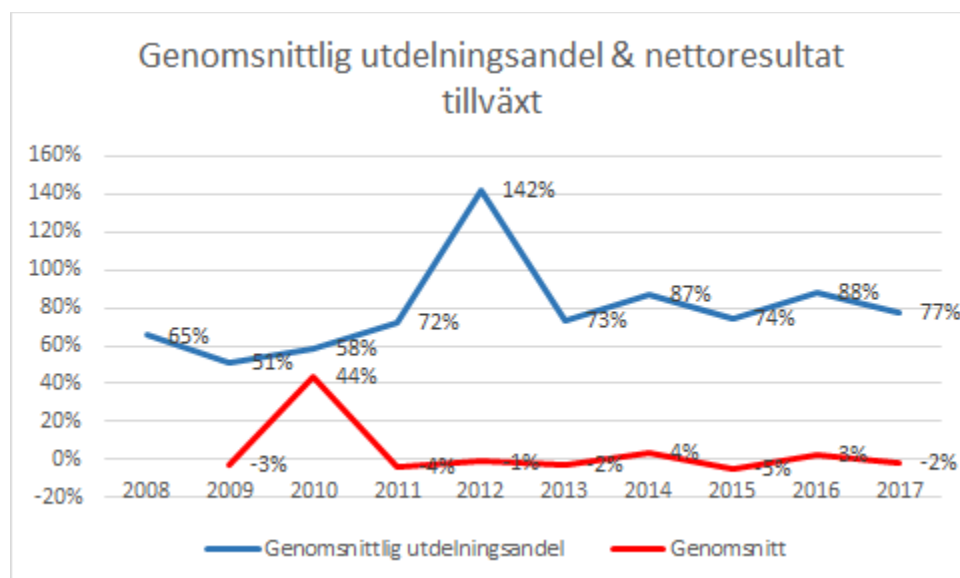
Under detta avsnittet kommer data som samlats in under studien att presenteras. Tabeller har använts för att presentera data på ett enkelt och övergripligt sätt.

4.1 Generell överblick

En sammanställning av de undersökta företagens genomsnittliga utdelningsandel samt resultattillväxt visar att den högsta utdelningsandelen var 2012 då företagen delade ut 142 % av nettoresultatet (Diagram 1). Den lägsta noteringen uppmättes 2009 då 51 % av företagens nettoresultat delades ut (ibid). Genomsnittet under undersökningsperioden uppgår till 79 % (Bilaga 2). Åtta företag delade ut mer än genomsnittet där SSAB har högst genomsnitt. Resterande sexton företag ligger under genomsnittet av utdelningsandelen där Investor hade den lägsta genomsnittliga utdelningsandelen (ibid).

Den genomsnittliga resultattillväxten var som högst mellan år 2009-2010 då ökade resultaten med i genomsnitt 44 % för alla företag (Diagram 1). Mellan 2015-2016 minskade nettoresultatet som mest med en genomsnittlig resultatminskning på 5 % för företagen (ibid). Genomsnittlig resultattillväxt under undersökningsperioden uppgår till 3 % per år. Tio av företagen har under undersökningsperioden haft en tillväxt på under 3 % per år. SSAB har haft den lägsta tillväxten med en genomsnittlig negativ resultattillväxt. Electrolux har haft den bästa genomsnittliga resultattillväxten med en genomsnittlig tillväxt på 109 % under undersökningsperioden. Totalt under undersökningsperioden har företagen genererat en sammanställd genomsnittlig resultat minskning på 27 % (Bilaga 3).

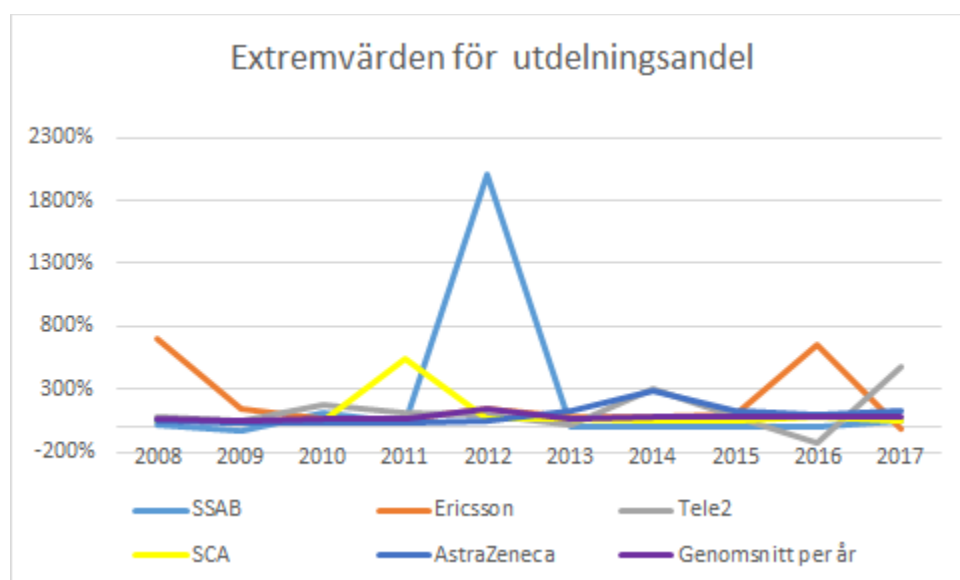
Diagram 1. Översikt av utdelningsandel samt resultattillväxt



4.2 Utdelningsandel

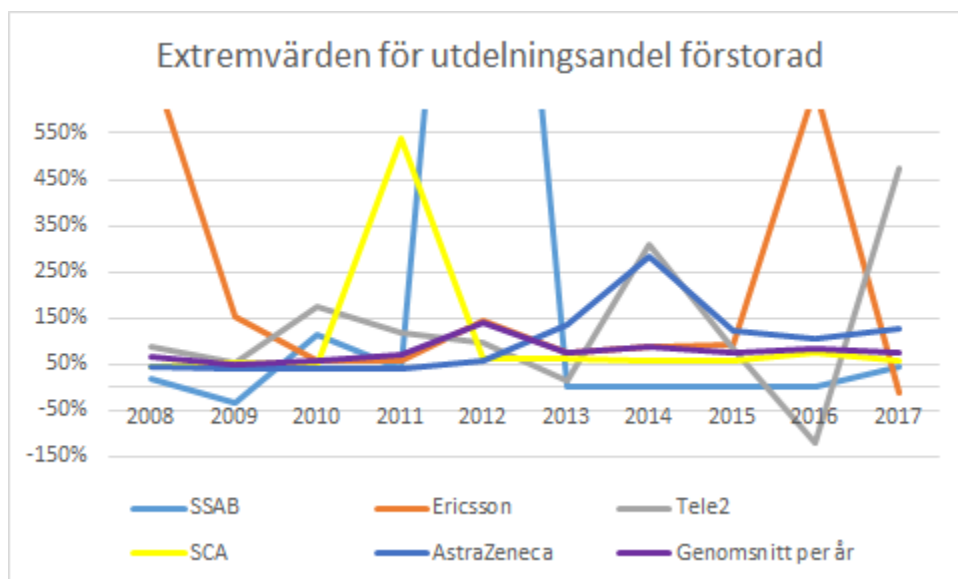
Företagen som har högst utdelningsandel under undersökningsperioden är SSAB, Ericsson, Tele2, SCA samt AstraZeneca. Högst utdelningsandel har SSAB med en utdelningsandel på 2000 % under 2012. Efter 2012 hade SSAB fyra år utan utdelning. Den genomsnittliga utdelningsandelen som SSAB har haft under undersökningsperioden är 219 %. Ericsson är det företaget med näst högst utdelning under ett år samt total utdelningsandel. Den högsta utdelningen under ett år som Ericsson har gjort är 706 % och deras genomsnittliga utdelningsandel under undersökningsperioden är 202 %. SSAB och Ericsson är de enda företagen som har delat ut mer än dubbelt så mycket som deras genomsnittliga resultat under undersökningsperioden. Efter SSAB och Ericsson kommer Tele2 som också har delat ut mer än deras genomsnittliga resultat. Tele2 har i genomsnitt delat ut 129 % av nettoresultatet. De två sista företagen SCA samt Astrazeneca har delat ut 106 % samt 100 % i genomsnitt under undersökningsperioden.

