

Södertörns högskola | Institutionen för samhällsvetenskaper
Kandidatuppsats 15 hp | FEK C, Finansiering | Vårterminen 2014

Samband mellan utdelning och vinst per aktie.

*En studie gjord över en tidsperiod med både hög-
och lågkonjunktur på stockholmsbörsen.*

Av: Ricard Häggquist & Joakim Flachsbinder
Handledare: Ogi Chun

Abstract

This is a study to see the relationship between earnings per share and dividends during a period of both boom and depression. The study will focus on companies listed on Stockholm stock exchange and see if they follow theories from the past and if the dividend is smooth over times with a fluctuant economy. To see this we had this problem:

Is it a relationship between earnings per share and dividend during a fluctuant economy, also if there is a difference between the different Caps on Stockholm stock exchange?

We studied 163 stocks of the 293 listed stock on Stockholm stock exchange during a period of 8 years. The study is focused on the time period between year 2005 and year 2012. We used IBM SPSS statistics to see the correlation and regression between earnings per share and dividend and analysed that. We used Microsoft Excel to make graphs and analysed them.

The study didn't find any strong relationship between earnings per share and dividend. The strongest connection we found was for companies listed on Small Cap where the correlation was 0,461. The weakest connection that was found was for companies listed as Mid Cap where the correlation was 0,211. For companies listed as Large Cap the correlation was 0,283.

Keywords: Dividend, Earning per share, correlation, regression, Stockholm stock exchange.

Sammanfattning

Den här studien handlar om sambandet mellan vinst per aktie och utdelning under en period av både hög- och lågkonjunktur. Detta för att se om företag på Stockholmsbörsen förhåller sig till tidigare teorier om en konsekvent utdelning trots starkt fluktuerande ekonomi. För att se detta användes problemformuleringen nedan:

Finns det ett samband mellan utdelning och vinsten under fluktuerande ekonomi, samt finns det en skillnad mellan olika stora företag?

Huvudsyftet med studien är att undersöka hur sambandet ser ut mellan vinst per aktie och utdelning för företag noterade på Stockholmsbörsen. Ett andra syfte med studien är att se om sambandet skiljer sig mellan företag noterade på Stockholmsbörsens olika storleksindelningar.

För att hitta dessa samband användes en tvärsnittsdesign där 163 av 293 aktier på Stockholmsbörsen undersöktes under en tidsperiod av åtta år. Åren som undersöktes var 2005 till och med 2012. Studien utgick från alla noterade företag på Stockholmsbörsen, där sedan en del valdes bort med hjälp av vissa kriterier som att årsredovisningen ska vara i svenska kronor och att full historik ska finnas tillgänglig. Med all data insamlad gjordes en statistisk analys i IBM SPSS statistic för att se hur sambanden mellan vinst per aktie och utdelning såg ut.

Det som uppsatsen kommer fram till är att det inte finns några starka samband mellan vinst per aktie och utdelning under en tidsperiod med starkt fluktuerande ekonomi. Det starkaste sambanden fanns hos företagen noterade på Small Cap där korrelationen var 0,461. Det svagaste sambandet fanns på Mid Cap där korrelationen var 0,211. För företagen noterade på Large Cap var Korrelationen 0,283.

Förord

Denna uppsats är en del i examensarbetet för Företagsekonomi C som ingår i programmet Logistik & Ekonomi (LOG) som båda uppsatsförfattarna har gått.

Vi skulle vilja börja med ett tack till handledaren Ogi Chun, dels för de föreläsningar som varit till grund för denna kurs och för de kommentarer vi fått på vägen som lett fram till denna slutprodukt.

Vi vill även tacka opponentgrupperna som läst igenom uppsatsen flertalet gånger och kommit med bra och konstruktiv kritik som vi har försökt förvalta på bästa sätt.

Slutligen vill vi tacka våra familjer och vänner som ställt upp som stöd och korrekturläsare under denna period med långa dagar och mycket tid med uppsatsen.

