

# Är utdelningar aktiemarknadens fyrhorn?

*En eventstudie om tillkännagivande av utdelning och dess påverkan på börsen*

Av: Fredrik Olsson & Axel Oppmark

Handledare: Ogi Chun  
Södertörns Högskola | Institutionen för samhällsvetenskaper  
Kandidatuppsats 15 HP  
Företagsekonomi C | Vårterminen 2019



# Förord

---

Vi vill inleda denna kandidatuppsats med att tacka våra närstående som visat stor förståelse och stöttat oss genom hela uppsatsprocessen. Vi vill även tacka våra opponenter för era goda råd och idéer. Uppsatsarbetet har varit en berg- och dalbana men som under resans gång gått från klarhet till klarhet. Det viktigaste vi tar med oss från detta arbete är ny fördjupad kunskap inom ämnet finansiering i allmänhet och utdelningar i synnerhet. Slutligen vill vi även rikta ett tack till vår handledare Ogi Chun som med sina synpunkter och konstruktiva kritik hjälpt oss att skriva en bättre uppsats.

Fredrik Olsson och Axel Oppmark  
Stockholm, juni 2019

## Sammanfattning

Trenden med stort fokus på utdelning bland investerare håller i sig år 2019 och storbolagen förväntas betala ut över 250 miljarder svenska kronor. Bolag undviker att sänka sin utdelning, oavsett om det går bra eller dåligt, för att inte ge signaler om negativa framtidsutsikter. Den aktuella studien undersöker om den svenska aktiemarknaden, i enlighet med signaleringsteorin, följer de signaler som bolagsledningen sänder ut genom sin utdelning. Studien är en eventstudie och har en kvantitativ ansats med ett eventfönster på 11 dagar och en estimeringsperiod på 120 dagar. Urvalet består av 89 bolag från Stockholmsbörsens Large Cap lista. Resultatet visar en signifikant abnormal avkastning vid sänkt utdelning i linje med signaleringsteorin. Vid oförändrad eller höjd utdelning återfinns ingen signifikant abnormal avkastning och därmed finns inget stöd för signaleringsteorin. Slutsatsen är att den svenska aktiemarknaden följer signaleringsteorin vid sänkt utdelning men inte vid höjd.

*Nyckelord:*

Tillkännagivande av utdelning, utdelningspolicy, utdelning och aktieavkastning.

## **Abstract**

The trend with a strong focus on dividends among investors is continuing in 2019 and the major companies are expected to pay out over SEK 250 billion. Companies avoid reducing their dividends in order to prevent signals of negative prospects. The current study investigates whether the Swedish stock market, in accordance with the signaling theory, follows the signals that corporate management sends out through its dividend. This study is an event study and has a quantitative approach with an event window of 11 days and an estimation period of 120 days. The sample consists of 89 companies from the Stockholm Stock Exchange's Large Cap list. The result show a significant abnormal return on reduced dividends in line with the signaling theory. With unchanged or increased dividends there is no significant abnormal return, hence there is no support for the signaling theory. The conclusion is that the Swedish stock market follows the signaling theory when the dividend is reduced, but not when increased.

*Keywords:*

Dividend announcement reaction, dividend policy, dividend and stock returns.

## Begreppslista

**Avkastning** - Hur mycket en tillgång (aktie) förändras i värde mellan två tidpunkter.

**Abnormal avkastning** - En avvikande avkastning från den förväntade avkastningen.

**Marknadsvärde** - Antalet aktier ett bolag har tillgängligt på marknaden multiplicerat med priset för en enskild aktie.

**Transaktionskostnad** - En kostnad som uppstår vid ett ekonomiskt utbyte, till exempel courtage.

**Totalavkastning** - Avkastning i form av både aktiekursens förändring och utdelning.

**Utdelning** - Alla sätt på vilket aktiebolaget ämnar överföra tillgångar från bolaget till dess aktieägare. Sker vanligen i likvida medel eller nya aktier. Benämning av utdelning i den aktuella studien hänvisar endast till utdelning i likvida medel, även kallad kontant utdelning.

**Utdelningspolicy** - En policy för hur ett bolag ämnar distribuera utdelningar till aktieägarna.

**Återköp** - Bolaget köper tillbaka egna aktier i syfte att höja värdet på befintliga aktier. Återköp användas som ett substitut till utdelning.

# Innehållsförteckning

<b>1. Inledning</b>	<b>1</b>
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemformulering	2
1.3 Forskningsfråga	3
1.4 Syfte	3
1.5 Avgränsning	3
1.6 Disposition	3
<b>2. Teoretisk referensram</b>	<b>5</b>
2.1 Teorier	5
2.1.1 Irrelevantsteorin	5
2.1.2 Signaleringssteorin	5
2.1.3 Behavioural finance	6
2.1.4 Smooth dividends	6
2.2 Tidigare forskning	7
<b>3. Metod</b>	<b>9</b>
3.1 Inledning	9
3.2 Eventstudie	9
3.2.1 Definiera event	10
3.2.2 Estimeringsperiod	10
3.2.3 Urval	11
3.2.4 Datainsamling	12
3.2.5 Beräkning av normal och abnormal avkastning	12
3.3 Validitet och reliabilitet	14
3.4 Metodkritik	14
3.5 Källkritik	14
<b>4. Empiri</b>	<b>16</b>
4.1 ARt och CAR	16
4.1.1 Effekt av sänkt utdelning	17
4.1.2 Effekt av höjd utdelning	18
4.1.3 Effekt av oförändrad utdelning	19
4.1.3 Effekt av hög eller låg utdelningsförändring	20
<b>5. Analys</b>	<b>22</b>
<b>6. Slutsatser</b>	<b>24</b>
6.1 Slutsats	24
6.2 Förslag till framtida forskning	24
<b>Referenslista</b>	<b>25</b>
<b>Bilagor</b>	<b>29</b>

# 1. Inledning

---

*Avsnittet innehåller en introduktion till studien där bakgrundsbeskrivning samt problematisering inkluderas för att förtydliga det valda forskningsområdet. Avslutningsvis behandlas studiens syfte.*

---

## 1.1 Bakgrund

Trenden med höga utdelningar på Stockholmsbörsen har under de senaste åren varit bestående. Året 2019 är inget undantag och över 250 miljarder svenska kronor förväntades delas ut till aktieägarna enbart från Stockholmsbörsens Large Cap bolag. (Gustafsson, 2019)

Redan år 1951 konstaterade Graham och Dodd att en ökning av utdelningen resulterar i ett ökat aktiepris främst på grund av informationsasymmetrin mellan ledning och aktieägare. En ökad utdelning signalerar till ägarna att framtiden ser ljus ut medan en sänkning ger motsatt effekt (Bhattacharya, 1979; Graham & Dodd, 1951; Miller & Modigliani, 1961). En förändring av utdelning kan därmed ge positiva eller negativa utfall på aktiens marknadsvärde. Förändringen bör inträffa direkt om marknaden agerar effektivt och rationellt enligt den effektiva marknadshypotesen (Famas et al. 1969; Pettit, 1972). En minskning av utdelningen kan, trots den negativa signal som ges, betyda att bolaget planerar att investera i utveckling som på lång sikt gynnar bolaget och dess investerare (Bhattacharya, 1979).

En fördel med utdelning, ur en investerares perspektiv, är att det genererar ett stadigt flöde av likvider utan att investeraren behöver betala någon transaktionskostnad för att sälja aktier. Detta är något som krävs om bolaget inte har någon utdelningen och investeraren vill frigöra likvida medel (Hillier et al. 2016). Dong et al. (2005) undersökte investerares inställning till utdelning som konstaterades ha stor betydelse vid val av bolag att investera i. Vikten av utdelningar stärks av Gordon (1959) i den berömda Gordon Growth Model som är en värderingsmodell baserad på framtida utdelningar och används än idag (Hillier et al. 2016). Miller och Modigliani (1961) konstaterar dock att utdelningar inte har betydelse för ett bolags värde i en perfekt kapitalmarknad utan transaktionskostnader och skatter. De menar att det dessutom finns en risk att bolag tappar tillväxtkraft om vinsten delas ut till aktieägarna istället för att återinvesteras i långsiktigt lönsamma investeringar. En minskad tillväxtkraft påverkar bolagets värde negativt. Enligt Miller och Modigliani (1961) bör aktiebolag därför inte dela ut vinsten, utan återinvestera likviderna i bolaget.

*“The harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just don’t fit together.” (Black, 1976 s. 5)*

Ovanstående citat från Fischer Blacks (1976) artikel “The dividend puzzle” där fördelar och nackdelar med utdelningar behandlas. Bland annat diskuteras irrelevante teorin och den skatt som ofta belastar utdelningar. Black konstaterar att det inte går att avgöra huruvida ett bolag bör ha utdelning eller inte, allt är ett enda stort pussel.

Eftersom det existerar en delad uppfattning gällande utdelningspolicyns syfte och signalering har flera studier genomförts för att studera aktiemarknadens reaktioner (Below &

Johnson, 1996; Dasilas & Leventis, 2011; Draganac, 2017; Khanal & Mishra, 2017; Miller & Rock, 1985; Pettit, 1972; Suwannaa, 2012;). Genom att räkna ut den abnormala avkastningen i samband med tillkännagivandet av utdelning kan sambandet prövas. Samtliga ovanstående nämnda studier stödjer Graham och Dodds (1951) hypotes att en ökning av utdelningen påverkar aktiepriset positivt.

## 1.2 Problemformulering

I en marknad med låga förväntningar på tillväxttakt och låga räntor blir utdelningen en stor del av en investerares totalavkastning. Enligt dagens aktieexperter skapar detta en trend där aktiebolag med hög utdelning blir mer attraktiva och därmed lockar fler investerare (Petersson, 2017). Så länge det råder högkonjunktur och aktiebolag har höga vinstnivåer är det rimligt att dessa bolag delar ut den del av vinsten som inte kan användas till lönsamma investeringar. Frågan är vad som händer när konjunkturen vänder och vinstmarginalen sjunker? Tidigare forskning har visat att bolag prioriterar att bibehålla samma tillväxttakt på utdelningar som tidigare trots sämre resultat. Detta observerades först av Lintner (1956) som kom fram till att bolag jämnar ut utdelningstillväxten i relation till vinsttillväxten som fluktuerar från år till år. En potentiell orsak till detta kan vara att bolagen inte vill riskera att förlora sina investerare på grund av för låg utdelning. Denna teori eller beteende benämns som smooth dividends, en utjämning av utdelningar (Lintner, 1956).