Diagram 2. Extremvärden för utdelningsandel



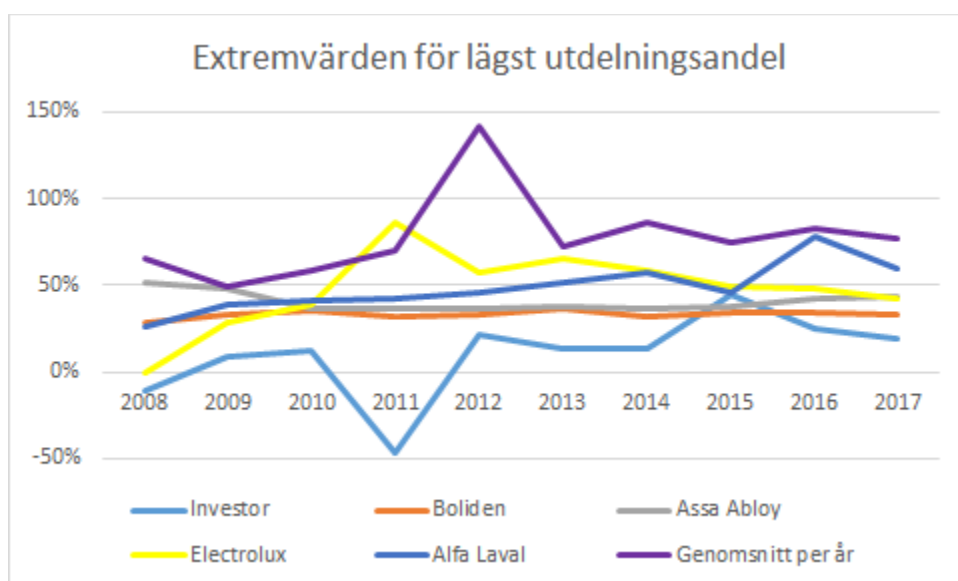
För att tydligare belysa skillnaderna mellan utdelningsandelen för de fem företag som har delat ut hela eller mer än nettoresultatet har diagram 3 skapats. För alla företag utom Ericsson kan man se att det är enstaka år som har bidragit till ett högt genomsnitt.

Diagram 3. Extremvärden för utdelningsandel förstora



De företag som har lägst utdelningsandel under undersökningsperioden är Investor. De har i genomsnitt delat ut 10 % av nettoresultatet per år och aldrig delat ut mer än genomsnittet för alla företagen under undersökningsperioden. Boliden är det företag som i genomsnitt har haft näst lägst utdelningsandel på 33 %. Assa Abloy har under undersökningsperioden i genomsnitt delat ut 41% av nettoresultatet. Detta betyder att de har den 3:e lägsta utdelningsandel av de undersökta företagen. Med en genomsnittlig utdelningsandel på 47 % har Electrolux fjärde lägsta utdelningsandel i denna studie. Det sista av de fem företagen som har lägst utdelningsandel är Alfa Laval. Av de fem företagen som har lägst utdelningsandel var det bara Electrolux som under 2011 hade en högre utdelningsandel än genomsnittet för alla företag under det året. Alla andra år delade alla de fem företagen med lägst utdelningsandel ut mindre än genomsnittet.

Diagram 4. Extremvärden för lägst utdelningsandel



Topp fem för högst och lägst utdelningsandel jämfört med genomsnittet har visats i uppsatsen. De företag som inte har presenterats i empiridelen finns data tillgänglig under bilaga 2. De fjorton företag som finns presenterade har en utdelningsandel mellan 52-88 % av nettoresultatet. Det finns två extrem resultat bland dessa företagen, av dessa hade Sandvik ingen utdelning året 2009 och SEB saknade utdelning under 2008. Under 2013 delade SKF ut 275 % av sitt resultat och under 2014 delade Volvo ut 291 % av nettoresultatet.

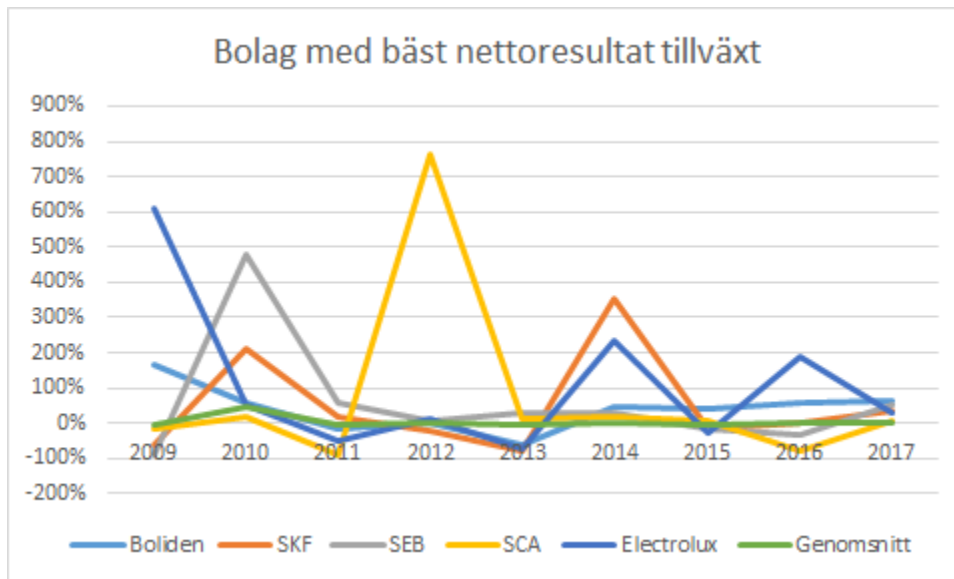
För de procentuella ökningarna i utdelningsandel från år till år utmärker sig SSAB. De har fyra år utan utdelning samt en den högsta ökningen mellan två år på 4625 % (bilaga 5). Mellan 2012 till 2013 hade SSAB en försämring på 100 % vilket är det samma som utebliven utdelning för året. Det andra företagen med en stor variation i både ökning och minskningar är Tele2. Tele2 två år är ett av de företagen med högst utdelningsandel samt ett av de företag med störst ökning och minskningar av den utdelade summan mellan åren. Den högsta ökningen ligger på 2107 % medans den största minskningen ligger på -86 % (ibid).

4.3 Resultattillväxt överblick

Företagen med bäst utveckling av nettoresultatet under undersökningsperioden är Electrolux, SCA, SEB, SKF samt Boliden. Av dessa företag har Electrolux haft bäst genomsnittlig resultattillväxt med en tillväxt på 109% i genomsnitt (bilaga 4). Den största ökningen i nettoresultatet för Electrolux var mellan 2008-2009 då resultatet ökade med 612 % (ibid). Den största resultattillväxten mellan två år har SCA med en tillväxt i nettoresultatet på 764 % under 2012. SCA är även det företag med i genomsnitt näst högst tillväxt i nettoresultatet.

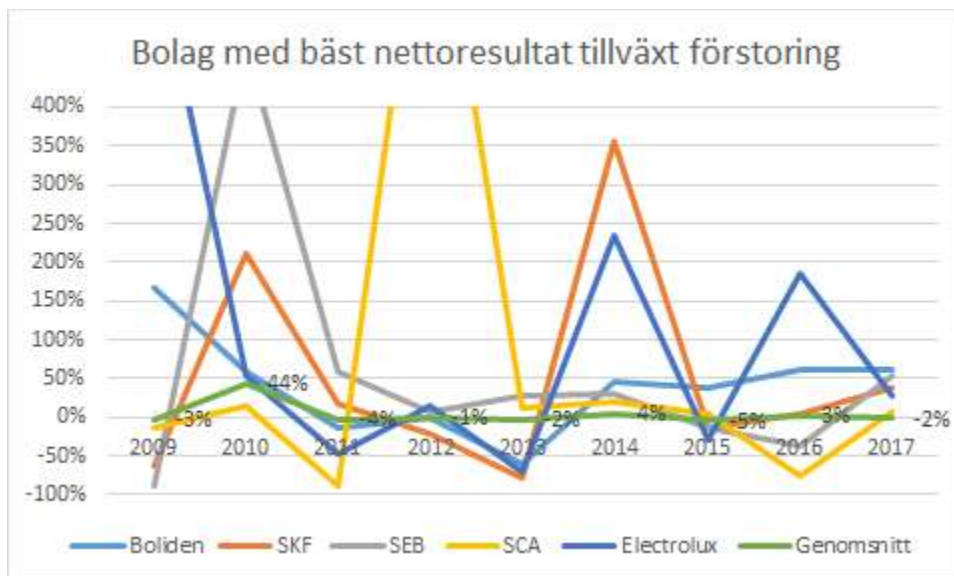
Den högsta genomsnittliga resultattillväxten var högst mellan åren 2009-2010, under detta år ökade de undersökta företagen nettoresultaten med i genomsnitt med 44 %. SEB är det företag med tredje bäst utveckling av nettoresultatet över undersökningsperioden, de har en genomsnittlig resultat tillväxt på 57 %. Under 2010 hade SEB störst resultat utveckling med en ökning på 477 %. Det fjärde företaget som har haft högst genomsnittlig tillväxt är SKF. Den genomsnittliga utdelningsandelen för SKF under undersökningsperioden ligger på 49 %. SKF har två perioder där deras nettoresultat har ökat väldigt mycket, den första perioden var mellan 2009-2010 då resultatet ökade med 211 %. Den andra perioden var 2013-2014 då nettoresultatet ökade med 355 % (ibid). Det sista företaget av de fem som har haft högst resultat resultattillväxt är Boliden. Jämfört med de övriga företagen som har genererat högst tillväxt i nettoresultatet har Boliden den lägsta ökningen mellan två år, deras största ökning ligger på 167 % (ibid). Boliden har en genomsnittlig ökning av nettoresultatet på 40 % under undersökningsperioden.

Diagram 5. Bolag med bäst nettoresultat tillväxt.



Företagen med högst genomsnittligt nettoresultat har alla haft ett eller flera år med tillväxt på över 100 % av nettoresultatet från föregående år. Vidare har Electrolux, Boliden samt SKF under 2013 presterat sämre än den genomsnittliga resultatökningen för detta året. Under 2016 presterade både SCA samt SCB sämre än den genomsnittliga resultatökningen på 3 %. Samtliga topp-fem-företag avseende genomsnittlig resultatutveckling har någon gång under undersökningsperioden haft resultat som ligger under genomsnittet för undersökningen.