Ricard Häggquist

Joakim Flachsbinder

Innehåll

DEFINITIONSLISTA	1
1. INLEDNING	2
1.1 PROBLEMBAKGRUND	3
1.1.1 PROBLEMFÖRMULERING	4
1.1.2 FRÅGESTÄLLNINGAR	4
1.2 SYFTE	4
1.3 AVGRÄNSNING	5
2. METOD	6
2.1 DESIGN OCH ANGREPPSSÄTT	6
2.2 TILLVÄGAGÅNGSSÄTT	6
2.2.1 SEKUNDÄRDATA	7
2.2.2 SAMBANDSMÅTT	7
2.3 URVALSKRITERIER OCH UNDERSÖKTA FÖRETAG	7
2.3.1 BORTFALL	8
2.4 RELIABILITET	8
2.5 VALIDITET	9
3. TEORI OCH TIDIGARE FORSKNING	10
3.1 LINTNERS UTDELNINGSGENOMSNITT OCH VIDARE FORSKNING	10
3.2 UTDELNINGSPOLICY I NORDISKA BOLAG	11
3.3 MINSKANDE UTDELNINGAR	11
3.4 LEDNINGENS SYN PÅ UTDELNINGSPOLICY	13
3.5 OLIKA UTDELNINGAR UNDER LIVSCYKELN	13
4. HYPOTESER	14
5. EMPIRI	15
5.1 SAMTLIGA BOLAG	15
5.2 LARGE CAP	19
5.3 MID CAP	20
5.4 SMALL CAP	22
6. ANALYS	24
6.1 SAMBAND MELLAN VINST PER AKTIE OCH UTDELNING	24
6.2 HÅLLER FÖRETAG PÅ STOCKHOLMSBÖRSEN EN JÄMN UTDELNING ÖVER TID?	24
6.3 MINSKAR UTDELNING?	25
7. SLUTSATS	27

8. DISKUSSION	28
8.1 KRITIK	28
8.2 VIDARE FORSKNING	28
9. KÄLLOR	29
9.1 TRYCKTA KÄLLOR	29
9.2 ELEKTRONISKA KÄLLOR	30
BILAGOR	I
BILAGA A – ”HOMEMADE DIVIDEND”	I
BILAGA B - BORTFALL	I
BILAGA C – KURSUTVECKLING OMXSPI	III
BILAGA D – UTDELNINGSFÖRHÅLLANDE SAMTLIGA FÖRETAG	IV
BILAGA E – FÖRHÅLLANDE MELLAN VINST PER AKTE OCH UTDELNING PÅ MID CAP	IV

Figur- & Tabellförteckning

Figur 1 – Konjunkturindex i Sverige	5
Figur 2 – Genomsnittlig utveckling av vinst per aktie och utdelnings på alla bolag på Stockholmsbörsen	17
Figur 3 - Genomsnittlig utveckling för vinst per aktie för varje Cap.	18
Figur 4 – Genomsnittlig utveckling för utdelning för varje Cap.	18
Figur 5 - Förändring av utdelning under tidsperioden	20
Figur 6 – Genomsnittlig utveckling av vinst per aktie och utdelning för bolag noterade på Large Cap	21
Figur 7 – Genomsnittlig utveckling av vinst per aktie och utdelning för bolag noterade på Mid Cap	22
Figur 8 – Genomsnittlig utveckling av vinst per aktie och utdelning för bolag noterade på Small Cap	24
Tabell 1 - Korrelationen och determinationskoefficienten mellan vinst per aktie och utdelning för samtliga bolag	19
Tabell 2 - Regressionen för vinst per aktie och utdelning för samtliga bolag	19
Tabell 3 - Korrelationen och determinationskoefficienten mellan vinst per aktie och utdelning för företagen på Large Cap	21
Tabell 4 - Regressionen för vinst per aktie och utdelning för företagen noterade på Large Cap	22
Tabell 5 - Korrelationen och determinationskoefficienten mellan vinst per aktie och utdelning för företagen på Mid Cap	23
Tabell 6 - Regressionen för vinst per aktie och utdelning för företagen noterade på Mid Cap	23
Tabell 7 - Korrelationen och determinationskoefficienten mellan vinst per aktie och utdelning för företagen på Mid Cap utan Eniro	24
Tabell 8 - Regressionen för vinst per aktie och utdelning för företagen noterade på Mid Cap utan Enrio	24
Tabell 9 - Korrelationen och determinationskoefficienten mellan vinst per aktie och utdelning för företagen på Small Cap	25

Tabell 10 - Regressionen för vinst per aktie och utdelning för företagen noterade på Small Cap	25
Tabell 11 - Sammanfattning av sambanden mellan vinst per aktie och utdelning	26

Definitionslista

Vinst per aktie

Vinst per aktie eller earnings per share (EPS) är vinsten som ett företag gör för ett aktuellt år dividerat med det genomsnittliga antalet utestående aktier under det gångna året.

$$EPS = \frac{Vinst}{Genomsnittligt\ antalet\ aktier}$$

Utdelning per aktie

Utdelningen är det som styrelsen beslutar att dela ut till aktieägarna och finns i två former, kontantutdelning och aktieutdelning. Vanligast är kontantutdelning som oftast tas den ifrån det aktuella årets vinst men kan i vissa fall tas från kvarhållna vinstmedel eller belånas för att dela ut. Aktieutdelning sker genom en nyemission där aktieägarna får nya aktier istället för pengar.