*“Sälj H&M, de har tömt sin kassa”.* (Bränström, 2018)

Utjämning tillämpas även i modern tid, ett exempel är aktiebolaget Hennes och Mauritz, H&M, som trots minskade intäkter och nedåtgående trend under flera års tid inte sänkt sin utdelning. Vissa moderna aktieexperter hävdar att detta inte är en långsiktigt hållbar utdelningspolitik (Bränström, 2019; Petersson, 2019). Det finns till och med bolag som gör förlustresultat men likväl behåller samma utdelningsnivå som tidigare år, eller till och med ökar nivån, vilket leder till att likviditeten tillfälligt sjunker. Ett exempel är aktiebolaget Cloetta som under åren 2016 och 2017 redovisade ett förlustresultat. Cloetta agerade genom att öka sin utdelning till sina investerare under motsvarande år, med motiveringen att de hade gjort dyra investeringar som ska skapa värde för bolaget på längre sikt (Cloetta, 2018).

Då investerares huvudsakliga syfte är att tjäna pengar, på kort eller lång sikt, kan utdelande bolag förefalla mer attraktiva för investerare. I dagsläget föredrar aktieägare högre utdelning än vad som kan anses rationellt för marknaden ur ett långsiktigt perspektiv, vilket kan tyda på en kortsiktig sparstrategi (Franzén, 2016). Ofta ingår det i svenska börsnoterade bolags målsättning att dela ut 50 procent av sin vinst. Franzén (2016) ifrågasätter denna utdelningstrend och vilka signaler det ger om framtiden.

Majoriteten av de studier som undersökt utdelningens påverkan på aktiepriset har studerat bolag noterade på börser utanför Sverige (Draganac, 2017; Khanal & Mishra, 2017; Suwannaa 2012). Deras resultat kan vara svåra att jämföra med den svenska marknaden på grund av skillnader i lagar, företagskulturer, normer, förväntningar, skattesituationer och ägandespridning. En annan skillnad är att utdelningar i Sverige tillkännages i samband med årsrapporten, vilket benämns som joint announcement.



I en studie av Alkebäck (1997) undersöktes den svenska marknadens reaktion på tillkännagivande av utdelning. Resultatet pekade, likt andra studier, på att det förekommer en abnormal avkastning vid förändrad utdelning. Studien visade dock att den procentuella ökningen av utdelningen inte hade någon betydelse vilket skiljer sig mot vad signaleringsteorin säger (Alkebäck, 1997). Senare har Åkerlund (2009) undersökt hur den svenska aktiemarknaden reagerade på tillkännagivande av utdelning under finanskrisåret 2009. Resultatet visade att marknaden vid denna kristid inte reagerade som förväntat då ingen signifikant abnormal avkastning förekom vid höjd eller sänkt utdelning. Tio år senare har marknaden stabiliserats och finanskrisen anses vara över (Danske Bank, 2019). Med detta som bakgrund är år 2019 intressant att undersöka då efterfrågan på utdelningar var rekordhög (Gustafsson, 2019; SvD, 2019). Dessutom har det gått sju år sedan införandet av Investeringsparkontot, ISK, som numera är den populäraste sparformen på Avanza (2019a). Sparformen innebär att investerare inte längre betalar skatt på utdelningar och kan därmed ses som en bidragande anledning till den ökade efterfrågan (Skatteverket, u.å.). Detta leder fram till frågor om utdelningens påverkan idag. Är tillkännagivande av aktieutdelningar återigen en bra signalering för investerare? Skapar den svenska aktiemarknaden en abnormal avkastning vid tillkännagivanden, i linje med vad tidigare forskning antytt? Dessa frågor är intressanta för investerare vid bedömning om framtida kursutveckling baserat på den avsedda utdelningen. Ytterligare ger det värdefull information till bolagsledningen som önskar minska informationsasymmetrin. Är ledningens rädsla för att sänka utdelningen befogad och ger en höjning önskvärd effekt för bolaget?

### **1.3 Forskningsfråga**

Hur reagerar den svenska aktiemarknaden vid tillkännagivande av utdelningar år 2019?

### **1.4 Syfte**

Studien ämnar undersöka om den svenska aktiemarknaden, i enlighet med signaleringsteorin, följer de signaler som bolagsledningen sänder ut genom sin utdelning.

### **1.5 Avgränsning**

Den aktuella studien avgränsar sig till Nasdaq OMX Stockholm där den största delen bolag med utdelning är listade.

### **1.6 Disposition**

*Kapitel 2 Teoretisk referensram* - Avsnittet behandlar den teoretiska referensram som är kopplad till det valda problemområdet. Först presenteras ett antal grundläggande teorier och sedan avslutas kapitlet med en genomgång av tidigare forskning. Ur teori och tidigare forskning härleds de hypoteser som sedan testas och behandlas i empirin.

*Kapitel 3 Metod* - Avsnittet innehåller en beskrivning och motivering av den aktuella studies ansats, metodval och tillvägagångssätt som ligger till grund för insamling av data samt resultatsammanställning och analys.

*Kapitel 4 Empiri* - I denna del av uppsatsen redovisas det sammanställda resultatet. Resultat är framställt på ett objektivt sätt med hjälp av diagram och tabeller som sedan analyseras i nästkommande del av uppsatsen.

*Kapitel 5 Analys* - Avsnittet har sin utgångspunkt i teorier och tidigare forskning vilka knyts an till den empiriska undersökningen.

*Kapitel 6 Slutsats* - I det avslutande avsnittet presenteras studiens slutsatser för att besvara studiens syfte och problemformulering. Vidare lämnas också förslag framtida forskning inom ämnet.

## 2. Teoretisk referensram

---

*Avsnittet behandlar den teoretiska referensram som är kopplad till det valda problemområdet. Först presenteras ett antal grundläggande teorier och sedan avslutas kapitlet med en genomgång av tidigare forskning. Ur teori och tidigare forskning härleds de hypoteser som sedan testas och behandlas i empirin.*

---

### 2.1 Teorier

#### 2.1.1 Irrelevansteorin

I sin forskning utgår Miller och Modiglianis (1961) från Famas (1969) effektiva marknadshypotes, EMH. Den kännetecknas av rationella investerare, avsaknad av transaktionskostnader, skatter och att bolagsledning och investerare besitter samma information. Om dessa kriterier uppfylls ska marknaden reagera direkt på ny information vilket ska återspeglas i aktiepriset. Miller och Modiglianis (1961) påstår att utdelningar till aktieägare inte bidrar till att öka bolagets värde. De menar att bolagsledningen därför bör prioritera att återinvestera rörelseresultatet framför att ge utdelning. Detta grundas dels i att aktieägare kan sälja eller köpa aktier i bolaget för att motverka dess utdelningspolicy. Vidare menar Miller och Modiglianis (1961) att det finns en risk att bolag tappar tillväxtkraft om vinsten delas ut till aktieägarna istället för att återinvesteras i långsiktigt lönsamma investeringar. Minskad tillväxtkraft är dåligt för de långsiktiga investerarna och därför bör aktiebolag inte ge utdelning av vinsten, utan alltid återinvestera likviderna i bolaget. Har bolaget däremot utdelning kan den användas som en signalering om bolagets framtidsutsikter.

#### 2.1.2 Signaleringsteorin

Antagandet att aktieägare och bolagsledning har tillgång till samma information görs ofta för att förenkla verkligheten, bland annat av Miller och Modiglianis (1961). Det är dock rimligt att anta att ledningen besitter mer kunskap om bolaget och därmed har bättre möjligheter att värdera bolagets resurser (Bhattacharya, 1979). Om detta antagande är sant speglar inte marknadsvärdet bolagets sanna värde. För att minska på informationsasymmetrin mellan aktieägare och bolagsledning kan utdelningar enligt signaleringsteorin fungera som en lämplig metod. Genom att höja, sänka eller låta utdelningen vara oförändrad signalerar bolagsledningen till aktieägarna om hur de tror bolagets framtida förutsättningar ser ut (Miller & Modiglianis, 1961). En höjning skulle kunna indikera att ledningen ser ljus på framtiden medan en minskning skulle skicka en negativ signal, vilket bolagsledningen försöker undvika, i enlighet med smooth dividends (Lintner, 1956).

Bhattacharya (1979) menar att en sänkning av utdelningen inte alltid behöver innebära en mörkare framtid för bolaget utan istället bero på investeringar som förväntas ge avkastning över tid. Denna signal om sänkt utdelning kan dock vid första anblick uppfattas som negativt av aktieägarna. Att utdelningen styr kursen så tydligt kan i sin tur utnyttjas av ledningen som vet att de kan manipulera aktiekursen genom utdelningen. Om ledningen agerar kortsiktigt med huvudsakligt mål att höja aktiekursen kan en ökad utdelning prioriteras framför

lönsamma investeringar. Det skulle kortsiktigt påverka aktiekursen positivt men i längden bolagets lönsamhet negativt och därmed också aktiekursen negativt (Bhattacharya, 1979). Det kan vara svårt att särskilja falska signaler från sanna då bolag som inte är lönsamma ändå kan besluta att inte sänka sin utdelning i rädsla av att tappa aktieägare och marknadsvärde. Enligt Majluf och Mayers (1984) pecking order theory är det dock för kostsamt för bolag att skicka ut signaler via utdelningen och därför bör risken för att detta sker vara låg (Majluf & Mayers, 1984).