Diagram 6. Bolag med nettoresultat tillväxt förstoring.

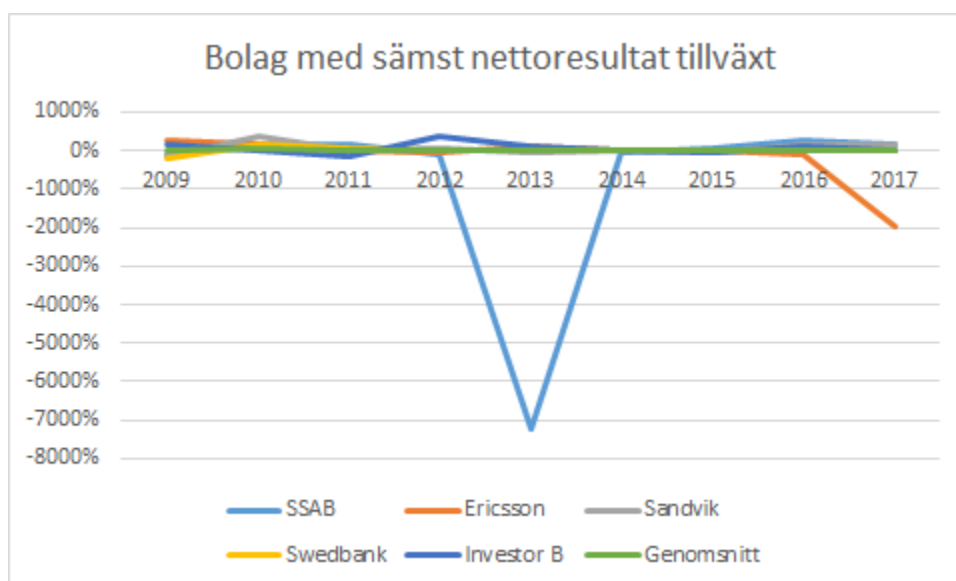


De företagen med sämst genomsnittlig resultatutveckling över undersökningsperioden är SSAB, Ericsson, Sandvik, Swedbank och Investor. De största förändringarna i resultatet över undersökningsperiod hade SSAB under år 2013 då de hade en resultatförstoring på -7207 % (ibid). Ytterligare ett extremvärde är Ericsson då de år 2017 hade en resultatförstoring på -1950 % (ibid). Företaget med lägst genomsnittlig resultatutveckling över undersökningsperioden är SSAB, de har haft en genomsnittlig resultatförstoring på -818 % (ibid). Det företag med

näst lägst resultat tillväxt bland företag i undersökningen är Ericsson som har haft en genomsnittlig resultatförsämring på -181 % (ibid). Det tredje företaget är Sandvik som över undersökningsperioden har i genomsnitt minskat sitt resultat med -52 % per år.

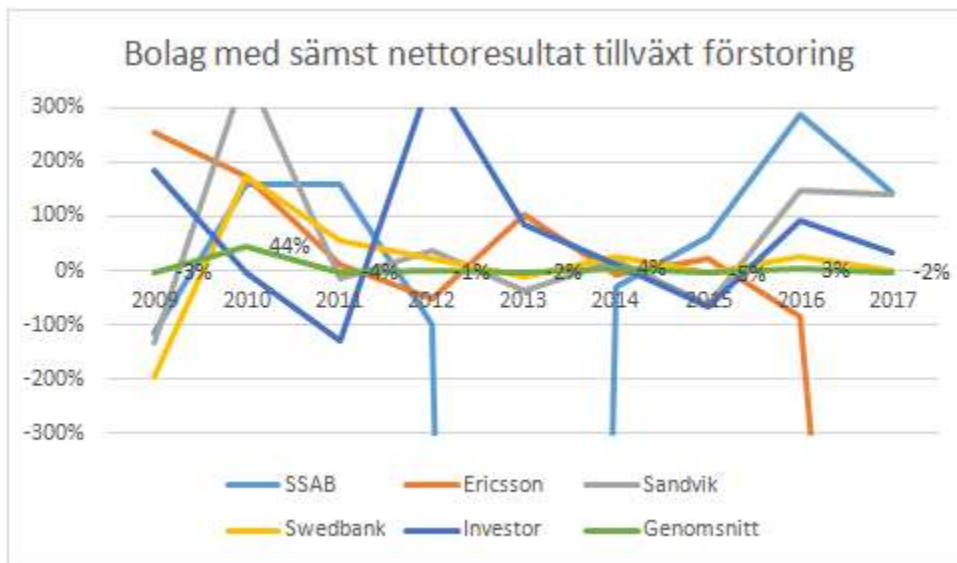
Perioden mellan 2008-2009 gjorde Sandvik en resultatförsämring med -133 % (ibid). Nästa företag som också har levererat en resultatminskning är Swedbank, över undersökningsperioden har de i genomsnitt gjort en resultatminskning på -12 % per år. Åren 2008-2009 var också det år som Swedbank hade sämst resultat tillväxt med en minskning på -19,5%. Det sista företaget är Investor som har haft en negativ tillväxt på -11% över undersökningsperioden. Investors sämsta resultatet gjorde dem under åren 2010-2011 med en resultatförsämring på -130 % (ibid).

Diagram 7. Bolag med sämst nettoresultat tillväxt.



I diagram 8 kan vi se en förminskning av intervallet på y-axeln för att för en bättre överblick om hur företagen presterar jämför med genomsnittet för samtliga företag. Investor har vid två tillfällen haft en genomsnittligt tillväxt under genomsnittet för åren 2011 samt 2015. Ericsson har under 2012 samt 2017 också haft en sämre resultatutveckling än genomsnittet för undersökningen. Swedbank är det företag som har haft jämnast resultatutveckling av de fem företag som har sämst resultatutveckling över undersökningsperioden.

Diagram 8. Bolag med bäst nettoresultat tillväxt förstoring.



De övriga fjorton företagen som inte har presenterats har en genomsnittlig tillväxt mellan -5 % för Telia till Volvo som har en positiv genomsnittlig tillväxt på 30 %. Ett företag som har flertalet höga värden är Tele2 som åren 2013 samt 2009 hade en resultat tillväxt på 347 % samt 170 % (bilaga 4). Under åren 2016 samt 2017 hade företaget dock en negativ resultat tillväxt på -176 % samt -126 %.

5.0 Analys

I detta avsnitt kommer den insamlade datan att analyseras utifrån den teoretiska referensram som tidigare presenterats i studien.

5.1 Signifikansgrad och koefficienternas tillförlitlighet

För att mäta styrkan i bevisningen mot nollhypotesen (H_0) genomfördes ett F-test som presenterats i nedanstående tabell. Det anger sannolikheten för att det observerade värdena av testet är genererade av en slump. Nedanstående hypotesprövning genomfördes till en signifikansgrad på 99,9 %:

- H_0 : Det finns inget samband mellan utdelningsandel & resultattillväxt.
- H_1 : Det finns ett samband mellan utdelningsandel & resultattillväxt.

Om F-värdet (F) markerat i orange färg är större än det kritiska värdet (*Significance F*) markerat i grön färg kan vi påstå att vi har ett statistiskt signifikant resultat och förkasta nollhypotesen.

Tabell 1. F-test

SUMMARY OUTPUT								
Regression Statistics								
Multiple R	0,73915502							
R Square	0,546350143							
Adjusted R Square	0,525729695							
Standard Error	1,21288194							
Observations	24							
ANOVA								
	df	SS	MS	F	Significance F			
Regression	1	38,97714483	38,97714483	26,49555	3,69E-05			
Residual	22	32,36381718	1,471082599					
Total	23	71,34096201						
	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 99,9%	Upper 99,9%
Intercept	2,667592	0,450016758	5,927761341	5,77E-06	1,734314308	3,600869579	0,961069591	4,374114296
Utdelningsandel Genomsnitt per bolag	-2,377931	0,461968913	-5,14738298	3,69E-05	-3,335995807	-1,419866033	-4,129777405	-0,626084436

Det kritiska värdet är långt under F-värdet, vi kan nu förkasta nollhypotesen med en trestjärnig signifikans och påstå att det finns ett samband mellan utdelningsandel och resultattillväxt.

Vidare undersöktes tillförlitligheten i koefficienterna i regressionslinjen. Den bestäms av P-värden som är blåmarkerade i tabellen och avser koefficienterna som är gulmarkerade. Ju lägre p-värde desto mindre är sannolikheten för att det observerade värdet genererats slumpmässigt. Med ett p-värde under 0.05 kan det sägas att resultatet är statistiskt signifikant (Körner & Wahlgren 2015, s. 131). Interceptet visar på ett P-värde på cirka 3,025E-06 och den oberoende variabeln ett P-värde på cirka 2,46E-05. Det innebär att det finns cirka 0,0000003025 % och 0,00000246 % sannolikhet att koefficienterna har fått sitt värde på grund av slumpen. Vi kan nu påstå att vår analys är statistiskt säkerställd.

5.2 Sambandets styrka

R-square-värdet visar styrkan sambandet och presenteras avseende en linjär regression nedan.