Large Cap, Mid Cap och Small Cap

På Stockholmsbörsen är företagen indelade efter hur stort börsvärde de har. Varje halvår så ändras indelningen och man tar ett viktat genomsnittspris gånger antalet aktier. Denna indelning tillsammans med branschindelningen är internationell och ska underlätta investerarnas analys och förvaltning.

Cap är en förkortning på capitalization som är det engelska ordet för börsvärde.

På Large Cap finns företagen med ett börsvärde på över 1 miljard Euro, på Mid Cap ett börsvärde mellan 150 miljoner och 1 miljard Euro och på Small Cap finns företagen med ett börsvärde under 150 miljoner Euro.¹

Korrelation

Korrelation är ett sambandsmått som visar hur stark relationen mellan variablerna är.

Korrelationen kan variera mellan -1 och 1 där -1 betyder att det är ett perfekt negativt samband och 1 är det motsatta, alltså perfekt positivt samband. Vid en korrelation på noll så finns det inget samband mellan variablerna.

Regression

Regression är en statistisk analys där det undersöks hur mycket den oberoende variabeln påverkar den beroende och på vilket sätt relationen utvecklas. Något som korrelationen inte visar.

¹ <https://www.swedbank.se/privat/spara-och-placera/aktier/lar-mer-om-vardepapper/aktieskola/hur-bolagen-klassificeras/index.htm> 2014-04-03 10:33.

1. Inledning

I det här avsnittet presenteras bakgrunden till denna uppsats, vidare presenteras en problembakgrund som mynnar ut till studiens problem. Sedan kommer problemformulering, frågeställning och syftet med den här studien.

Utdelning är ett sätt att dela ut vinsten till aktieägarna där styrelsen vid årsstämman följande år beslutar hur stor utdelningen ska vara. I grunden baseras utdelningen på den vinst företaget gör samma räkenskapsår, men det kan även vara kvarhållna vinstmedel eller i vissa fall lånade pengar som delas ut till aktieägarna.²

De vanligaste utdelningarna sker i två former, kontantutdelning och aktieutdelning. Kontantutdelning är en utdelning av kontanta medel vanligast från den aktuella vinsten.³ Aktieutdelning sker genom en nyemission och vid denna form av utdelning lämnar inga pengar företaget. Skillnaden mot en kontantutdelning är att vid en nyemission så ökar antal aktier som finns och på det sättet ökar aktieägarnas antal aktier.⁴ Ett allt vanligare fenomen är att företag väljer att göra aktieåterköp istället för att lämna en utdelning.⁵ Det finns 3 former av aktieåterköp. Det första är när ett företag köper tillbaka aktier från aktieägarna utan att utge sig för att vara företaget. Det andra sättet är att företag berättar för sina aktieägare att de är villiga att köpa tillbaka en specifik mängd aktier till ett högre pris än vad aktien är värd. Det sista sättet för aktieåterköp är att företaget köper tillbaka aktier från en specifik aktieägare, detta är vanligt när företag ska ta över andra företag. De erbjuder den specifika ägaren ett högre aktiepris för att han eller hon ska sälja sina aktier.⁶

Fenomenet utdelning har, liksom övriga finansieringsområden, genomgått gedigen forskning. Bland annat så menar Modigliani och Miller med sin forskning att utdelning är irrelevant för aktieägarna då de kan genom, vad forskarna kallar för, ”homemade dividend” få samma kontanta medel som med en kontantutdelning. Ett exempel av detta illustreras i Bilaga A. Som många andra studier så bortser Modigliani och Miller från skatten och med skatten inräknad så kan det i en del fall vara skattemässigt fördelaktigt för aktieägarna att företaget delar ut pengar jämfört med att skapa en ”homemade dividend”, då utdelning kan ha en lägre skattesats än kapitalvinsten. I Sverige är utdelning på aktier beskattade på samma sätt som kapitalvinster med 30 procent,⁷ vilket enligt Modigliani och Millers teori kan betyda att utdelning är irrelevant för aktieägarna.