### 2.1.3 Behavioural finance

Behavioural finance är enligt Shefrin (2002) en teori som har sin grund inom flera akademiska områden, såsom psykologi, beteendevetenskap och finansiella teorier. Förespråkare för denna teori kritiserar klassiska teorier, som till exempel Famas (1969) effektiva marknadshypotes, och menar att långt ifrån alla investerare agerar rationellt och på egen hand. Teorin menar att investerare påverkas av känslor och trender och att de inte alltid använder statistiska analysverktyg vid beslut om aktieköp. Inom behavioural finance har flera beteenden identifierats och ett exempel är över- och underreaktion. Över- och underreaktion innebär att investerare på marknaden tenderar att bli optimistiska vid uppgång och positiva nyheter men pessimistiska vid nedgång. Köp eller försäljning av aktier sker då utan hänsyn till historisk data eller en helhetsbild av situationen. På grund av detta sker kraftiga över- eller underreaktioner efter relativt små nyheter. (Shefrin, 2002)

Med utgångspunkt i signaleringsteorin och behavioural finance har följande hypoteser härletts:

*Hypotes 1: I samband med tillkännagivandet av en sänkt utdelning förekommer en negativ abnormal avkastning.*

*Nollhypotes 1: I samband med tillkännagivandet av en sänkt utdelning förekommer ingen negativ abnormal avkastning.*

*Hypotes 2: I samband med tillkännagivandet av en höjd utdelning förekommer en positiv abnormal avkastning.*

*Nollhypotes 2: I samband med tillkännagivandet av en höjd utdelning förekommer ingen positiv abnormal avkastning.*

### 2.1.4 Smooth dividends

Lintner (1956) konstaterar att aktieägare är konservativa i sitt tänkande och därför föredrar en stabil utdelningstakt som förväntas växa med åren. Aktiebolag tenderar därför att bibehålla eller till och med öka utdelningsnivån oavsett om det finns vinst att tillgå eller inte. Även i de fall vinsten är ovanligt stor undviker bolag att öka utdelningen för mycket för att inte ge falska förhoppningar om framtida utdelningars nivåer. Har bolaget genererat ett dåligt resultat används sparade kapital från tidigare års vinster för att behålla utdelningarna på jämna nivåer och inte riskera att tappa förtroende hos aktieägarna (Lintner, 1956). Detta är delvis i linje med vad Black (1976) lyfter i sin berömda artikel "The dividend puzzle". Black beskriver i artikeln att dåliga nyheter om bolag gärna fördröjs då de kan uppfattas som negativa framtidsutsikter av investerare. Om utdelningsnivån inte varierar utan håller sig stabil minskar den oro och spekulation som finns gällande utdelningspolicyn (Black, 1976).

Baserat på teorin smooth dividends och den fortsatta trenden på marknaden med högre utdelning enligt Gustafsson (2019) har följande hypotes tagits fram:

*Hypotes 3: I samband med tillkännagivandet av en oförändrad utdelning förekommer en negativ abnormal avkastning.*

*Nollhypotes 3: I samband med tillkännagivandet av en oförändrad utdelning förekommer ingen negativ abnormal avkastning.*

## 2.2 Tidigare forskning

Below och Johnson (1996) undersökte den amerikanska aktiemarknadens reaktion vid tillkännagivande av förändrad utdelning med fokus på marknads tillstånd. De jämförde reaktionerna under perioder som kännetecknats av bear eller bull marknad för att se om den abnormala avkastning skiljde sig åt. Deras hypotes var att investerarens förväntningar på utdelning påverkas av marknads tillstånd och därför den abnormala avkastningen. Forskarna konstaterade att hypotesen var korrekt och att avkastningen påverkades som mest då informationen om utdelning gick mot marknaden. Det vill säga om ett bolag exempelvis sänkte sin utdelning i en bull marknad, med en positiv trend, eller om höjde sin utdelning i en bear marknad, med en negativ trend. Studien stärker därmed signaleringsteorin då informationsinnehållet i tillkännagivande av utdelning har en signifikant påverkan på börsvärdet.

I en studie av Brav et al. (2005) undersöktes hur finanschefer ser på utdelning och återköp av aktier samt vilka bakomliggande drivkrafter som finns i valet att använda det ena eller det andra. Studien utfördes genom en enkätundersökning på 384 finanschefer vilka kompletterats med 23 djupintervjuer. Resultatet visade att både en bibehållande jämn utdelningsnivå och investeringsbeslut anses viktigt för cheferna. I enlighet med Lintner (1956) forskning finner Brav et al. (2005) en koppling mellan framtida vinster och utdelning. Detta samband har dock minskat i och med att chefer i högre grad föredrar återköp framför traditionell utdelning då investerare tenderar vara mer öppna för fluktuationer i denna. Resultatet av studien visar även att finanschefer har väldigt liten tro på signaleringsteorin.

Dong et al. (2005) valde att inte undersöka ledningens åsikter om utdelning, utan fokuserade istället på investerarens perspektiv. Studien besvarades av 555 investerare från Nederländerna vilka antingen var befintliga aktieägare eller nyligen hade avyttrat sina aktier. Resultatet visade att investerarnas efterfrågan på utdelning var hög och om inte kontant utdelning var ett alternativ föredrog de utdelning av aktier jämfört med en utebliven utdelning. Detta visar att investerare inte är neutrala gentemot utdelningspolicyn. Forskarna visade att en av anledningarna till att investerare värdesätter utdelning är att kostnaden för att realisera vinsten genom utdelning är lägre än transaktionskostnader vid försäljning. Vidare bekräftar studiens resultat signaleringsteorin men finner inte mycket stöd i teorier kopplade till behavioral finance.

På senare år har bland annat Dasilas och Leventis (2011) och Draganac (2017) genomfört studier på marknads reaktion vid tillkännagivande av utdelningar på den grekiska respektive Serbiska marknaden. Dasilas och Leventis (2011) forskning visar att det skapas en abnormal avkastning vid tillkännagivande av höjning eller sänkning av bolagets utdelning

i linje med signaleringsteorin. Draganac (2017) genomförde en experimentell studie i syfte att utröna om det sker överreaktioner på marknaden vid stora utdelningsförändringar. Resultatet verifierar detta vilket innebär att den marknaden är ineffektiv. I övriga världsdelar har Suwana (2012) undersökt den thailändska marknaden och Khanal och Mishra (2017) den amerikanska vilka drar liknande slutsatser som Dasilas och Leventis (2011). Värt att notera är att undersökningen på den amerikanska marknaden visade på en minskad abnormal avkastning jämfört med tidigare studier på samma marknad.

Det finns ett begränsat antal tidigare studier som undersökt den svenska aktiemarknaden. Eppen och Trapp (1992) studerade om det fanns en abnormal avkastning på bokslutsdagen för bolag som visade ett ökat rörelseresultat och samtidigt höjde utdelningen. I undersökningen kontrollerades även motsatt effekt, det vill säga om bolag rapporterade minskat rörelseresultat och minskad utdelning. Eppen och Trapp (1992) kunde inte påvisa någon abnormal avkastning och därmed inte heller ge stöd till signaleringsteori under den senare hälften av 1980-talet. Ett par år senare genomförde Alkeback (1997) en liknande studie men med ett annat resultat. Alkeback visade på ett positivt samband mellan ökad utdelning och positiv abnormal avkastning. Däremot fanns inga tecken på att storleken på ökningen av utdelningen hade någon effekt på avkastningen, det viktiga för marknaden verkade vara att utdelningen ökade. Alkeback fann dock ett signifikant samband mellan andelen minskad utdelning och negativ avkastning på aktien vilket betyder att storleken på minskningen av utdelningen har betydelse.

Utifrån Alkebacks (1997) resultat härleds följande två hypoteser:

*Hypotes 4: Storleken på den sänkta utdelningen påverkar den abnormala avkastningen.*  
*Nollhypotes 4: Storleken på den sänkta utdelningen har ingen påverkan på den abnormala avkastningen.*

*Hypotes 5: Storleken på den höjda utdelningen har ingen påverkan på den abnormala avkastningen.*

*Nollhypotes 5: Storleken på den höjda utdelningen påverkar den abnormala avkastningen.*

Åkerlund (2009) undersökte i sin magisteruppsats hur den svenska aktiemarknaden reagerade vid tillkännagivande av utdelning under finanskrisåret 2009. Resultatet visade att marknaden i tider av finansiell kris inte reagerar som förväntat och i enlighet med de teorier som finns inom området. Åkerlund fann ingen signifikant abnormal avkastning vid tillkännagivandet av ökad eller minskad utdelning men att marknaden lyckades prissätta aktierna på ett effektivt sätt enligt Miller och Modigliani (1961). Sammantaget visar de studier som genomförts på den svenska marknaden att det historiskt sett finns tendenser att marknaden agerat effektivt och i enlighet med signaleringsteorin, men inte i samma utsträckning som på utländska marknader.

### 3. Metod

---

*Avsnittet innehåller en beskrivning och motivering av den aktuella studies ansats, metodval och tillvägagångssätt som ligger till grund för insamling av data samt resultatsammanställning och analys.*

---

#### 3.1 Inledning

Det går att studera verkliga händelser utifrån ett hermeneutisk eller positivistiskt synsätt. Ett hermeneutiskt synsätt fokuserar på tolkning och förståelse medan ett positivistiskt synsätt fokuserar på data och kunskap (Creswell & Creswell, 2018). Eftersom den aktuella studien avser studera data som inte kräver en filosofisk tolkning tillämpas ett positivistiskt synsätt. Positivismen har sin utgångspunkt i naturvetenskapliga metoder och har tre generella angreppssätt vilka en forskningsstudie kan utgå ifrån, nämligen fenomenalistiskt, deduktivt eller induktivt. Fenomenalism har sin kärna i tolkningar av mentala fenomen (Esaiasson et al. 2017). Det induktiva angreppssättet utgår från kvalitativa empiriska observationer som lägger grunden för skapandet och formandet av nya teorier och kunskaper (Esaiasson et al. 2017). Är syftet med studien att istället kritiskt testa och kontrollera befintlig kunskap och teori är en kvantitativ deduktiv ansats att föredra (Creswell & Creswell, 2018). I den aktuella studien utgår forskningsfrågan från befintlig forskning och erkända teorier, något som gör valet av en deduktiv ansats lämplig då kvantitativ sekundärdata i form av siffror och observationer studeras.

Sekundärdata kan med fördel användas då det finns behov av att en större mängd data ska analyseras. Det anses i många fall vara av högre kvalitet än insamlad primärdata (Saunders et al. 2012). En negativ aspekt som forskare bör ta hänsyn till om inte primärdata används är att den inte nödvändigtvis skapades i samma syfte som den aktuella forskningsstudien och kan därför vara missvisande. Författarna anser dock att all sekundärdata i den aktuella studien går att koppla till dess syfte på ett tillförlitligt sätt vilket höjer validiteten. I kommande avsnitt beskrivs valet av eventstudie som metod.