Tabell 2. Sambandets styrka

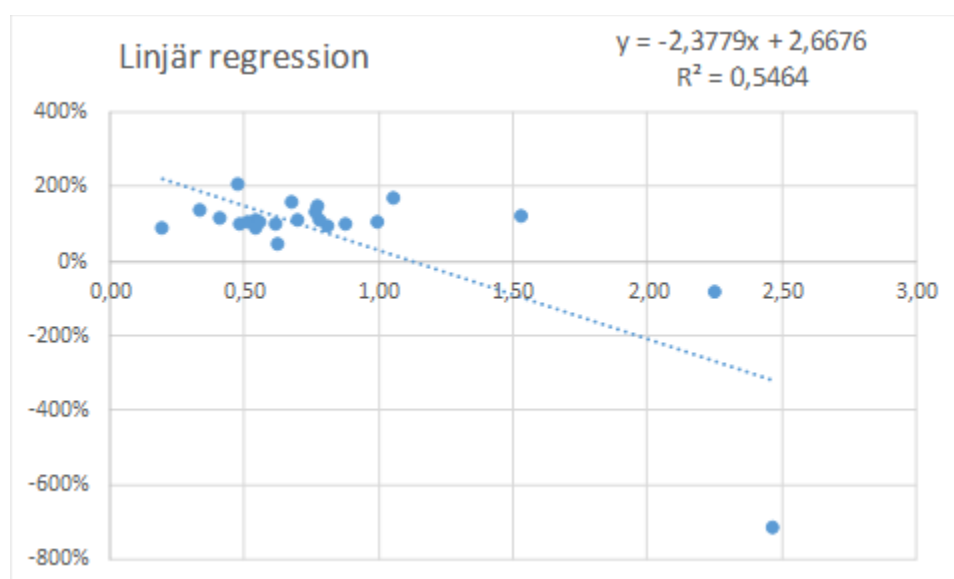
SUMMARY OUTPUT	
<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,73915502
R Square	0,546350143
Adjusted R Square	0,525729695
Standard Error	1,21288194
Observations	24

Att R-square-värdet uppgår till 0,546 innebär att vi med en linjär regression kan förklara variansen i den beroende variabeln till ca 54,6 % med variansen i den oberoende variabeln. Vi alltså förklara 54,6 % av variabilitet i Y med variabilitet i X. Övriga 45,4 % beror här på faktorer som inte undersökts studien.

5.3 Linjär regression

Den linjära regressionen som presenteras nedan ger som nämnt ett R-square-värde på 0,546. Värdet tyder på ett knappt godtagbart samband i variansen för observationerna. Den oberoende variabeln Y visar genomsnittlig årlig resultattillväxt och den oberoende variabeln X visar genomsnittlig utdelningsandel.

Diagram 9. Linjär regression



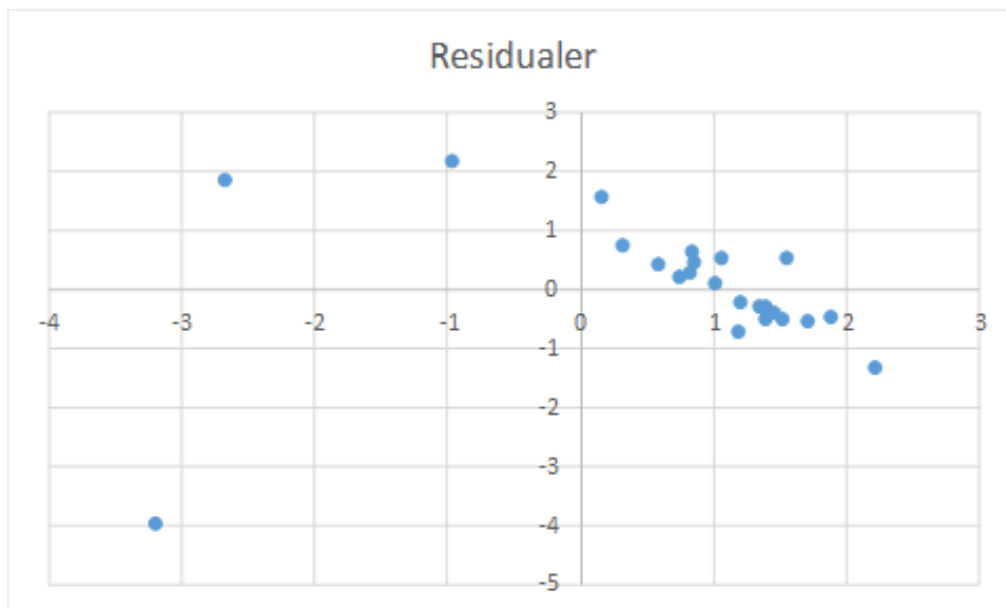
Med en linjär regression kan vi säga att beroendeförhållandet stämmer som förklaringsfaktor till cirka 54,6 %. Det vill säga att variansen i den beroende variabeln Y (resultattillväxt) kan förklaras utav variansen i den oberoende variabeln X (utdelningsandel) till cirka 54,6 %. Resterande 45,4 % kan som tidigare nämnt inte förklaras genom analysen.

Regressionslinjen ger ett negativt samband i linje med de etablerade teorierna av Lintner, Gordon och Walter som menar att hög utdelningsandel verkar hämmande på resultattillväxten. Sambandets styrka är dock som tidigare nämnt knappt godtagbart med R-square-värdet i beaktande.

5.4 Residualer

Residualerna tydliggör skillnaden mellan de faktiska värdena samt de förväntade värdena enligt regressionslinjen och presenteras nedan som diagram och tabell. För att den linjära regressionen ska vara säker bör residualerna vara slumpmässigt fördelade. Presenterat i en *scatter plot* tyder dock resultatet på att det finns ett samband bland residualerna.

Diagram 10. Residualer



Tabell 3. Residual tabell

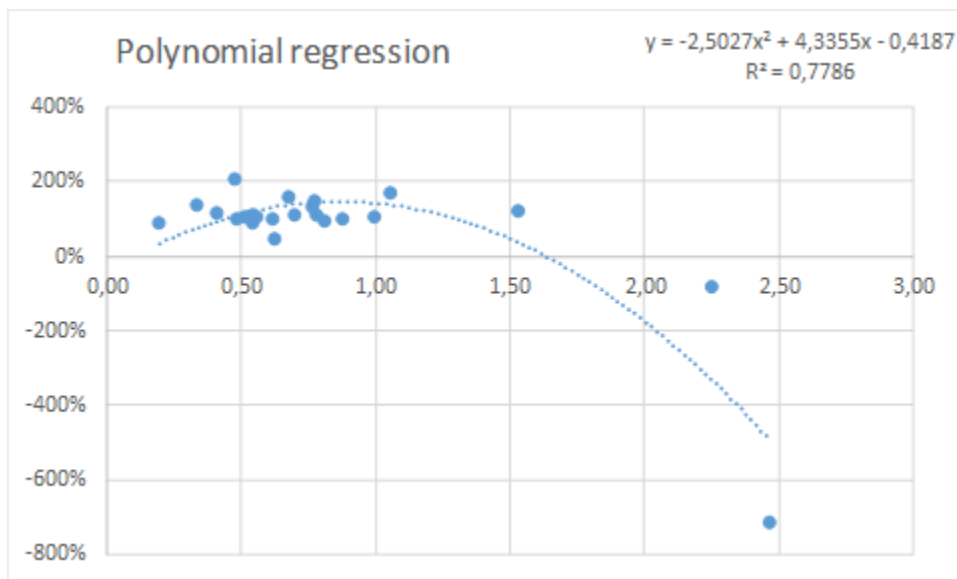
RESIDUAL OUTPUT		
<i>Observation</i>	<i>Predicted Genomsnittlig resultatillväxt</i>	<i>Residuals</i>
1	1,200408565	-0,219492946
2	1,509539585	-0,5091249
3	1,692640266	-0,522021738
4	0,301550678	0,755508451
5	1,383509246	-0,29447479
6	1,878118878	-0,481746993
7	1,540452687	0,546466152
8	-2,685368352	1,872150811
9	0,582146526	0,430339024
10	1,442957519	-0,406812294
11	2,197950587	-1,308370213
12	1,381131315	-0,371803402
13	1,181385118	-0,702392135
14	0,15174103	1,563777103
15	1,050598917	0,522734763
16	1,335950628	-0,291903006
17	1,003040299	0,110163373
18	0,836585135	0,656825502
19	-3,200428189	-3,97492547
20	1,383509246	-0,502701728
21	0,812805825	0,275532784
22	-0,965173124	2,183179205
23	0,741467898	0,211131281
24	0,841340997	0,457961168

För att undersöka sambandet närmare jämfördes resultaten av en linjär regression mot bland annat en polynomial regression. Den polynomiala regressionen tar hänsyn till samband i kurvor och ger i vissa fall en mer passande bild än en linjär regression.

5.5 Polynomial regression

Den polynomiala regressionen som presenteras i nedanstående diagram ger oss ett R-square-värde på 0,779. Det vill säga; utdelningsandelen kan här förklara resultatillväxten till 77,9%. Enbart 22,1 % av resultatillväxten är här beroende av faktorer som inte ingår i undersökningen.