Trots att utdelningen inte borde vara en relevant anledning till att investera i företag så delar en stor del företag ändå ut pengar till sina aktieägare. En anledning till detta kan vara hur det mänskliga beteendet påverkar investerares sätt att tänka. För att en investerare ska kunna göra en ”homemade dividend” behöver personen en hel del självkontroll för att inte sälja mer

² Hillier, D et.al, *Corporate finance European edition*. Berkshire: McGraw-Hill Higher Education, 2013, p 493.

³ Ibid, p. 492.

⁴ Ibid, p. 492.

⁵ Von Eije et.al, *Journal of Financial Economics, Dividends and share repurchase in the European Union, Vol 89(2): Aug. 2008: pp. 347-374.*

⁶ Hillier, D et.al, *Corporate finance European edition*. Berkshire: McGraw-Hill Higher Education, 2013, pp. 494-497.

⁷<http://www.skatteverket.se/privat/sjalvservice/svarpavanligafragor/rantorochutdelning/privatrantorfaq/vilkaskattereglergallerforranteinkomsterutdelningarochrantebidrag.5.18e1b10334e8bc8000118462.html> hämtad 2014-02-24.

aktier än nödvändigt vid ett tillfälle och lämna kvar en allt för liten del aktier till framtiden. Vissa klarar av att behärska sig på det sättet men alla gör inte det och då kan de personen som inte klarar detta föredra en aktie som har en återkommande utdelning för att få en löpande inkomst varje år utan att behöva sälja några aktier.⁸

1.1 Problembakgrund

Om företag väljer att lämna en utdelning till sina aktieägare så visade Lintner på 2 slutsatser om utdelning i sin forskning från 1950-talet. Det ena var att företag försöker skapa ett långsiktigt förhållande mellan den vinst företagen gör per år och utdelningen, där företag med många positiva investeringsprojekt ofta har ett lägre utdelningsförhållande. Det andra han kom fram till var att ledningen vet att bara en del av förändringen i vinsten kommer att vara permanent. Med de två slutsatserna menade Lintner att företag bör ha en långsiktig utdelningspolicy och inte direkt öka utdelningen till de mål företagen har för utdelningsandelen. Detta för att skapa en mer hållbar utveckling av utdelning och undvika att sänka sin utdelning.⁹

Som en uppföljning till Lintner visar Brav et.al i en enkätstudie från 2005 att majoriteten av de tillfrågade företagen undviker att sänka utdelningen, att utdelningen ska vara konsekvent med tidigare utdelning och att utvecklingen inte ska öka för kraftigt och hålla en så jämn nivå som möjligt mellan åren.¹⁰ Trots att Brav et.al i sin undersökning bevisar att utdelningar över tid ska vara konsekvent i företag så visar Fama et.al att antalet företag med utdelning minskar men att värdet på utdelningarna ökar.¹¹

Vissa forskare menar alltså att företag ska hålla en konsekvent utdelning men utdelningspolicyn kan skilja sig mellan olika stora företag. Exempelvis visar Holt i en studie från år 2003 att mindre företag som befinner sig i ett tidigt skede i livscykeln inte delar ut lika mycket pengar till sina aktieägare som större och mognare företag. Istället så satsar dessa mindre företag på att hitta bra investeringar som skapar tillväxtpotentialer medan större företag delar ut pengar då stora företag inte har samma tillväxtpotential.¹² Detta är i enlighet med det Lintner kom fram till om företag med många positiva investeringsprojekt lämnar mindre utdelning.

Mellan 3 jan 2005 och 31 dec 2012 har Sveriges ekonomi gått både starkt upp och starkt ned med den tydliga lågkonjunkturen efter 2008. Efter att It-bubblan sprack i början av 2000-talet så kom en högkonjunktur med en period av bra resultat fram tills det att USA:s bostadsbubbla sprack under året 2008 vilket bland annat var en följd av Lehman Brothers konkurs.¹³ Den finansiella kris som följde efter det har kallats den värsta sedan depressionen på 1930-talet.¹⁴ Dock har Sveriges ekonomi klarat sig relativt bra då konjunkturen redan kvartal fyra 2009 var

⁸ Hillier, D et.al, *Corporate finance European edition*. Berkshire: McGraw-Hill Higher Education, 2013, pp. 505-506.