#### 3.2 Eventstudie

Eventstudie är en beprövad och erkänd forskningsmetod med lång historia inom området finansiering. Redan på 1930-talet studerade James Dolley (1933) prisförändringar orsakade av aktiesplittar. Det är först flera år senare i och med Ball och Brown (1968) och Fama et al. (1969) forskning som den avgörande strukturen definieras inom området och lägger grunden för hur forskningsmetoden används idag (MacKinlay, 1997). Med deras forskning som utgångspunkt och med stöd från senare kompletterande studier har MacKinlay (1997) sammanställt en tydlig struktur för hur forskningsmetoden tillämpas och används än idag, se Corrado (2011), Suwannaa (2012), Khanal och Mishra (2017).

MacKinlay (1997) beskriver att det huvudsakliga syftet med en eventstudie är att mäta den abnormala avkastningen vid en specifik händelse. Informationen om ett event sprids till allmänheten genom till exempel årsrapporter eller pressmeddelande (MacKinlay, 1997). Grundläggande för en eventstudie är antagandet om att marknaden är effektiv i enlighet med den effektiva marknadshypotesen (Malkiel & Fama, 1970). Eftersom den aktuella studien

avser att undersöka hur marknaden reagerar i samband med information om kommande aktieutdelning, oavsett förändring eller ej, är en eventstudie en lämplig metod att tillämpa. I en eventstudie beräknas en förväntad normal avkastning baserat på en estimeringsperiod innan eventet som jämförs med den faktiska avkastningen under det specifika eventet. På så sätt kan hypoteserna prövas, analyseras och leda fram till slutsatser rörande abnormal avkastning (MacKinlay, 1997).

Det finns ingen exakt mall på hur en eventstudie ska genomföras men enligt MacKinlay (1997) och Campbell et al. (1997) finns det ett antal riktlinjer eller steg som bör följas.

1. Definiera eventet, bestäm vad det är som ska undersökas och ställ hypoteser (se 3.2.1)
2. Välj estimeringsperiod (se 3.2.2)
3. Gör ett urval, bestäm kriterier för de bolag som ska undersökas (se 3.2.3)
4. Metod för att pröva hypoteser (se 3.2.5)
5. Beräkning av normal och abnormal avkastning (se 3.2.5)
6. Empiriskt resultat (se kapitel 4)
7. Analysera och ta fram slutsatser (se kapitel 5 & 6)

### **3.2.1 Definiera event**

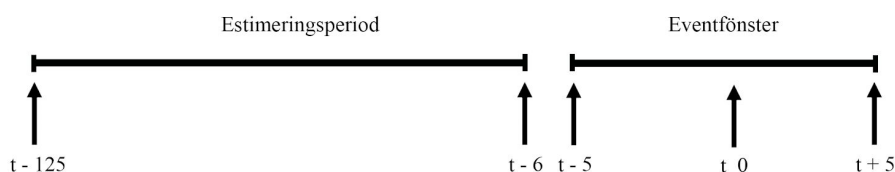
Första steget i eventstudier är att definiera eventet. I den aktuella studien definieras eventet som den dag då bolagen tillkännager sina förslag om utdelning till allmänheten. Eventet har ett så kallat eventfönster som sträcker sig fem dagar innan och fem dagar efter tillkännagivande som benämns som dag noll. Tillkännagivande av utdelningen kommuniceras i samband med att årsrapporten släpps. Att några dagar innan och några dagar efter räknas med är normalt enligt MacKinlay (1997) då kursen inte alltid påverkas just på dagen av tillkännagivandet. Det är möjligt att marknaden kan få viss information innan det faktiska tillkännagivandet vilket gör det viktigt att undersöka den faktiska avkastningen även dagarna innan. Det är också av intresse att ta med de efterföljande dagarna då det är möjligt att marknaden överreagerar eller inte tar till sig informationen direkt (Campbell et al. 1997; MacKinlay, 1997). Eventfönstret sträcker sig alltså totalt över elva dagar vilka är dagar som kommer jämföras mot den normala avkastningen.

För att se om förändringen i aktiepriset är beständig över tid kan en längre period efter eventet studeras. I den aktuella studien undersöks dock endast den förändring som sker i samband med tillkännagivandet av två anledningar. Att det är den omedelbara påverkan på aktiekursen som är av intresse för att besvara studiens frågeställning och att det korta eventfönstret används för att minimera chansen att annan information släpps som kan påverka aktiekursen.

### **3.2.2 Estimeringsperiod**

För att räkna ut förväntad normal avkastning används en estimeringsperiod innan eventet. På så sätt påverkar inte eventet den beräknade normala förväntade avkastningen (Campbell et al. 1997; MacKinlay, 1997). I den aktuella studien sätts estimeringsperioden likt Campbell et al. (1997) förslag till 120 dagar innan eventet (dag -125 till -6).





Figur 1. Illustration av estimeringsperiod och eventfönster

### 3.2.3 Urval

Populationen kan definieras som alla objekt inom den undersökta kategorin (Denscombe 2014). Då den aktuella studien avgränsar sig till Nasdaq OMX Stockholm bestäms detta som populationen. Urvalet definieras som storbolagslistan på Stockholmsbörsen, Large Cap. Denna har valts då likviditeten i aktierna på Large Cap generellt är större än i listorna Mid- och Small Cap, vilket innebär att aktiepriset justeras snabbare vid olika tillkännagivanden. Priset på dessa bolag kommer alltså vara mer rättvisande än på aktier med lägre likviditet då de tenderar vara mer volatila. Ytterligare motivering är att bolag på Large Cap har störst börsvärde på Stockholmsbörsen samt att den största delen utdelningar sker på denna lista. Detta går att koppla till ett bolags livscykel som handlar om att det främst är mognare bolag som ger utdelning (DeAngelo et al. 2006).

Studien tar inte hänsyn till om aktiebolagen är noterade på fler marknadsplatser än Stockholmsbörsen. I de fall bolagen har olika aktieslag, till exempel A- och B-aktier, har data hämtats från den aktie som handlas mest frekvent. På Large Cap listan enligt Nasdaq Nordic (2019) fanns det per den 2019-04-12 98 stycken olika aktiebolag. Fyra av dessa bolag har börsnoterats för mindre än ett år sedan och anses därför inte vara etablerade nog för att ingå i undersökningen. Detta för att nyligen börsnoterade bolag kan vara volatila och därför svåra att prissätta korrekt. Ett bolag hade vid tiden för datainsamlingen ännu inte tillkännagett årets utdelning och två bolag hade ingen utdelning varken år 2018 eller år 2019 och uppfyllde därmed inte kriterierna för att ingå i studien. Studien ämnade även undersöka de aktiebolag som helt dragit in utdelningen eller initierat den. Av de kvarvarande 91 bolagen var det dock endast två bolag som ingick i dessa två kategorier. I och med det låga antalet observationer blir det resultatet inte generaliserbart varför dessa kategorier inte inkluderas i studien.

På den svenska marknaden tillkännages utdelningen i samband med årsrapporten och dess lönsamhetsmått (joint announcement). Detta gör att det vid det tillfället finns fler viktiga nyckeltal för investerare att ta till sig vilket kan störa den påverkan utdelningen har på aktiekursen. För att isolera effekten av utdelningsförändringen har studiens 89 stycken undersökta bolagen först delats in i tre olika portföljer (kategorier) baserat på om utdelningen har höjts, sänkts, eller lämnats oförändrad. För att även undersöka om en hög ökning/minskning av utdelningen har en större effekt än en låg ökning/minskning används två delpportföljer för portföljerna med sänkt utdelning och höjd utdelning.

### 3.2.4 Datainsamling

För att samla information till studien har flertalet databaser använts. Vetenskapligt grundläggande teorier och kompletterande ny forskning har insamlats genom databaserna Google Scholar och Södertörns högskolas SöderScholar. För att få fram mer teknisk data i form av till exempel historiska aktiekurser och kommande utdelningar har Nasdaq Nordic (2019) och Avanza (2019b) använts. Då kompletterande eller bekräftande information behövs har insamlingen skett från de utvalda bolagens årsrapporter baserat på år 2018 där information om utdelningar år 2019 tillkännagetts.

### 3.2.5 Beräkning av normal och abnormal avkastning

I studien används beräkningar som baseras på MacKinlays (1997) artikel ”Event Studies in Economics and Finance”. För att pröva hypotesen används ett tvåsidigt hypotestest där den genomsnittliga abnormala avkastning för varje enskild eventdag tas fram samt den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastning för den valda perioden om 11 dagar. För att kunna dra slutsatser om statistisk signifikans genomförs ett t-test. Nedan följer en kort beskrivningen av de formler som används för att ta fram de siffror som ligger till grund för analysen.