Diagram 11. Polynomial regression



Vi kan med den polynomiala regressionen alltså påstå att sambandet mellan utdelningsandel och resultattillväxt är starkt inom ramarna för vår undersökning. John Lintner förklarar år 1956 i studien *Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes* att:

“We also found that the relationship between current earnings and the existing dividend rate was very generally much the most important single factor determining the amount of any change in dividends decided upon” .

(Lintner, 1956).

De empiriska resultaten från denna studie ger stöd åt de etablerade teorierna och den nyare forskning som presenterats i 2.1 och 2.2 och som menar att det mellan utdelningsandel och resultattillväxt finns ett samband. Resultaten motsäger samtidigt Modigliani och Millers teori i avsnitt 2.4 som menar att utdelningsandelen inte har någon betydelse för resultattillväxten.

Med variablernas beroendeförhållande i beaktande, alltså om utdelningsandelen har ett positivt eller negativt samband till resultattillväxten, kan den polynomiala regressionslinjen dock ses som *både* ett stöd och en motsägelse för de etablerade teorierna samt den nyare forskningen. Detta upp till en särskild punkt. Det finns enligt de empiriska resultaten ett positivt samband fram till maximivärdet utav regressionslinjen (0,87, 1,46). Där regressionslinjen i y-led har sitt maximivärde är alltså vid utdelningsandelen 0,87. Vid detta maximivärde framgår resultattillväxten genomsnittligen till 146 % per år. Efter denna punkt börjar sambandet mellan utdelningsandel och resultattillväxt bli negativt. Anledningen kan vara så kallad *dividend smoothing*.

5.6 Övrig analys

De tre företagen i urvalet som har högst genomsnittlig resultattillväxt på över 150 % per år under den undersökta perioden är Electrolux B, SCA B och SEB A. För att de etablerade teorierna skall stämma bör dessa tre samtidigt ha lägst utdelningsandel. James E. Walter förklarar i *Dividend Policies and Common Stock Prices*:

“Low dividend payout ratios constitute an accepted feature of growth stocks, since shareholders are presumed to benefit more from the retention of earnings than from their employment elsewhere at the going rate”

(Walter, 1956).

Dock finner vi en variation i utdelningsandelen bland dessa företag, där Electrolux B delar ut genomsnittligt 47 %, SCA B delar ut 106 % och SEB A delar ut 68 %. Det är här SCA B som utmärker sig genom att dela ut mer än den genomsnittliga, och enligt den polynomiala regressionen den optimala utdelningsandelen 87 % samt genomsnittet för samtliga företag på 80 %. I bilaga 2 kan vi se att SCA B år 2011 har valt att dela ut 538 % utav nettoresultatet, det har medfört att genomsnittet för företaget höjs kraftigt. För året delades 4,20 kr ut per aktie, trots att resultat per aktie enbart uppgick till 0,78 kr.

Som för SCA B visar de empiriska resultaten för flertalet företag genomgående en ovilja att sänka utdelningen även i absoluta belopp trots att årets resultat inte kan tyckas motivera utdelningsbeloppen. Det bekräftar Linters observation om att företagsledningen har en motvilja till att förändra den utbetalda utdelningen även om det kan gå emot företagets uttalade utdelningspolicy:

“It will be noted that some further increases in the current dividends are to be expected even in years when profits suffer some decline whenever substantial earlier increases in earnings have not yet been fully reflected in dividends and the existing rates are still below target payout ratios applied to the new (lower) rate of current and reasonably foreseeable future earnings per share. Similar reverse movements of current dividend payments and changes in earnings sometimes occur in the contrary case where earnings are somewhat higher than in the preceding year and dividends had not yet been fully adjusted to the depressed level of earnings”

(Lintner, 1956)

Det medför att flertalet företag som har vant aktieägarna vid ett visst nominellt belopp fortsätter att dela ut beloppet även om det genererade resultatet inte räcker till, eller att de går emot sin uttalade utdelningspolicy om ett visst antal procent av nettoresultatet. Att bestämma utdelningen i förhållande till inte bara nettoresultatet utan även absoluta historiska belopp är ett fenomen som kallas *dividend smoothing* och har blivit allt vanligare efter andra världskrigets slut (Chen et al., 2012).

Arnott & Asness studie (2003) framför empirisk bevisning om utdelningsandelens positiva samband till resultattillväxten, som förklaring ges argumentet fram som menar att ett företag som beslutar om hög utdelningsandel har intern information som tyder på en positiv framtidstro. Den studien har dock inte tagit fenomenet *dividend smoothing* i beaktande. En positiv framtidstro förklarar exempelvis inte varför företag som Ericsson och SSAB som i

snitt har högst utdelningsandel med mer än 200 % utav nettoresultatet dessutom är de två företag som har allra sämst genomsnittliga resultat tillväxt. Dock kan fenomenet *dividend smoothing* förklara utdelningsbesluten. Det kan sägas att dessa företag har vant de institutionella aktieägarna vid ett visst nominellt belopp och drar sig från att sänka det, Leary & Michaely (2011) förklarar:

”We also find that firms that smooth more tend to have greater institutional holding.”

(Leary & Michaely, 2011)

Både SSAB och Ericsson har en betydande andel institutionella ägare, SSAB med 41,7 % och Ericsson med 58,5 % enligt årsredovisningarna från 2017 (SSAB årsredovisning 2018; Ericsson Årsredovisning 2018). Det är dock inte enbart dessa två företag i vår studie som tillämpar sådana utjämnningar, även SCA B som var en de företag med högst resultat tillväxt valde att dela ut 538 % utav resultatet år 2011. Beräknat per aktie uppgår det till 4 kronor, vilket är i princip lika mycket som året innan 2010 (4 kronor) och året efter 2012 (4,20 kronor) (SCA Årsredovisning 2013 & 2011).

Angående hur förändring utav utdelningsandel påverkar resultat tillväxten har vi två teser från de vetenskapliga artiklarna som med stöd från empirisk bevisning motsäger varandra. Howatta et al. (2009) samt Skinner & Soltes (2009) menar att höjning utav utdelningsandel medför tillväxt i resultat, medan Grullon et al. (2002) påstår det motsatta. I vår undersökning är det fem företag som utmärker sig för att konsekvent ha höjt utdelningsandelen under undersökningsperioden. Dessa är Tele2, SSAB, SCA och Investor (bilaga 5). Samtliga företag utöver SSAB har överträffat den genomsnittliga tillväxttakten på 75 % och ger delvis stöd för den tes som framförts av Howatta et al. (2009) och Skinner & Soltes (2009) om att höjd utdelningsandel resulterar i högre resultat tillväxt. SSAB:s avvikelser anser vi kunna förklaras av *dividend smoothing*. Även Investor, som har den svagaste genomsnittliga resultat tillväxten i relation till Tele2 och SCA, har en påtagbar volatilitet i både utdelningsandel och årligt resultat och förefaller sig jämna ut utdelningar (bilaga 2; bilaga 3).

Tele2, SCA och Investor har sett till genomsnitt påtagbart höjt utdelningsandelen och åstadkommit resultat tillväxt, samtidigt som SSAB har höjt utdelningsandelen men presterat allra sämst bland företagen i undersökningen. De företag som höjer utdelningsandelen utan att tillämpa *dividend smoothing* verkar generera högre resultat tillväxt. I samma anda kan även de övriga resultaten från regressionsanalysen tolkas, att hög utdelningsandel resulterar i högre resultat tillväxt, bortsett från när den höga utdelningsandelen beror på *dividend smoothing*.

6.0 Slutsats

I detta stycket kommer undersökningsfrågorna som presenteras i studiens första stycke att besvaras genom att slutsatserna för studien presenteras.

Avsikten med studien har varit att undersöka sambandet mellan utdelningsandel och resultattillväxt bland företag listade på OMXS30. I hypotesprövningen utgår nollhypotesen från Modigliani och Miller-teoremet som menar att det mellan utdelningsandel och resultattillväxt inte finns ett samband. Efter en analys utav empirin och med hjälp utav den teoretiska referensramen kommit fram till följande:

- Till en konfidensgrad på 99,9 % och ett R-square-värde på 0,779 påvisar studien att det finns ett starkt samband mellan utdelningsandel och resultattillväxt.
- Enligt den polynomiala regressionslinjen är den optimala utdelningsandelen 87 % av nettoresultatet, resultattillväxten framgår då till 146 % per år. Fram till denna punkt finns ett positivt samband mellan utdelningsandel och resultattillväxt, ju mer företagen har delat ut desto högre resultattillväxt. Därefter har utdelningsandelen ett negativt samband till resultattillväxten, de företag som alltså har delat ut mer än 87 % har presterar sämre. Vi bekräftar på så sätt den nyare forskningen som menar att hög utdelningsandel leder till högre resultattillväxt upp till denna nivå.
- Anledningen till varför det verkar finnas en optimal utdelningsandel i relation till resultatet och att företagen efter en viss punkt presterar sämre är sannolikt fenomenet *dividend smoothing*. För mogna storföretag med en stor andel institutionella ägare är fenomenet utbrett, utdelningar fortgår trots att de inte kan motiveras resultatmässigt.
- De företag som konsekvent höjt utdelningsandelen har fått en framtida resultattillväxt, bortsett från när höjningen kan härledas till *dividend smoothing*.