⁹ Lintner J, *The American Economic Review*, *Distribution of income of corporations among dividend, retained earnings and taxes*, Vol 46(2), maj 1956, pp 97-113.

¹⁰ Brav et.al, *Journal of Financial Economics*. *Payout policy in the 21st century*, Vol 77(3), Sept. 2005 pp. 483-527.

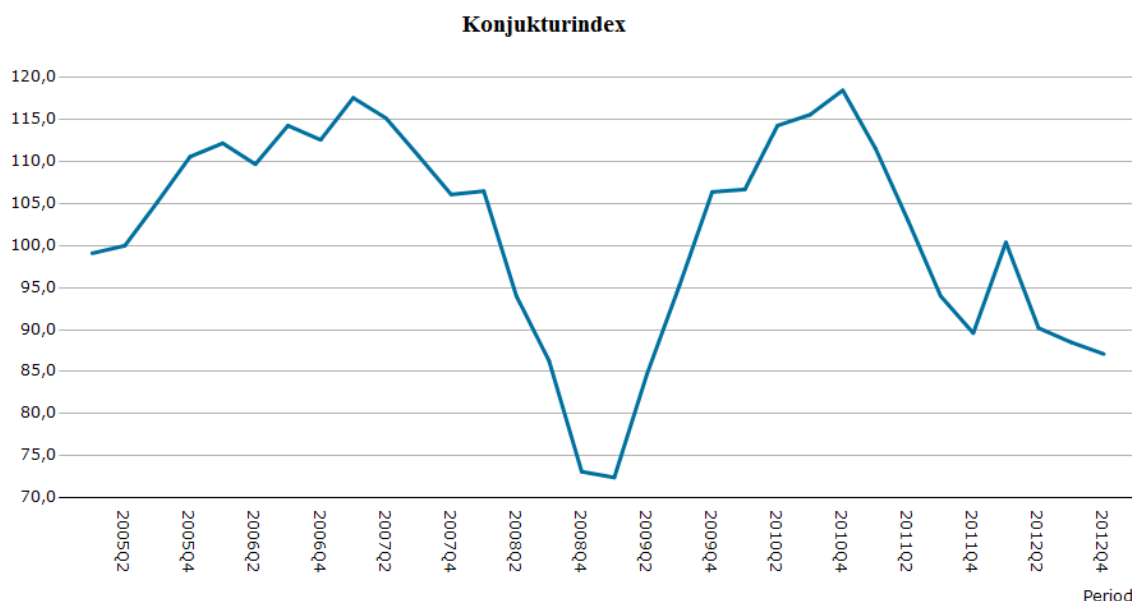
¹¹ Fama et.al *Journal of Financial Economics*, *Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?*, Vol 60(1): Apr. 2001: pp. 3-43.

¹² Holt, R, *Journal of economic dynamics and control*, *Investment and dividend under irreversibility and financial constraints*, Vol. 27(3), Jan 2003 pp. 467-502.

¹³ [http://www.swedishbankers.se/web/bf.nsf/\\$all/9D69A0848D5B834DC125760F003C168D](http://www.swedishbankers.se/web/bf.nsf/$all/9D69A0848D5B834DC125760F003C168D) 2014-04-15.

¹⁴ <http://www.reuters.com/article/2009/02/27/idUS193520+27-Feb-2009+BW20090227> 2014-04-15.

tillbaka på ”normal” konjunktornivå. Nedan visas hur den svenska ekonomin påverkades under åren 2005-2012 med ett konjunkturindex från konjunkturinstitutet:



Figur 1 - Index över Sveriges konjunktur där 100 är ”normalt” konjunkturläge. 3 jan 2005 – 31 dec 2012 ¹⁵

Enligt forskningen så gör företagen allt för att undvika reduktion av utdelningen under lågkonjunktur och ändå inte öka i en kraftig takt vid högkonjunktur. Med detta påstående taget ur av Lintners och Brav et. als studier tyder det på att sambandet mellan vinst per aktie och utdelning inte är så starkt som det rent teoretiskt skulle vara då utdelningen i grunden baseras på det resultat som företaget gör.

1.1.1 Problemformulering

Finns det ett samband mellan utdelning och vinsten under fluktuerande ekonomi, samt finns det en skillnad mellan olika stora företag?