#### Normal avkastning ( $\hat{R}$ )

För att dra slutsatser om abnormal (avvikande) avkastning är första steget att ta fram den förväntade normala avkastningen. Den förväntade avkastningen kan beräknas på olika sätt med hjälp av statistiska eller ekonomiska modeller. Som ekonomisk modell är capital asset pricing model (CAPM) ett alternativ som tillämpats inom eventstudier men som kritiserats för att ge en snedvriden förväntad avkastning. Ett exempel på en i sammanhanget simpel statistisk modell som kan tillämpas i eventstudier är constant mean return model som använder en genomsnittlig historisk avkastning för att ta fram den förväntade avkastningen (MacKinlay, 1997). En annan modell som används då tillgången till data är begränsad är den så kallade market-adjusted return model som inte har en estimeringsperiod innan eventfönstret. Modellen kan exempelvis användas vid IPO:s där ett beta-värde inte kan tas fram. Istället används avkastningen på marknadsportföljen på den specifika dagen som ska undersökas som förväntad avkastning. I den aktuella studien används dock en fjärde modell, market model, som beskrivs av MacKinlay (1997) som en bättre modell då nödvändig data finns tillgänglig samt som en potentiell förbättring i jämförelse mot constant mean return model. Modellen har en bred tillämpbarhet inom området och tar hänsyn till avkastningen på marknadsportföljen, i detta fall OMXSPI, såväl som den systematiska risken. OMXSPI har valts i och med att det är ett prisindex som väger samman värdet på alla aktier som är noterade på Stockholmsbörsen och representerar den population som studeras. Formeln för market model ser ut enligt följande (MacKinlay, 1997):

$$\hat{R}_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it}$$

$\hat{R}$  = förväntad avkastning

i = specifik aktie

t = tidsperiod

$\alpha$  = osystematisk risk

$\beta$  = systematisk risk

$R_{mt}$  = avkastning på marknadsportföljen

$\epsilon_{it}$  = felvariabel (antas vara noll)

### Beräkning av beta ( $\beta_i$ )

$$\beta_i = (\text{Cov}(R_i, R_m)) / (\sigma^2(R_m))$$

### Abnormal avkastning ( $r_{it}$ )

Den abnormala avkastningen (residualen)  $r_{it}$  är differensen mellan den faktiska avkastningen för den bestämda tidsperioden och den förväntade normala avkastningen för respektive bolag. Formeln ser ut enligt följande (MacKinlay, 1997):

$$r_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it}$$

### Genomsnittlig abnormal avkastning ( $AR_t$ )

Nästa steg är att beräkna den genomsnittliga abnormala avkastningen för respektive dag och portfölj. Det görs genom att summera alla bolags abnormala avkastning dag för dag i respektive portfölj och dividera med antalet bolag. På så sätt kan effekter från enskilda bolag elimineras vilket gör det lättare att dra slutsatser om populationen. Formeln ser ut enligt följande (MacKinlay, 1997):

$$AR_t = \frac{\sum r_{it}}{N}$$

N = antal observerade bolag

### Genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning (CAR)

Sista steget är att räkna ut den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen för alla bolag under hela eventfönstret i respektive portfölj. Syftet är att undersöka om den abnormala avkastningen är beständig under hela valda perioden. Formeln ser ut enligt följande (MacKinlay, 1997):

$$CAR = \sum AR_t$$

### T-test

För att testa hypoteserna och undersöka om den abnormala avkastningen är signifikant skild från noll genomförs ett tvåsidigt t-test (MacKinlay, 1997). I studien används signifikansnivåerna ett, fem och tio procent som kritiska värden. Först beräknas standardavvikelsen för varje enskild aktie i relation till jämförelseindex för estimeringsperioden. Efter det beräknas medelvärdet av standardavvikelsen för respektive portfölj och sätts in i formeln tillsammans med respektive värde för  $AR_t$  och CAR för att på så sätt ta fram t-värdet (Campbell et al. 1997):

$$\frac{AR_t}{\hat{S}(AR)} = t$$
$$\hat{S}(AR_t) = \sqrt{\frac{\sum^n (AR_t - \overline{AR})^2}{n-1}}$$

n = antal event

Standardavvikelsen för CAR beräknas på samma sätt som för  $AR_t$ :

$$\frac{CAR}{\hat{S}(CAR)} = t$$

### 3.3 Validitet och reliabilitet

Validitet handlar om att den data som mäts är relevant och verkligen berör studiens syfte (Denscombe, 2016). Det finns fler aspekter än enbart ett tillkännagivande av en utdelning som påverkar en aktiekurs. I Sverige tillkännages utdelningens storlek i samband med årsrapporten, som innehåller resultat och övrig finansiell information som kan vara intressant för en investerare. För att försöka eliminera dessa aspekter och minska påverkan från enskilda händelser samt öka generaliserbarheten har bolagen delats in i olika portföljer, baserade på just förändring i utdelningen. Precis som flera tidigare eventstudier tillämpas ett relativt kort eventfönster i denna undersökning. Användandet av ett längre eventfönster öppnar upp möjligheten för påverkan av andra aspekter och vid ett kortare ökar risken att missa marknadsreaktioner kopplat till det specifika eventet.

För att uppnå en hög reliabilitet ska studien vara tillförlitlig, generaliserbar och replikerbar. Det vill säga om den aktuella studien genomförs en gång till, med samma tillvägagångssätt och population ska resultatet bli lika (Denscombe, 2016). Då den aktuella studien har sin utgångspunkt i tidigare forskning som använts sig av eventstudier som metod och har liknande urvalskriterium stärks tillförlitligheten och replikerbarheten. För att minska risken för mänskliga fel och öka den interna reliabiliteten har all insamlad sekundärdata i form av siffror och uträkningar sammanställts i Microsoft Excel dokument där automatiska formler använts. Den använda sekundärdata är dessutom tillgänglig för allmänheten vilket också påverkar reliabiliteten positivt. I den aktuella studien har relativt få parametrar undersökt, vilket också minskar risken till feltolkning. Dessa parametrar anses stabila och korrekta då de kommer från finansiella rapporter och databaser, vilka inte kommer ändras med tiden.

### 3.4 Metodkritik

Att beräkna abnormala avkastning innebär en jämförelse med en referens som kan betraktas som normalfallet. Vilken referens som tillämpas är inte alltid ett självklart val och beroende på vilken referens som används kan utfallet variera. Den aktuella studien har likt Fama och French (2000) och Lee et al. (2005) valt att tillämpa index likt OMXSPI som referens. Att använda sig av liknande index som tidigare studier höjer trovärdigheten av användandet. Detta val är trots detta en av metodens känsligaste punkter. Eftersom studiens avsikt är att få en generell bild av Stockholmsbörsens utdelande bolag har aspekten att bolagen har olika marknadsvärde inte vägts in. För att återspegla populationen hade det varit önskvärt med ett slumpmässigt urval. En nackdel med det hade dock varit att flera mindre bolag, räknat till börsvärde och aktielikviditet, inkluderats. Bolag med en lägre aktielikviditet kan vara svårare att prissätta och ha större svängningar, vilket kan försämra trovärdigheten i resultatet.

### 3.5 Källkritik

Enligt Thurén (2013) finns det fyra källkritiska principer att utgå från för att kontrollera om en källa är trovärdig, nämligen *äkthet*, *tidssamband*, *oberoende* samt *tendensfrihet*. Äkthet och tendensfrihet är till för att säkerhetsställa att källan är den person som hen utger sig för att vara och ifall källan har en egen vinning att publicera missvisande information. Till den aktuella studien har vetenskapligt granskade artiklar använts som grund för teoriavsnittet och framtagandet av hypoteser, som vid enstaka behov kompletteras med böcker och

avhandlingar. Genom användandet av erkända artiklar från övriga forskare ökar sannolikheten att källan är äkta och trovärdig. Gällande principen tidssamband beskriver Thurén (2013) att tvivel kan uppstå om en källas relevans ju längre tidsspann det är mellan en händelse och användandet av källan. Sista principen som benämns av Thurén (2013) som oberoende är vikten av att en källa kan stå för sig själv, det vill säga att den inte är refererad i flera led som öppnar upp för olika tolkningar. Eftersom eftersträvan att använda ursprungskällor varit högt prioriterat härstammar de teorier som använts inom det valda problemområdet så långt tillbaka i tiden som till 1950-talet. För att det ska vara aktuellt att använda dessa teorier än idag har det vid behov kompletteras med modernare forskares utvecklade teorier och resultat av senare studier.

## 4. Empiri

I denna del av uppsatsen redovisas det sammanställda resultatet. Resultat är framställt på ett objektivt sätt med hjälp av diagram och tabeller som sedan analyseras i nästkommande del av uppsatsen.

Stockholmsbörsens Large Cap lista bestod vid tidpunkten för undersökningen av 98 bolag varav 92 av dessa har utdelning till sina aktieägare. Studien undersöker 89 av dessa bolag varav 15 stycken valde att sänka sin utdelning jämfört med föregående år, tolv stycken valde att bibehålla samma utdelning och 62 stycken valde att öka sin utdelning. Utdelningsförändringen varierade mellan en höjning på 153 procent till en sänkning på 75 procent och medelförändringen för samtliga bolag hamnade på positiva fem procent.

Tabell 1 - Utdelningsförändring

Kategori	Sänkt	Oförändrad	Höjd	Samtliga
Antal bolag	15	12	62	89
Högsta förändring	-75%	0%	153%	-
Lägsta förändring	-5%	0%	2%	-
Medelförändring	-37%	0%	16%	5%
Median	-42%	0%	10%	7%

Cirka 64 procent av bolagen som sänkt sin utdelning hade redovisat en lägre vinst jämfört med föregående år eller ett förlustresultat. Av de bolag som inte förändrade sin utdelning hade hälften en högre vinst och hälften en lägre vinst jämfört med föregående år. Av de bolag som valt att höja sin utdelning hade tre av fyra redovisat en vinstökning jämfört med föregående år.

### 4.1 ART och CAR

Nedan illustreras resultatet av den genomsnittliga abnormala avkastningen dag för dag (ART) och den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen (CAR) för de tre portföljerna: höjd, oförändrad och sänkt utdelning. De värden som efter genomfört t-test är statistiskt säkerställda med tioprocentig signifikans märks med en stjärna (\*), femprocentig signifikans två stjärnor (\*\*) och enprocentig signifikans tre stjärnor (\*\*\*)

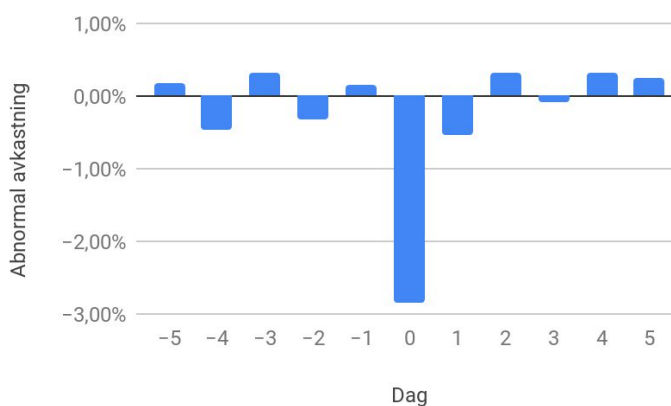
#### 4.1.1 Effekt av sänkt utdelning

Hypotes 1: I samband med tillkännagivandet av en sänkt utdelning förekommer en negativ abnormal avkastning.

Nollhypotes 1: I samband med tillkännagivandet av en sänkt utdelning förekommer ingen negativ abnormal avkastning.