7.0 Diskussion

I denna sektion kommer en diskussion om studiens resultat samt den metodik som har använts föras. Avslutningsvis kommer förslag till vidare forskning att lämnas samt kritik mot den egna studien.

7.1 Avslutande diskussion

Under vår studietid bekantade vi oss med Gordons Growth-modellen som matematiskt beskriver förhållandet mellan utdelning och tillväxt som ett negativt samband, ytterligare etablerade teorier som ger stöd åt detta är bland annat Lintners optimala utdelningsmodell. Bland nyare forskning hittade vi en artikel av Arnott & Asness från 2003 som särskilt fängade vårt intresse, där beskrivs sambandet mellan utdelningsandel och resultat tillväxt med stöd från empiriska studier som positivt - ju mer som delas ut, desto högre resultat tillväxt. Det skapade den teoretiska grunderna för denna studie och vi valde att undersöka det eventuella förhållandet närmare på svenskt aktieindex, OMXS30.

Data samlades in med hjälp utav årsredovisningar för att markera årliga skillnader i tillväxt och utdelningsandel. Vid beräkning av grunddaten stötte vi på komplikationer kring nyckeltalet utdelningsandel och hur denna beräknas när ett företag gör negativa resultat men ändå beslutar om att dela ut. Vi har därför under rekommendationer föreslagit vidare studier i frågan.

När de empiriska resultaten sammanställdes upptäcktes att flertalet företag hade extremvärden med utdelningsandel i beaktande, det mest extrema observationen var SSAB:s utdelning år 2012 som uppgick till 2000 % av nettoresultatet för året. Det ledde till att vi valde att fördjupa oss i forskning som kunde förklara beteendet, och upptäckte då begreppet *dividend smoothing*.

Med studiens resultat ger vi den nyare forskningen som menar att det finns ett positivt samband mellan utdelningsandel och tillväxttakt stöd, samtidigt som vi förbehåller detta stöd vid en specifik punkt enligt regressionsanalysen. Det avtagande stödet beror på just *dividend smoothing*, då företag delar ut stora delar eller mer än det genererade resultatet för året. Det kan tolkas som en varningssignal för investerare när de undersöker nyckeltalet utdelningsandel vid ett investeringsbeslut och kan eventuellt ha en påverkande effekt. Mogna företag med en stor andel institutionella ägare använder sig av *dividend smoothing* för att behaga befintliga aktieägarna, men det är möjligtvis inte ett lockande beteende för nya investerare.

Det kan diskuteras att det finns branschspecifik utdelningspolicy, exempelvis kopplat till olika kapitalkrav eller specifik mognadsfas, som behöver beaktas när en undersökning som vår genomförs. Bankaktier kan till exempel anses vara högutdelande samt att det kan vara av vikt för studiens resultat. I bilaga 2 ser vi dock att det mellan Swedbank, Nordea, Handelsbanken och SEB finns en bred variation på beslutad utdelningsandel under undersökningsperioden på mellan 0 till 172 procent av nettoresultatet. Värt att notera är att SEB som har den högsta genomsnittliga utdelningsandelen på 68 procent bland dessa dessutom är den bank med högst resultat tillväxt, det ser vi som ytterligare stöd för våra resultat. I hypotesprövningen som genomfördes utgick nollhypotesen från påståendet att det mellan utdelningsandel och resultat tillväxt inte finns ett samband enligt Modigliani & Miller-

teoremet, teoremet är generellt och förhåller sig inte till någon specifik bransch eller mognadsfas. Inte heller undersökningen av Arnott och Asness som lade grunden för studiens fokus har bransch- eller mognadsspecifika uppdelningar utan har likt vår studie utgått från företag i ett aktieindex.

7.2 Kritik

Den kritik som kan föras mot denna uppsats är att undersökningsperioden hade kunnat förlängas och urvalskriterierna kunnat expanderats vilket hade ökat generaliserbarheten i resultatet.

Ytterligare kan kritik föras mot studiens val av tillvägagångssätt kunnat utvecklas genom att utöka studien med intervjuer för att skapa en djupare kunskap. Vidare hade en metodtriangulering passat för att generera den djupare kunskapen och bidragit till att stärka de svagheter som uppstår vid användandet av en deduktiv metod samt ett kvantitativt tillvägagångssätt. Särskilt för att få svar på vilka faktorer som avgör när ett företag beslutar om utdelning trots att resultatet inte kan motivera det.

Vidare kan kritik även föras mot valet av analysmetod för empirin. Pearsons r eller ett Chi-två test hade även kunnat användas för att säkerställa att det finns ett sambandet mellan variablerna samt fler variabler som börsvärde eller avkastning på eget kapital ingått i studien.

7.3 Rekommendationer

Inom ämnet utdelning och hur den påverkar resultatet kan forskningen gå vidare i ett antal lämpliga undersökningsområden. Med utgångspunkt i denna studien finns det även områden som kan utvecklas eller förstärkas. Att studera ett längre tidsperspektiv hade slutsatser om hur historiska parametrar kunnat dras vilket hade kunnat resultera i en djupare analys samt ökad förståelse om utdelningens påverkan på nettoresultatet. Det hade även varit lämpligt att ändra på urvalet för att kunna studera ett större antal företag och på detta sätt fått en större mängd data att kunna analysera och dra slutsatser som är mer generaliserbara för fler typer av företag.

Ytterligare områden som är av intresse att undersöka närmare hade varit huruvida utdelningsandel påverkar börsvärdet för företagen eller om andra variabler som ägarstruktur, investeringsbeslut eller andra former av förmögenhetsöverföring till ägarna har för påverkan för företaget och dess nettoresultat. Utöver detta kan även olika typer av makroekonomiska händelser och andra företeelser ha en påverkan på företagens nettoresultat.

Vidare föreslås fortsatta studier inom hur utdelningsandel ska beräknas när ett företag delar ut mer än årets resultat, eller när resultatet till och med är negativt. Det negativa värde som idag genereras vid användandet av denna beräkning blir klumpigt att använda vid andra beräkningsmetoder.

Referenser

Litteratur

- Artsberg, K. (2005). *Redovisningsteori - policy och praxis*. 2. uppl. Malmö: Liber.
- Bryman, A., Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. 2. uppl. Stockholm: Liber.
- Creswell, J. & Creswell, D. (2018). *Research design*. Singapore: SAGE Publications
- Denscombe, M. 2016. *Forskningshandboken för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna*. Studentlitteratur AB, Lund
- Esaiasson, P., Gilljam, M., Oscarsson, H., & Wängnerud, L. (2017). *Metodpraktikan. Konsten att studera samhälle, individ och marknad*.
- Johannessen, A., & Tufte, P.A., *Samhällsvetenskaplig metod*, 1:2 upplagan. Malmö: Liber, 2002.
- Johansson, S-E. Runsten, M. (2017). *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt. Mål samband och mätmetoder*. Fjärde upplagan, Studentlitteratur, Lund.
- Körner, S., & Wahlgren, L. (2015). *Statistiska metoder*. 3. uppl. Lund: Studentlitteratur.
- Lantz, Björn. (2009). *Grundläggande statistisk analys*. Studentlitteratur AB - Lund
- Thurén, Torsten. (2013). *Källkritik*. 3. uppl. Stockholm: Liber

Tidsskrifter

Arnott, R. D., & Asness, C. S. (2003). Surprise! Higher dividends= higher earnings growth. *Financial Analysts Journal*, 59(1), 70-87.

Barron, D. N. (1999). The structuring of organizational populations. *American Sociological Review*, 421-445

Batt, R. (2002). Managing customer services: Human resource practices, quit rates, and sales growth. *Academy of management Journal*, 45(3), 587-597

Brav, Alon, John Graham, Campbell Harvey, and Roni Michaely, 2005, Payout Policy in the 21st Century, *Journal of Financial Economics* 77, 483-527.

Cancino, E. E. M., Farinella, J., Richie, N., & Schuhmann, P. (2011). Empirical Study of Proxies Used To Measure Growth In The Gordon Model. *Annals of the International Masters of Business Administration at UNC Wilmington*, 4(2).

Chen, L. Da, Z., Priestley, R. (2012) Dividend Smoothing and Predictability. *Management Science*, Vol. 58, No. 10 1834-1853

Davidsson, P., & Wiklund, J. (2006). Conceptual and empirical challenges in the study of firm growth. *Entrepreneurship and the Growth of Firms*, 1(1), 39-61

Davidsson, P., Steffens, P., & Fitzsimmons, J. (2009). Growing profitable or growing from profits: Putting the horse in front of the cart?. *Journal of business venturing*, 24(4), 388-406.

Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (2002). Are dividend changes a sign of firm maturity?. *The journal of Business*, 75(3), 387-424.

Howatt, B., Zuber, R. A., Gandar, J. M., & Lamb, R. P. (2009). Dividends, earnings volatility and information. *Applied Financial Economics*, 19(7), 551-562.

Krstevska, A., Nenovski, T., & Pogacnik Kostovska, K. (2017). Testing the Modigliani and Miller Theory in Practice: Evidence from the Macedonian Banking System. *Eastern European Economics*, 55(3), 277-289.

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

Lewis, V. L., & Churchill, N. C. (1983). The five stages of small business growth.

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

Lintner, J. (1964). Optimal dividends and corporate growth under uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 78(1), 49-95.