1.1.1 Frågeställningar

- Hur ser den genomsnittliga utvecklingen för vinst per aktie och utdelning ut på Stockholmsbörsen över tidsperioden 3 januari 2005 - 31 december 2012?
- Minskar antalet företag som lämnar utdelning?

1.2 Syfte

Syftet med studien är att undersöka sambandet mellan vinst per aktie och utdelning för företag noterade på Stockholmsbörsen, under en period av hög- och lågkonjunktur, samt att undersöka om sambandet skiljer sig mellan de olika storleksindelningarna.

¹⁵http://statistik.konj.se/Chart.aspx?layout=chartViewLine&px_tableid=KonjBar%5cindicatorer%5cIndikatorq.px&px_language=sv&px_type=PX&px_db=KonjBar&rxid=b1627d90-7b52-44e2-bf44-2eb5b702a5bc 2014-04-15.

1.3 *Avgränsning*

Studien avgränsas till företag på Stockholmsbörsen utifrån ett par uppställda kriterier. Tidsperioden som undersökts är mellan 3 januari 2005 och 31 december 2012.

Studien kommer att behandla nyckeltalen utdelning och vinst per aktie samt undersöka förhållandet mellan dem. Övriga faktorer som kan påverka utdelningen och sambanden kommer inte att undersökas.

1.4 *Disposition*

- Kapitel 1** - I det inledande kapitlet presenteras en bakgrund till den aktuella studien för att igenom en problembakgrund leda fram till en problemfråga och ett syfte.
- Kapitel 2** – Under det andra kapitlet så presenteras de metoder och tillvägagångssätt som används under studiens gång för att leda fram till ett resultat. Dessa olika metoder beskrivs också vad de innebär.
- Kapitel 3** - Kapitel tre handlar om de teorier och tidigare forskning som ligger till bakgrund till denna studie. Här presenteras vad tidigare forskare kommit fram till och hur olika studier är kopplade till varandra.
- Kapitel 4** – Som ett hjälpmedel har tre hypoteser tagits fram och dessa presenteras i kapitel fyra.
- Kapitel 5** – I det femte kapitlet så redovisas den data som tagits fram och sammanställts i IBM SPSS Statistic och Microsoft Excel. Resultaten presenteras först på en sammanställd nivå för hela Stockholmsbörsen för att sedan presenteras för de tre olika segmenten.
- Kapitel 6** – I kapitel sex analyseras de resultat som undersökningen kommit fram till. Här görs även en jämförelse mellan den aktuella studien och den tidigare forskningen.
- Kapitel 7** – Kapitel sju visar de slutsatser som undersökningen kommer fram till.
- Kapitel 8** – I det åttonde kapitlet förs en diskussion om dels förbättrings möjligheter och kritik till den aktuella uppsatsen samt en del förslag till vidare forskning.

2. Metod

I detta avsnitt kommer de metoder och tillvägagångssätt som används under studien presenteras och förklaras.

2.1 Design och angreppssätt

För att komma åt de samband studien ämnar att undersöka så har nyckeltalen vinst per aktie och utdelning hämtats ur de undersökta företagens årsredovisningar. Eftersom det är ett stort antal siffror som analyserats, där försöket är att kunna generalisera resultaten och inte tolka eller förklara ett fenomen, gör det att studien är av en kvantitativ karaktär. En kvantitativ forskningsstrategi fokuserar på att försöka kvantifiera och generalisera data över en hel population till skillnad från den kvalitativa forskningen som istället vill förklara en företeelse. För att kunna kvantifiera och generalisera så gäller det ofta vid kvantitativ forskning att samla in en stor mängd data och koda denna data för att sedan analysera mängden data som samlats in. På grund av detta så fokuserar ofta den kvantitativa forskningen på objektiva siffror istället för mer subjektiva ord. Enligt Byman och Bell menar en del forskare att skillnaden mellan kvantitativ och kvalitativ forskning inte är helt tydliga men de förklarar att det inte finns mycket som stödjer att de olika metoderna blir mer lika varandra. De menar snarare att skillnaderna blir mer distinkta.¹⁶