Tabell 2 - Sänkt utdelning

Dag	ARt	CAR
-5	0,17%	0,17%
-4	-0,47%	-0,30%
-3	0,33%	0,03%
-2	-0,32%	-0,30%
-1	0,14%	-0,16%
<b>0</b>	<b>-2,86%*</b>	<b>-3,02%*</b>
1	-0,54%	-3,56%**
2	0,31%	-3,25%*
3	-0,09%	-3,34%**
4	0,31%	-3,04%*
5	0,24%	-2,80%*



Figur 2 - ARt sänkt utdelning

Tabell 2 och figur 2 visar att tillkännagivandet av sänkt utdelning har störst påverkan dag noll med ARt på -2,85 procent. Efterföljande dag förekommer även då en abnormal sänkning av aktievärdet men med en mindre procentuell förändring på 0,54 procent. Dagarna innan tillkännagivandet är resultatet något skiftande från dag till dag. Under dag två till fem pekar resultatet på en svag återhämtande trend i aktiekursen vilket illustreras i värdet på CAR. Det är dock inte tillräckligt stor återhämtning för CAR ska sjunka tillbaka till noll då CAR för dag fem är -2,8 procent.

Hypotes ett som säger att en sänkt utdelningen genererar en negativ abnormal avkastning kan genom t-testet bekräftas och säkerställas med ett 90 procent konfidensintervall för ARt och CAR dag noll. Följande dagar är ARt inte signifikant skild från noll medan CAR visar på fortsatt statistisk signifikans på en tio eller femprocentig nivå (se tabell 2).

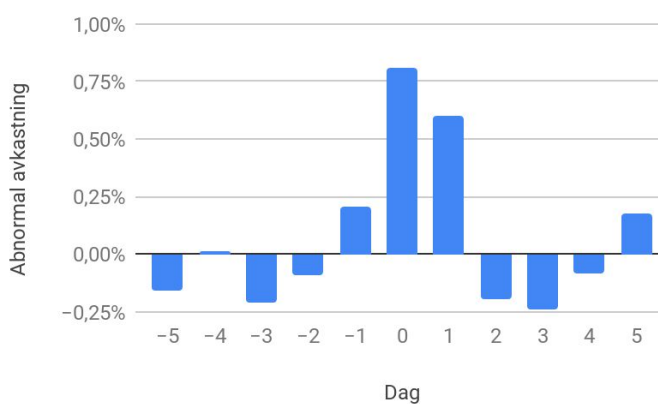
#### 4.1.2 Effekt av höjd utdelning

Hypotes 2: I samband med tillkännagivandet av en höjd utdelning förekommer en positiv abnormal avkastning.

Nollhypotes 2: I samband med tillkännagivandet av en höjd utdelning förekommer ingen positiv abnormal avkastning.

Tabell 3 - Höjd utdelning

Dag	ARt	CAR
-5	-0,16%	-0,16%
-4	0,02%	-0,14%
-3	-0,21%	-0,36%
-2	-0,09%	-0,45%
-1	0,21%	-0,24%
<b>0</b>	<b>0,81%</b>	<b>0,56%</b>
1	0,60%	1,16%
2	-0,20%	0,97%
3	-0,24%	0,73%
4	-0,08%	0,64%
5	0,17%	0,82%



Figur 3 - ARt höjd utdelning

I tabell 3 pekar resultatet på att ARt förändras mest dagen för tillkännagivande av utdelning samt dagen efter. Likt portföljen som innehåller bolag med sänkt utdelning förändras ARt i motsatt riktning dag två. CAR för dag fem är 0,82 procent vilket tyder på att den genomsnittliga positiva abnormala avkastningen är beständig över hela eventfönster trots sex dagar av negativ ARt. Den abnormal avkastning går dock inte att säkerställa statistiskt utan att riskera att förkasta nollhypotesen felaktigt. Hypotes två, att ökad utdelning genererar en positiv abnormal avkastning, kan alltså inte statistiskt säkerställas för någon dag inom eventfönstret med en signifikansnivå på tio procent.



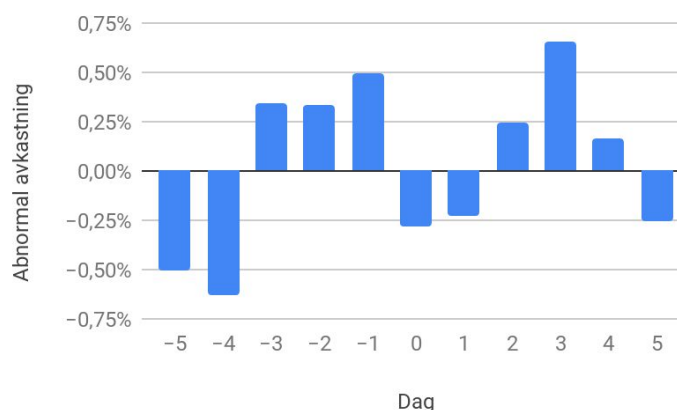
### 4.1.3 Effekt av oförändrad utdelning

*Hypotes 3: I samband med tillkännagivandet av en oförändrad utdelning förekommer en negativ abnormal avkastning.*

*Nollhypotes 3: I samband med tillkännagivandet av en oförändrad utdelning förekommer ingen negativ abnormal avkastning.*

Tabell 4 - Oförändrad utdelning

Dag	ARt	CAR
-5	-0,51%	-0,51%
-4	-0,63%	-1,14%
-3	0,34%	-0,80%
-2	0,33%	-0,47%
-1	0,49%	0,02%
<b>0</b>	<b>-0,28%</b>	<b>-0,26%</b>
1	-0,23%	-0,49%
2	0,24%	-0,25%
3	0,65%	0,40%
4	0,16%	0,56%
5	-0,26%	0,30%



Figur 4 - ARt oförändrad utdelning

Resultatet i portföljen innehållande bolag som inte ändrat utdelningen visar på en variation som är ihållande under hela eventfönstret. Trots att ARt skiljer sig från 0 med minst 0,23 procent varje dag visar CAR för dag fem att avkastningen endast varit positivt beständig över hela eventfönstret med 0,3 procent. På dagen för tillkännagivandet och dagen efter förekommer en negativ ARt men följande tre dagar pekar resultatet istället på en positiv förändring. Störst ARt visar sig vara fyra dagar innan och tre dagar efter tillkännagivandet, men med skilda reaktioner.

För denna portfölj kan hypotes tre inte säkerställas vid något värde på ARt eller CAR utan att riskera att felaktigt förkasta nollhypotesen. Inom eventfönstret förekommer alltså ingen abnormal avkastning som kan statistiskt säkerställas.

### 4.1.3 Effekt av hög eller låg utdelningsförändring

*Hypotes 4: Storleken på den sänkta utdelningen påverkar den abnormala avkastningen.  
Nollhypotes 4: Storleken på den sänkta utdelningen har ingen påverkan på den abnormala avkastningen.*

Tabell 5 - Sänkt utdelning över medel

Dag	ARt	CAR
-5	-0,14%	-0,14%
-4	-0,35%	-0,48%
-3	0,26%	-0,22%
-2	-0,73%	-0,95%
-1	0,28%	-0,67%
<b>0</b>	<b>-7,01%***</b>	<b>-7,69%***</b>
1	-1,79%	-9,48%***
2	1,23%	-8,25%***
3	-0,17%	-8,42%***
4	0,11%	-8,31%***
5	0,14%	-8,17%***

Tabell 6 - Sänkt utdelning under medel

Dag	ARt	CAR
-5	0,53%	0,53%
-4	-0,62%	-0,09%
-3	0,36%	0,27%
-2	0,03%	0,30%
-1	-0,07%	0,23%
<b>0</b>	<b>1,88%</b>	<b>2,12%</b>
1	0,89%	3,01%*
2	-0,64%	2,36%
3	-0,01%	2,36%
4	0,57%	2,93%
5	0,35%	3,28%*

I portföljen med bolag som sänkt sin utdelning var snittförändringen av utdelningen minus cirka 37 procent. Det var åtta bolag som hade en högre sänkning än snittförändringen och sju som hade en lägre. Resultatet för de bolag som haft en hög sänkning av utdelningen visar en negativ ARt och CAR dag noll som kan säkerställas med ett 99-procentigt konfidensintervall samt en fortsatt ihållande negativ CAR som är statistisk signifikant till samma nivå. Portföljen som innehåller bolag med lägre sänkning av utdelningen visar istället på en positiv CAR dag ett och fem med en tioprocentig signifikans. Resultatet visar alltså att storleken på den sänkta utdelningen har betydelse och därför behålls hypotes fyra.

*Hypotes 5: Storleken på den höjda utdelningen har ingen påverkan på den abnormala avkastningen.*

*Nollhypotes 5: Storleken på den höjda utdelningen påverkar den abnormala avkastningen.*

Tabell 7 - Höjd utdelning över medel

Dag	ARt	CAR
-5	-0,23%	-0,23%
-4	0,20%	-0,03%
-3	-0,50%	-0,53%
-2	-0,19%	-0,72%
-1	0,51%	-0,21%
<b>0</b>	<b>0,87%</b>	<b>0,66%</b>
1	0,57%	1,23%
2	-0,45%	0,78%
3	-0,10%	0,67%
4	0,01%	0,68%
5	0,24%	0,92%

Tabell 8 - Höjd utdelning under medel

Dag	ARt	CAR
-5	-0,13%	-0,13%
-4	-0,06%	-0,19%
-3	-0,10%	-0,29%
-2	-0,05%	-0,34%
-1	0,08%	-0,26%
<b>0</b>	<b>0,79%</b>	<b>0,53%</b>
1	0,61%	1,14%
2	-0,09%	1,04%
3	-0,30%	0,75%
4	-0,12%	0,63%
5	0,15%	0,78%

I portföljen med bolag som istället valt att höja sin utdelning var snittförändringen av utdelningen cirka 16 procent. Det var 18 bolag som hade en högre ökning än snittförändringen och 44 som hade en lägre. Resultatet visar att ARt för dag 0 för de båda delportföljerna var lika med en skillnad på 0,08 procentenheter. Båda portföljerna har även liknande utgående CAR. T-testet visar att inga av värdena i de två portföljerna är signifikant skilda från noll vilket betyder att ingen av dessa två portföljer ger en signifikant abnormal avkastning, därmed behålls hypotes fem.