Lippitt, G. L., & Schmidt, W. H. (1967). Crises in a developing organization. *Harvard business review*.

McKelvie, A., & Wiklund, J. (2010). Advancing firm growth research: A focus on growth mode instead of growth rate. *Entrepreneurship theory and practice*, 34(2), 261-288

Miller, M. H., & Modigliani, F. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, 261-297

Shepherd, D., & Wiklund, J. (2009). Are we comparing apples with apples or apples with oranges? Appropriateness of knowledge accumulation across growth studies. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(1), 105-123

Skinner, D. J., & Soltes, E. (2011). What do dividends tell us about earnings quality?. *Review of Accounting Studies*, 16(1), 1-28.

Stubbart, C. I., & Smalley, R. D. (1999). The deceptive allure of stage models of strategic processes. *Journal of Management Inquiry*, 8(3), 273-286.

Robinson, C. J. (2006). Dividend policy among publicly listed firms in Barbados.

Salminen, J. (2008). Abnormal Returns of Dividend Announcements during a Boom and a Recession. Empirical Evidence from US from the years of 2000-2002 and 2005-2007, including Finnish Extra Dividends.

Skinner, D. J., & Soltes, E. (2011). What do dividends tell us about earnings quality?. *Review of Accounting Studies*, 16(1), 1-28

Phelps, R., Adams, R., & Bessant, J. (2007). Life cycles of growing organizations: A review with implications for knowledge and learning. *International Journal of Management Reviews*, 9(1), 1-30.

Walter, J. E. (1956). Dividend policies and common stock prices. *the Journal of Finance*, 11(1), 29-41.

Van Uytbergen, S., & Waem, D. (1998). The dividend policy of Belgian companies: a test of Lintner's regression model.

Övriga källor

Electrolux (2018) Årsredovisningar

<http://www.electroluxgroup.com/sv/kategori/finansiell-information/arsredovisningar/> [2018-04-29]

Ericsson (2018) Årsredovisningar

<https://www.ericsson.com/se/sv/investors/finansiella-rapporter-och-filings/Annual-reports> [2018-05-01]

Hemberg, C. (2018) 263 miljarder delas ut. Spara med Hemberg. 25 Januari.

<https://blogg.avanza.se/hemberg/2018/01/25/263-miljarder-forvantas-delas-ut/>

Investor (2018) Årsredovisningar

<https://www.investorab.se/investerare-media/rapporter/> [2018-04-29]

Konjunkturinstitutet, Konjunkturterminologi [2018-05-19]

<https://www.konj.se/var-verksamhet/sa-gor-vi-prognoser/konjunkturterminologi.html>

Merriam Webster [Hämtad 2018-05-18]

<https://www.merriam-webster.com/dictionary/industry>

Nationalencyklopedin, multinationellt..

företag <http://www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/lang/multinationellt-foretag> (hämtad 2018-05-19)

Rebfund [Hämtad 2018-04-24]

<https://www.rebfund.com/se/ordbok/totalavkastning/>

SCA (2018) Årsredovisningar

<https://www.sca.com/sv/om-sca/finansiell-information/rapporter/arsredovisningar/> [2018-05-01]

SEB (2018) Årsredovisningar

<https://sebgroupp.com/sv/investor-relations/rapporter-och-presentationer/arsredovisningar> [2018-04-29]

Statistiska Centralbyrån [Hämtad 2018-05-19]

<http://www.scb.se/hitta-statistik/sverige-i-siffror/samhallets-ekonomi/bnp---bruttonationalprodukten/>

SSAB (2018) Årsredovisningar

<https://www.ssab.se/ssab/investerare/rapporter-presentationer> [2018-04-30]

Svenska Akademiens ordbok [Hämtad 2018-05-19]

<https://www.saob.se/artikel/?seek=industri&pz=1>

Tele2 (2018) Årsredovisningar

<http://www.tele2.com/sv/Investerare/rapporter/> [2018-04-29]

Bilaga 1

Lista över bolag som befunnit sig på OMXS30 över tidsperioden 2008-2017

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Alfa Laval	ABB	ABB	Getinge	Getinge	Getinge	Getinge	Getinge	Getinge	Getinge
Assa Abloy	Alfa Laval	Alfa Laval	Handelsbanken	Handelsbanken	Handelsbanken	ABB	ABB	ABB	ABB
Atlas Copco A	Assa Abloy	Assa Abloy	H&M	H&M	H&M	Alfa Laval	Alfa Laval	Alfa Laval	Alfa Laval
AstraZeneca	AstraZeneca	AstraZeneca	Electrolux	Electrolux	Electrolux	Swedbank	Swedbank	Swedbank	Swedbank
Atlas Copco B	Atlas Copco A	Atlas Copco A	Investor	Investor	Investor	Assa Abloy	Assa Abloy	Assa Abloy	Assa Abloy
Sandvik	Atlas Copco B	Atlas Copco B	Lundin Petroleum	Lundin Petroleum	Lundin Petroleum	Atlas Copco A	Atlas Copco A	Atlas Copco A	Atlas Copco A
SCA	Boliden	Boliden	Securitas	Skanska	Skanska	Boliden	Nokia	Boliden	Boliden
Eniro	Electrolux	Electrolux	Swedbank	Swedbank	Swedbank	Electrolux B	SSAB	Autoliv	Autoliv
Nokia	Ericsson	Ericsson	SKF	SEB	SEB	Ericsson	Ericsson	Ericsson	Ericsson
ABB	Getinge	Getinge	Ericsson	Ericsson	Ericsson	AstraZeneca	AstraZeneca	AstraZeneca	AstraZeneca
H&M	H&M	H&M	Swedish Match	Swedish Match	Swedish Match	H&M	Electrolux	Electrolux B	Electrolux
Handelsbanken	Handelsbanken	Handelsbanken	Assa Abloy	Assa Abloy	Assa Abloy	Handelsbanken	Handelsbanken	Handelsbanken	Handelsbanken
Investor	Investor	Investor	AstraZeneca	AstraZeneca	AstraZeneca	Investor B	Investor	Investor	Investor
Lundin Petroleum	Lundin Petroleum	Lundin Petroleum	Alfa Laval	Alfa Laval	Alfa Laval	Lundin Petroleum	Lundin Petroleum	Lundin Petroleum	Swedish Match
Tele2	Modern times group	Modern times group	Tele2	Tele2	Tele2	Morden Times Group	H&M	H&M	H&M
Boliden	Nokia	Nokia	SEB	Securitas	Securitas	Nokia	Fingerprint Cards	Fingerprint Cards	Fingerprint Cards
Nordea	Nordea	Nordea	Atlas Copco A	Atlas Copco A	Atlas Copco A	Kinnevik	Kinnevik	Kinnevik	Kinnevik
Scania	Sandvik	Sandvik	Morden Times Group	Morden Times Group	Morden Times Group	Atlas Copco B	Atlas Copco B	Atlas Copco B	Atlas Copco B
SSAB	SCA	SCA	Skanska	SKF	SKF	SCA	Boliden	SCA	SCA
Securitas	Scania	Scania	Nokia	Nokia	Nokia	Sandvik	Sandvik	Sandvik	Sandvik
SEB	SEB	SEB	Atlas Copco B	Atlas Copco B	Atlas Copco B	Nordea	Nordea	Nordea	Nordea

Skanska	Securitas	Securitas	Nordea	Nordea	Nordea	Securitas	Securitas	Securitas	Securitas
SKF	Skanska	Skanska	Sandvik	Sandvik	Sandvik	Skanska	Skanska	Skanska	Skanska
Volvo	SKF	SKF	SCA B	SCA	SCA	SKF	SKF	SKF	SKF
Electrolux	SSAB	SSAB	SSAB A	SSAB	SSAB	SSAB	SCA	SSAB	SSAB
Swedbank	Swedbank	Swedbank	Boliden	Boliden	Boliden	SEB	SEB	SEB	SEB
Swedish Match	Swedish Match	Swedish Match	ABB	ABB	ABB	Swedish Match	Swedish Match	Swedish Match	Essity
TeliaSonera	Tele2	Tele2	TeliaSonera	TeliaSonera	TeliaSonera	Tele2	Tele2	Tele2	Tele2
Vostok Gas	TeliaSonera	TeliaSonera	Volvo	Volvo	Volvo	TeliaSonera	TeliaSonera	TeliaSonera	TeliaSonera
Ericsson	Volvo	Volvo	Scania	Scania	Scania	Volvo	Volvo	Volvo	Volvo