Data som samlats in är från en stor mängd företag vilket gör detta till en tvärsnittsdesign och utgångspunkten är från teorin med hypoteser till hjälp för att svara på problemet och frågeställningen vilket betyder att undersökningen har ett deduktivt angreppssätt. Enligt Bryman och Bell innebär en tvärsnittsdesign att forskaren samlar in data från mer än ett enskilda fall för att kunna få en variation i undersökningen samt att data samlas in vid en tidpunkt vilket gör svaren i undersökningen inte ska kunna bli manipulerade. Forskaren gör detta i syfte att komma fram till flera kvantitativa eller kvantifierbara data med koppling till två eller fler variabler. Därefter granskar forskaren dessa variabler för att han eller hon ska kunna upptäcka mönster när det gäller olika slags samband.¹⁷ Ett deduktivt angreppssätt innebär att man utgår ifrån teorin och ställer upp en eller flera hypoteser som man sedan prövar mot den empiri man får fram.¹⁸

2.2 Tillvägagångssätt

För att kunna svara på problemet som har formulerats så har studien baserats på sekundärdata i form av årsredovisningar. Årsredovisningarna är hämtade från en databas som heter Retriever Business¹⁹ där alla svenska företags årsredovisningar finns samt även från företagens egna hemsidor. Data som samlats in har dels räknats på en sammanslagen nivå och delats in efter de olika segmenten som finns på börsen för att en jämförelse skulle bli möjlig att utföra. Från dessa årsredovisningar har de relevanta nyckeltalen hämtats för att sedan med hjälp av Microsoft Excel och IBM SPSS statistics sammanställas i grafer och i en statistiska analys. Anledningen till att grafer skapas är för att kunna analysera den data som samlats in och komma fram till ett resultat med studien samt för att visa en tydlig bild över hur

¹⁶ Bryman, A et.al, *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Malmö: Liber ekonom, 2010, p. 40.

¹⁷ Ibid, pp. 65-70.

¹⁸ Ibid, p. 23.

¹⁹ <https://web.retriever-info.com/services/businessinfo.html> hämtat mellan 2014-03-31 till 2014-04-04.

utvecklingen ser ut. Den statistiska analysen görs i IBM SPSS statistics där en sambandsanalys utförts. Detta för att se om det finns något samband mellan variablerna hos företagen som undersökts och hur den relationen utvecklar sig över tid.

2.2.1 Sekundärdata

Sekundärdata är data framtagen av andra än forskarna själva och vanligtvis är den framtagen för ett annat syfte. Det kan exempelvis vara offentlig statistik eller årsredovisningar. Denna typ av data är ofta lättare att få tag på och kräver inte lika mycket resurser, men eftersom data kan vara framtagen för ett annat syfte finns det en risk för att den inte tillfredsställer det aktuella syftet fullt ut.²⁰ Sekundärdata i denna rapport består av litteratur, årsredovisningar och elektroniska källor. I och med att data som använts till studien redan är publicerad som sekundärdata i årsredovisningarna så finns det ingen anledning att hämta den på nytt.

2.2.2 Sambandsmått

För att kunna identifiera de samband som studien ämnar att undersöka så har två lämpliga statistiska mått räknas fram. Dessa två mått är korrelation och regression. Korrelation är ett sambandsmått mellan två variabler som kan variera mellan -1 till 1. Tal kring 0 betyder att det inte finns något samband medan -1 och 1 betyder starkt negativt respektive starkt positivt samband.²¹ För att se hur starkt variablerna påverkar varandra kan determinationskoefficienten räknas fram. Detta mått visar hur mycket förändringen i den beroende variabeln förklaras av variationen i den oberoende variabeln.²² Dock bör forskaren använda determinationskoefficienten med försiktighet då det inte alltid är självklart vilken variabel som är den oberoende respektive beroende. En nackdel med korrelationen är att den enbart visar om det finns ett samband men inte hur det sambandet utvecklar sig och för att ta reda på det måste en regressionsanalys göras. En regression är en statistisk analys där forskaren tar reda på hur mycket den beroende variabeln ändras i takt med den oberoende.²³

2.3 Urvalskriterier och undersökta företag

Vid många forskningsprojekt vill forskarna ta fram resultat som är representativa för en hel population. Population innehåller alla de enheter som fenomenet ska representera. För att nå hela populationen kan det krävas väldigt mycket resurser och tid. Ibland kan det till och med vara nästintill omöjligt att komma åt hela populationen och på grund av detta gör forskare ofta ett urval från den populationen forskaren vill studera.²⁴

För att få ett så representativt urval som möjligt så utgick studien från alla noterade företag på Stockholmsbörsen för att sedan välja de företag som klarade vissa kriterier.