## 5. Analys

---

*Avsnittet har sin utgångspunkt i teorier och tidigare forskning vilka knyts an till den empiriska undersökningen.*

---

Miller och Modiglianis (1961) menar i sin irrelevanteori att all vinst bör återinvesteras i värdeskapande investeringar. Trots detta har 94 procent av bolagen i den aktuella studien utdelning, vilket innebär att de motsätter sig Miller och Modiglianis teori och istället värdesätter aktieägarnas intresse av utdelningar. Hälften av bolagen som hade oförändrad utdelning hade också redovisat lägre vinst eller förlust jämför med föregående år. Av de bolag som höjt sin utdelning hade en fjärdedel redovisat lägre vinst från föregående år eller ett förlustresultat. Att bolagen agerar på detta sätt är tecken på smooth dividends då de strävar efter en jämn utdelningsnivå oavsett rörelseresultat, vilket också är vad Brav et al. (2005) konstaterar i sin forskning.

Resultatet visar att det endast går att statistiskt säkerställa den abnormala avkastning som förekommer vid tillkännagivande av sänkt utdelning. Den abnormala avkastningen är extra tydlig i den delportfölj innehållande bolag vars sänkningar är större än de genomsnittliga sänkningarna för eventet. Resultatet för dessa portföljer bekräftar därmed signaleringsteorin och att marknaden agerar effektivt då ingen överreaktion kan utläsas i enlighet med behavioural finance. Detta är i linje med Alkeback (1997) forskning som i sin studie på den svenska marknaden finner ett signifikant samband mellan andelen minskning av utdelning och negativ avkastning på aktien. Det resultatet skiljer sig dock från Eppen och Trapp (1992) studie som undersökte sambandet mellan ökad utdelning och ökad vinst på den svenska marknaden under 80-talet men inte fann någon abnormal avkastning. Åkerlund (2009) fann inte heller en signifikant abnormal avkastning vid sänkt utdelning. Att Åkerlund (2009) resultat skiljer sig från den aktuella studiens resultat skulle kunna förklaras av marknads tillstånd. Åkerlund (2009) studerade en marknad i kris medan den aktuella studien genomförts i en starkare ekonomisk fas (Danske Bank, 2019). Det går att koppla till Below och Johnssons (1996) studie där forskarna finner att marknads tillstånd, bull eller bear, påverkar den abnormala avkastningen.

Avsaknad av signifikant abnormal avkastning vid tillkännagivande av höjd utdelning går emot tidigare forskningsresultat genomförda på utländska marknader. Dasilas och Leventis (2011), Suwanna (2012), Khanal och Mishra (2017) finner alla en signifikant abnormal avkastning vilket alltså inte går i linje den aktuella studiens resultat. Däremot fann Eppen och Trapp (1992), Alkeback (1997) och Åkerlund (2009) inget signifikant samband att en positiv förändring av aktieutdelningen genererar en högre aktiekurs. Värt att nämna är att Alkeback (1997) dock fann tendenser till detta. Dessa resultat är i linje med den aktuella studiens resultat vid höjd utdelning. Därmed finns inget stöd för signaleringsteorin vid en ökad utdelning, vilket verkar vara genomgående för den svenska aktiemarknaden oavsett konjunkturläge. Det finns dock tecken på att en överreaktion har skett, enligt behavioural finance, då aktiekursen återhämtar sig dag två till fyra som tyder på att marknaden inte är effektiv (Shefrin, 2002; Draganac, 2017). Anledningen till marknads svaga reaktion kan bero på investerarnas efterfrågan på höga utdelningar (Dong et al. 2005; Gustafsson, 2019).

En höjning är därmed förväntad av marknaden och ingen signifikant abnormal avkastning skapas.

När utdelningen förblev oförändrad var reaktionen på aktiemarknaden varierande från dag till dag och ingen signifikant abnormal avkastning förekom. Hypotesen gällande oförändrad utdelning var att marknaden skulle reagera negativt på grund av den ökade trenden av bolagen att ha en konstant ökning av utdelningen, oavsett bolagets resultat. Att marknadsreaktionen var låg tyder på att om ett bolag väljer att behålla sin utdelningsnivå genererar det inte i att aktiepriset sjunker nämnvärt, vilket är den önskade effekten från bolagsstyrningen enligt smooth dividend.

De bolag som år 2019 sänkte sin utdelning mer än genomsnittet fick se sin aktiekurs minska med i snitt sju procent, vilket säkerställdes på en enprocentig signifikansnivå. Detta var ett väntat resultat och i linje med Alkebäck (1997) och signaleringsteorin. Vad som dock gav ett oväntat resultat var att bolag som gjorde en sänkning under genomsnittet istället fick ett ökat aktievärde (dock inte signifikant). Ett resultat som inte stämmer överens med signaleringsteorin.

Trots att hypotesen om sänkt utdelning säkerställs, och därmed bekräftar signaleringsteorin, kan resultatet från hypotes fyra tyda på att storleken har en betydelse. En förklaring till att det ger olika signaler skulle kunna kopplas till Bhattacharya (1979) som menar att en sänkning inte alltid innebär att det går dåligt för bolaget. Det kan istället motiveras av att investeringar prioriteras framför utdelning, vilket i längden gynnar investerarna och ökar möjligheten för ökade framtida utdelningar. Detta är dock inget som den aktuella studiens resultat kan säkerställa. Vid jämförelsen mellan bolag med en hög positiv utdelningsförändring och bolag med låg positiv förändring var det lite som skiljde. Detta resultat var i linje med Alkebäcks (1997) resultat att storleken på höjningen är irrelevant, det viktiga är att det sker en höjning.

## 6. Slutsatser

---

*I det avslutande avsnittet presenteras studiens slutsats för att besvara studiens syfte och problemformulering. Vidare lämnas också förslag framtida forskning inom ämnet.*

---

### 6.1 Slutsats

Studiens syfte var att undersöka om den svenska aktiemarknaden, i enlighet med signaleringsteorin, följer de signaler som bolagsledningen sänder ut genom sin utdelning. Utifrån studiens resultat konstateras att vid en negativ signal i form av sänkt utdelning genereras en negativ ART på en tioprocentig nivå och upp till en femprocentig nivå på CAR, där storleken på minskningen har betydelse. Ett stöd finns därmed för signaleringsteorin i denna portfölj. När utdelningen var oförändrad eller höjd kunde dock ingen signifikant reaktion på aktiekursen utläsas. Vid höjd utdelning ökade aktievärdet men inte till en signifikant nivå, där storleken på höjning inte hade betydelse. Att marknaden reagerar vagt innebär att det inte finns stöd för signaleringsteorin gällande höjd utdelning. Detta leder fram till följande slutsats:

- Den svenska aktiemarknaden följer signaleringsteorin vid sänkt utdelning men inte vid höjd.

En möjlig förklaring till detta är dagens höga förväntningar på utdelning. Investerare förväntar sig att den ska vara på en jämn nivå och helst av allt öka lite varje år. Det skulle kunna förklara att det inte blir en signifikant positiv reaktion på marknaden då utdelningen höjs. En sänkning uppfattas däremot negativt av marknaden vilket direkt återspeglas i att aktiepriset sjunker.

### 6.2 Förslag till framtida forskning

Utöver den aktuella studiens portföljer skulle det vara intressant att i framtida studier undersöka effekten av joint announcement för att se utdelningens påverkan i kombination med olika nyckeltal som påverkar investerare. Ett exempel är en portfölj som innehåller bolag som ökat utdelning kombinerat med ökad vinst och en portfölj med ökad utdelning och sänkt vinst. Respektive portföljer med sänkt utdelning sänkt/höjd vinst. Ytterligare ett alternativ är att dela portföljen baserat på andel utdelad vinst för att se hur stor påverkan det har på investerarna, ifall bolagen återinvesterar vinsten i företaget eller ej. Exempelvis portföljer med 0-33 procent utdelning, 33-66 procent utdelning, 66-99 procent samt de bolagen som delar ut hela vinsten eller mer. Vidare kan det vara intressant att jämföra olika aktielistor mot varandra för att undersöka om det finns en skillnad mellan stora och små bolag sett till omsättning. Det kan även vara intressant att göra en kvalitativ studie om investerares åsikter vid en sänkning av utdelning. Om investerare uppfattar en sänkning som en negativ signal om bolagets framtid, eller om det är själva sänkningen i sig som gör investerare missnöjda.

## Referenslista

### *Vetenskapliga artiklar*

- Ball, R. & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), ss. 159-178.
- Below, S. D., Johnson, K. H. (1996). An Analysis of Shareholder Reaction to Dividend Announcements in Bull and Bear Markets. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 9(3), ss. 15-26.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy and the bird in the hand. Q fallacy. *Bell Journal of Economics* 10, ss. 259-270.
- Black, F. (1976). The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2, ss. 5-8.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of financial economics*, 77(3), 483-527.
- Corrado, C. J. (2011). Event studies: *A methodology review*. *Accounting & Finance*, 51(1), ss. 207-234.
- Dasilas, A., & Leventis, S. (2011). Stock market reaction to dividend announcements: Evidence from the Greek stock market. *International Review of Economics & Finance*, 20(2), ss. 302-311.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial economics*, 81(2), ss. 227-254.
- Dolley, J.C. (1933). Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups. *Harvard Business Review*, 11, ss. 316-26.
- Dong, M., Robinson, C., & Veld, C. (2005). Why individual investors want dividends. *Journal of Corporate Finance*, 12(1), ss. 121-158.
- Draganac, D. (2017). Do dividend shocks excess returns? An experimental study. *Economic Annals*, 62(214), ss. 45-86.
- Fama, E.F., Fisher, L., Jensen, M.C. & Roll, R. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, 10(1), ss. 1-2.
- Fama, E.F. & French, K.R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), ss. 3-43.
- Franzén, T. (2016). Skapar kapitalmarknaden problem för ekonomin? *Penning- och valutapolitik*, (1), ss. 90-128.