Bilaga 2

Utdelningsandel av nettoresultat per år och bolag

Bolag	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Genomsnitt per bolag
ABB	33%	39%	57%	50%	63%	65%	64%	85%	84%	77%	62%
Alfa Laval	26%	39%	41%	42%	46%	52%	57%	46%	78%	60%	49%
Assa Abloy	52%	48%	37%	37%	37%	38%	37%	38%	42%	43%	41%
AstraZeneca	45%	39%	42%	38%	58%	135%	285%	123%	105%	125%	100%
Atlas Copco	36%	58%	49%	47%	48%	55%	60%	66%	69%	51%	54%
Boliden	29%	33%	35%	32%	33%	37%	32%	34%	34%	33%	33%
Electrolux	0%	29%	39%	86%	57%	66%	58%	49%	48%	42%	47%
Ericsson	706%	153%	59%	59%	145%	75%	89%	93%	647%	-10%	203%
H&M	84%	80%	84%	99%	93%	92%	81%	77%	87%	100%	88%
Handelsbanken	36%	49%	51%	49%	48%	51%	53%	53%	59%	66%	52%
Investor	-11%	9%	12%	-47%	21%	13%	14%	45%	25%	19%	16%
Nordea Bank	25%	41%	30%	40%	44%	56%	74%	70%	70%	91%	54%
Sandvik	50%	0%	54%	70%	54%	88%	73%	140%	63%	33%	63%
SCA	44%	55%	51%	538%	64%	60%	56%	58%	76%	56%	106%
SEB	0%	172%	48%	36%	52%	59%	54%	69%	113%	77%	68%
Securitas	55%	52%	53%	64%	73%	59%	53%	52%	52%	51%	56%
Skanska	71%	72%	126%	30%	75%	74%	68%	63%	52%	69%	70%
SKF	35%	97%	44%	41%	54%	275%	54%	65%	63%	46%	77%
SSAB	19%	-32%	116%	41%	2000%	0%	0%	0%	0%	45%	222%
Swedbank	0%	0%	40%	56%	71%	73%	75%	76%	75%	75%	54%
Swedish Match	51%	49%	55%	54%	51%	57%	57%	205%	104%	101%	78%
Tele2	90%	55%	173%	118%	97%	14%	309%	83%	-121%	476%	142%
TeliaSonera	43%	54%	58%	68%	62%	87%	90%	152%	115%	81%	81%
Volvo	41%	0%	47%	34%	55%	169%	291%	40%	50%	41%	77%
Genomsnitt per år	65%	51%	58%	72%	142%	73%	87%	74%	88%	77%	79%

Bilaga 3

Nettoresultat per år per bolag (mkr)

Bolag	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Genomsnittlig resultatillväxt
ABB	24164,5	20916,21	17414,8	21922,56	17630,08	18143,37	20259,14	16140,55	17280,9	18212,99	-2%
Alfa Laval	3807	2737	3116	3251	3223	3040	2968	3861	2312	2988	0%
Assa Abloy	2438	2659	4080	3869	5125	4775	6436	7693	6653	8635	17%
Astra Zeneca	47507,5	54392,24	54950,8	69310,72	40880,4	16737,21	9645,35	23597,1	30994,6	23603,64	6%
Atlas Copco	10190	6276	9944	12988	13933	12082	12175	11777	13785	16672	9%
Boliden	935	2501	3957	3389	3341	1294	1899	2641	4239	6856	40%
Electrolux	366	2607	3997	2064	2365	672	2242	1568	4493	5745	109%
Ericsson	1167	4127	11235	12569	5938	12174	11143	13673	1895	-35063	-181%
H&M	15294	16384	18681	15821	16867	17152	19976	20898	18636	16184	1%
Handelsbanken	12131	10244	11025	12323	14548	14295	15184	16343	16245	16102	4%
Investor	-36726	31368	30611	-9288	24175	45106	50688	17434	33665	44298	-11%
Nordea Bank	29220	23998	23972	23569	26935	27866	31706	33452	36029	30022	1%
Sandvik	7836	-2596	6943	5861	8107	5008	5992	2194	5468	13183	-52%
SCA	5598	4830	5592	607	5242	5861	7068	7452	1770	1874	72%
SEB	10050	1178	6798	10856	11654	14778	19219	16581	10618	16244	57%
Securitas	2321,7	2118	2080,8	1708,7	1174,6	1855,6	2071,5	2443,9	2645,9	2737,4	4%
Skanska	3157	3628	4028	7595	2861	3769	3850	4791	5735	4111	11%
SKF	4741	1705	5296	6224	4816	1044	4750	4074	4209	5760	49%
SSAB	6998	-1010	605	1560	15	-1066	-1394	-505	943	2311	-818%
Sw edbank	10939	-10442	7483	11758	14446	12916	16463	15740	19552	19364	-12%
Sw edish Match	2261	3146	2958	2538	2907	2711	2626	2803	5123	3400	9%
Tele2	1758	4755	6481	4904	3264	14590	2211	2986	-2264	587	22%
TeliaSonera	21442	21280	23562	21119	21168	16767	15599	10205	6496	10146	-5%
Volvo	10016	-14685	11212	18115	11258	3802	2235	15099	13223	21283	30%
Genomsnitt		-3%	44%	-4%	-1%	-2%	4%	-5%	3%	-2%	-27%

Bilaga 4

Nettoresultattillväxt i procent per år.

Bolag	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Genomsnittlig resultattillväxt
ABB	-13%	-17%	26%	-20%	3%	12%	-20%	7%	5%	-2%
Alfa Laval	-28%	14%	4%	-1%	-6%	-2%	30%	-40%	29%	0%
Assa Abloy	9%	53%	-5%	32%	-7%	35%	20%	-14%	30%	17%
AstraZeneca	14%	1%	26%	-41%	-59%	-42%	145%	31%	-24%	6%
Atlas Copco	-38%	58%	31%	7%	-13%	1%	-3%	17%	21%	9%
Boliden	167%	58%	-14%	-1%	-61%	47%	39%	61%	62%	40%
Electrolux	612%	53%	-48%	15%	-72%	234%	-30%	187%	28%	109%
Ericsson	254%	172%	12%	-53%	105%	-8%	23%	-86%	-1950%	-181%
H&M	7%	14%	-15%	7%	2%	16%	5%	-11%	-13%	1%
Handelsbanken	-16%	8%	12%	18%	-2%	6%	8%	-1%	-1%	4%
Investor	185%	-2%	-130%	360%	87%	12%	-66%	93%	32%	-11%
Nordea Bank	-18%	0%	-2%	14%	3%	14%	6%	8%	-17%	1%
Sandvik	-133%	367%	-16%	38%	-38%	20%	-63%	149%	141%	-52%
SCA	-14%	16%	-89%	764%	12%	21%	5%	-76%	6%	72%
SEB	-88%	477%	60%	7%	27%	30%	-14%	-36%	53%	57%
Securitas	-9%	-2%	-18%	-31%	58%	12%	18%	8%	3%	4%
Skanska	15%	11%	89%	-62%	32%	2%	24%	20%	-28%	11%
SKF	-64%	211%	18%	-23%	-78%	355%	-14%	3%	37%	49%
SSAB	-114%	160%	158%	-99%	-7207%	-31%	64%	287%	145%	-818%
Swedbank	-195%	172%	57%	23%	-11%	27%	-4%	24%	-1%	-12%
Swedish Match	39%	-6%	-14%	15%	-7%	-3%	7%	83%	-34%	9%
Tele2	170%	36%	-24%	-33%	347%	-85%	35%	-176%	-126%	22%
TeliaSonera	-1%	11%	-10%	0%	-21%	-7%	-35%	-36%	56%	-5%
Volvo	-247%	-176%	62%	-38%	-66%	-41%	576%	-12%	61%	30%
Genomsnitt	-3%	44%	-4%	-1%	-2%	4%	-5%	3%	-2%	-27%

Bilaga 5

Utdelningsandel per bolag och år ökning/minskning i procent

Bolag	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ABB	18%	46%	-12%	26%	3%	-2%	33%	-1%	-8%
Alfa Laval	50%	5%	2%	10%	13%	10%	-19%	70%	-23%
Assa Abloy	-8%	-23%	0%	0%	3%	-3%	3%	11%	2%
AstraZeneca	-13%	8%	-10%	53%	133%	111%	-57%	-15%	19%
Atlas Copco	61%	-16%	-4%	2%	15%	9%	10%	5%	-26%
Boliden	14%	6%	-9%	3%	12%	-14%	6%	0%	-3%
Electrolux	0%	34%	121%	-34%	16%	-12%	-16%	-2%	-13%
Ericsson	-78%	-61%	0%	146%	-48%	19%	4%	596%	-102%
H&M	-5%	5%	18%	-6%	-1%	-12%	-5%	13%	15%
Handelsbanken	36%	4%	-4%	-2%	6%	4%	0%	11%	12%
Investor	181%	33%	492%	145%	-38%	8%	221%	-44%	-24%
Nordea Bank	64%	-27%	33%	10%	27%	32%	-5%	0%	30%
Sandvik	-100%	0%	30%	-23%	63%	-17%	92%	-55%	-48%
SCA	25%	-7%	955%	-88%	-6%	-7%	4%	30%	-26%
SEB	0%	-72%	-25%	44%	13%	-8%	28%	64%	-32%
Securitas	-5%	2%	21%	14%	-19%	-10%	-2%	0%	-2%
Skanska	1%	75%	-76%	150%	-1%	-8%	-7%	-17%	33%
SKF	177%	-55%	-7%	32%	409%	-80%	20%	-3%	-27%
SSAB	268%	4625%	-65%	478%	-100%	0%	0%	0%	0%
Swedbank	0%	0%	40%	27%	3%	3%	1%	-1%	0%
Swedish Match	-4%	12%	-2%	-6%	12%	0%	260%	-49%	-3%
Tele2	-39%	215%	-32%	-18%	-86%	2107%	-73%	256%	493%
TeliaSonera	26%	7%	17%	-9%	40%	3%	69%	-24%	-30%
Volvo	-100%	0%	-28%	62%	207%	72%	-86%	25%	-18%