- Graham, R., Dodd, P. (1951). *Security Analysis*. McGraw-Hill Book Company: New York.
- Gordon, M.J. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2) ss. 99-105.
- Khanal, A. R., & Mishra, A. K. (2017). Stock price reactions to stock dividend announcements: A case from a sluggish economic period. *The North American Journal of Economics and Finance*, 42, ss. 338-345.
- Lee, Y.G., Jung, S.C., Thornton, J. (2005). Long-term stock performance after open-market repurchases in Korea, *Global Finance Journal*, 16, ss. 191–209.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American economic review*, 46(2), ss. 97-113.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of economic literature*, 35(1), ss. 13-39.
- Majluf, N. S. & Myers, S. C. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), ss. 187-221.
- Malkiel, B. G., & Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The journal of Finance*, 25(2), ss. 383-417.
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), ss. 411-433.
- Miller, M.H., Rock, K., (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *Journal of Finance*, 40(4) ss. 1031-1051.
- Pettit, R. R. (1972). Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency. *The Journal of Finance*, 27(5), ss. 993-1007.
- Suwannaa, T. (2012). Impacts of Dividend Announcement on Stock Return. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 40, ss. 721-725.

### **Litterära källor**

- Alkeback, P., (1997). *Do Dividend Changes Really Signal? – Evidence from Sweden*. Företagsekonomiska Institutionen, Stockholms Universitet, Rapport nr. 1997:6.
- Campbell, J., Lo, A. & MacKinlay, A., (1997) *The econometrics of financial markets*. Princeton Univ. Press, Princeton, N.J.
- Creswell, J. & Creswell, D. (2018). *Research design*. Singapore: SAGE Publications.



- Denscombe, M. (2014). *The good research guide: for small-scale social research projects*. McGraw-Hill Education (UK).
- Eppens, F., Trapp, A. (1992) *Kursreaktioner på delårsrapporter och bokslutsbesked, Working Paper*, 1992:9, Handelshögskolan i Stockholm.
- Esaiasson, P., Gilljam, M., Oscarsson, H., & Wängnerud, L. (2017). *Metodpraktikan: Konsten att studera samhälle, individ och marknad*. Stockholm: Wolters Kluwer.
- Hillier, D., Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J & Jordan, B. (2016). *Corporate Finance: European Edition*. Mcgraw-hill Education - Europe.
- Saunders, M. Lewis, P. & Thornhill, A. (2012). *Research methods for business students: Elektronisk resurs*, Harlow: Pearson Education.
- Shefrin, H. (2002). *Beyond greed and fear: Understanding behavioral finance and the psychology of investing*. Oxford University Press on Demand.
- Thurén, T. (2013). *Källkritik*. Stockholm: Liber.

### Övriga källor

- Avanza (2019a). *Investeringsparkonto*.  
<https://www.avanza.se/konton-lan-prislista/konton/isk.html> [2019-05-12]
- Avanza (2019b). *Aktielistan*. <https://www.avanza.se/aktier/lista.html> [2019-04-12]
- Bränström, S.L. (2018). *Expertråd: Sälj H&M – ”De har tömt sin kassa”*.  
<https://www.svd.se/experternas-rad-salj-hm--de-har-tomt-sin-kassa> [2019-02-24]
- Bränström, S.L. (2019). *Modigt av H&M att behålla utdelningen*.  
<https://www.svd.se/modigt-av-hm-att-behalla-utdelningen#sida-2> [2019-04-12]
- Cloetta (2018). *Cloetta årsredovisning 2018*.  
<https://www.cloetta.com/sv/files/cloetta-cloettas-arsredovisning-2018-tillganglig-pa-webbsidan-190313.pdf> [2019-04-12]
- Danske bank (2019). *År 2019 lägger vi äntligen finanskrisen bakom oss*.  
[https://www.danskeinvest.se/w/show\\_download.hent\\_fra\\_arkiv?p\\_vId=quarterlyhou\\_sview\\_q1.2019\\_se.pdf](https://www.danskeinvest.se/w/show_download.hent_fra_arkiv?p_vId=quarterlyhou_sview_q1.2019_se.pdf) [2019-04-15]
- Gustafsson, A. (2019). *Aktier med högst utdelning och direktavkastning 2019*.  
<https://blogg.nordnet.se/aktier-utdelning/> [2019-04-29]
- Nasdaq Nordic (2019). *OMX Stockholm Large Cap PI*.

[http://www.nasdaqomxnordic.com/index/index\\_info?Instrument=SE0001775784](http://www.nasdaqomxnordic.com/index/index_info?Instrument=SE0001775784)  
[2019-04-12]

Petersson, U. (2017). *Börsens högutdelare lockar.*

<https://www.di.se/analys/ulf-petersson-borsens-hogutdelare-lockar/> [2019-04-12]

Petersson, U. (2019). *Börsbolagens utdelningsfixering är osund och löjlig.*

<https://www.di.se/nyheter/borsbolagens-utdelningsfixering-ar-osund-och-lojlig/>  
[2019-04-12]

Skatteverket (u.å.). *Investeringsparkonto.*

<https://www.skatteverket.se/privat/skatter/vardepapper/investeringsparkontoisk.4.5fc8c94513259a4ba1d800037851.html> [2019-04-10]

Svenska dagbladet (2019). *Rekordutdelning på börsen.*

<https://www.svd.se/rekordutdelning-pa-borsen--de-ar-ett-extremfal> [2019-05-22]

Åkerlund, J. 2009. *Vad signalerar ändringar i aktieutdelning? - undersökning av en marknad i kris.* Högskolan i Gävle.

## Bilagor

### Bilaga 1 - Bolagslista över urvalet

Bolagen från Stockholmsbörsen Large cap lista som ingår i undersökningen, fördelade efter utdelning.

Bolag	Utdelning 2018	Utdelning 2019	Förändring
<b>Sänkt utdelning</b>			
Ratos B	2	0,5	-75%
Lundin Mining Corporation	0,81	0,21	-74%
Attendo	1,27	0,6	-53%
NCC B	8	4	-50%
Autoliv SDB	21,53	11,55	-46%
Resurs Holding	3,45	1,95	-43%
Nobia	7	4	-43%
Elekta B	1,2	0,7	-42%
Hemfosa Fastigheter	4,7	3	-36%
Getinge B	1,5	1	-33%
Skanska B	8,25	6	-27%
SAAB B	5,08	4,5	-11%
Kindred Group	6,49	5,92	-9%
Atlas Copco B	6,84	6,3	-8%
Arion Banki SDB	0,41	0,39	-5%
<b>Oförändrad utdelning</b>			
Avanza Bank Holding	2,1	2,1	0%
Axfood	7	7	0%
BillerudKorsnäs	4,3	4,3	0%
Bonava B	5,2	5,2	0%
Ericsson B	1	1	0%
Essity B	5,75	5,75	0%
Hennes & Mauritz B	9,75	9,75	0%
Husqvarna B	2,25	2,25	0%
Intrum	9,5	9,5	0%
Kinnevik B	8,25	8,25	0%
NetEnt B	2,25	2,25	0%
Sv. Handelsbanken A	5,5	5,5	0%
<b>Höjd utdelning</b>			
Electrolux B	8,3	8,5	2%
Telia Company	2,3	2,36	3%
Millicom Int. Cellular SDB	23,61	24,42	3%
Holmen B	6,5	6,75	4%

SEB A	5,75	6	4%
ICA Gruppen	11	11,5	5%
Industrivärden C	5,5	5,75	5%
Klöver B	0,43	0,45	5%
Dometic Group	2,05	2,15	5%
Peab B	4	4,2	5%
Nordea Bank Abp	6,85	7,21	5%
Wallenstam B	1,8	1,9	6%
Trelleborg B	4,5	4,75	6%
Hufvudstaden A	3,5	3,7	6%
ASSA ABLOY B	3,3	3,5	6%
Lundbergföretagen B	3	3,2	7%
Pandox B	4,4	4,7	7%
Tieto Oyj	12,18	13,04	7%
Atrium Ljungberg B	4,5	4,85	8%
Boliden	8,1	8,75	8%
Investor B	12	13	8%
Ahlstrom-Munksjö Oyj	4,99	5,43	9%
Kungsliden	2,2	2,4	9%
JM	11	12	9%
SKF B	5,5	6	9%
Swedbank A	13	14,2	9%
ABB Ltd	6,81	7,44	9%
SWECO B	5	5,5	10%
Arjo B	0,5	0,55	10%
Securitas B	4	4,4	10%
Tele2 B	4	4,4	10%
Hexagon B	5,58	6,15	10%
Latour B	2,25	2,5	11%
Loomis B	9	10	11%
Sagax B	1,79	2	12%
Oriflame Holding	14,95	16,71	12%
Nolato B	12,5	14	12%
ÅF Pöyry B	4,45	5	12%
AAK	1,63	1,85	13%
Swedish Match	9,2	10,5	14%
Vitrolife	0,74	0,85	15%
Lifco B	4	4,6	15%
Castellum	5,3	6,1	15%
HEXPOL B	1,95	2,25	15%
SCA B	1,5	1,75	17%
Thule Group	6	7	17%
Alfa Laval	4,25	5	18%
Volvo B	4,25	5	18%

Fabege	2,25	2,65	18%
Wihlborgs Fastigheter	3,13	3,75	20%
Fenix Outdoor International B	10	12	20%
Indutrade	3,75	4,5	20%
Sandvik	3,5	4,25	21%
NIBE Industrier B	1,05	1,3	24%
Stora Enso R	4,2	5,27	25%
Bravida Holding	1,55	2	29%
Evolution Gaming Group	9,33	12,53	34%
Betsson B	2,84	3,89	37%
SSAB B	1	1,5	50%
Beijer Ref B	1,92	3	56%
AstraZeneca	14,97	25,38	70%
Lundin Petroleum	4	10,13	153%

## ***Bilaga 2 - Bolagslista över bortfall***

En lista på studiens bortfall och anledningen till bortfall.

<b>Bortfall</b>	
Epiroc B	IPO 2018-06-18
Nordic Entertainment Group B	IPO 2019-03-28
Nyfosa	IPO 2018-11-23
Veoneer SDB	IPO 2018-07-02
Addtech B	Ingen tillkännagiven utdelning
Fast. Balder B	Ingen utdelning 18/19
Swedish Orphan Biovitrum	Ingen utdelning 18/19
Modern Times Group B	Indragen utdelning
Munters Group	Indragen utdelning