Kriterier som ställdes var:

- Företag ska ha varit börsnoterade mellan åren 2005-2012.

²⁰ Bryman, A et.al, *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Malmö: Liber ekonom, 2010, pp. 231-238.

²¹ Carlsson, M et.al, *Statistik – en introduktion*, Stockholm: Runa, 1992, pp 31-37.

²² Lind, D, et.al. *Statistical techniques in business & economics*, New York: McGraw-Hill/Irwin, 2012, pp. 487-488.

²³ Carlsson, M et.al, *Statistik – en introduktion*, Stockholm: Runa, 1992, pp 37-38.

²⁴ Denscombe, M, *Forskningshandboken: för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna*, Lund: Studentlitteratur, 2009, p 32.

- Det ska finnas fullständig data på varje företag och deras fulla ekonomiska historik ska vara tillgänglig under den valda tidsperioden.
- Har företaget fler aktier räknas bara en då utdelningen och vinsten per aktie är räknad på en ackumulerad nivå.
- Årsredovisningen ska visas i SEK för att undvika växelkursfel.

Av de 293 aktier som finns noterade på Stockholmsbörsen²⁵ så var det 163 som klarade kriterierna vilket motsvarar 56 procent av det totala antalet aktier. Där 46,6 procent av dessa 163 var noterade på Small Cap, 25,2 procent på Mid Cap och 28,2 procent var noterade på Large Cap.

2.3.1 Bortfall

Bortfall är de enheter i urvalet som av någon anledning inte kan tas med eller inte vill delta i forskningen. Detta är en faktor som forskarna måste ta hänsyn till då dessa enheter skulle kunna ge ett annat resultat än det resultat som de själva kommer fram till.²⁶ Bortfallet i denna studie består av företag som inte klarar de kriterier som ställts upp. Dessa aktier motsvarar 44 procent av de som i dagsläget är noterade på Stockholmsbörsen. Se Bilaga B

2.4 Reliabilitet

Reliabilitet är ett begrepp som bygger på hur pålitlig eller tillförlitlighet forskningen är, vilket betyder att resultaten från undersökningen ska bli liknande om den utförs vid ett senare tillfälle. Ett begrepp som ligger nära reliabilitet är replikerbarhet som bygger på att andra forskare ska kunna replikera samma undersökning igen. För att en forskning ska ha en hög reliabilitet så måste den också ha hög replikerbarhet.²⁷

Den aktuella studien bygger på sekundärdata där nyckeltal från företagens årsredovisningar är hämtade, under en bestämd tidsperiod. Studien är även baserad på alla företag på börsen med undantag för de som inte klarade kriterierna. Detta gör att en ny studie vid ett annat tillfälle med lätthet kan återupprepas under samma tidsperiod och få liknande resultat eller göras över en annan tidsperiod för att eventuellt kunna göra en jämförelse.

²⁵ <http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier> 2014-03-26 13:44.

²⁶ Bryman, A et.al, *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Malmö: Liber ekonom, 2010, pp 122-124.

²⁷ Ibid, p 48.

2.5 Validitet

Begreppet validitet eller mätvaliditet innebär i vilken utsträckning forskningen faktiskt mäter det är menad att mäta. Är forskarna exempelvis intresserade av intelligens så bör kan det mest valida måttet vara en intelligenskvot. Under begreppet validitet väcks även frågan om generaliserbarhet, alltså om forskaren kan generalisera resultaten över på ett större perspektiv.²⁸

Eftersom denna studie är ämnad att mäta samband mellan vinst per aktie och utdelning så är de bästa måtten för det korrelation och regression. Att generalisera resultaten från studien på en annan tidsperiod kan bli svårt eftersom olika konjunkturer påverkar företags finansiella ställning på olika sätt. Exempelvis kan en period med en konstant positiv ekonomisk trend ge helt skilda samband jämfört med en period där ekonomin fluktuerar väldigt mycket.

²⁸ Bryman, A et.al, *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Malmö: Liber ekonom, 2010, pp 48-49, 95.

3. Teori och tidigare forskning

I teorikapitlet presenteras de teori som berör den aktuella studien. Lintners utdelningsutjämnning och Brav et.als forskning på utdelningspolicyn är de som är mest relevanta för den aktuella studien men även annan relevant forskning kommer att presenteras i det här kapitlet.

3.1 Lintners utdelningsutjämnning och vidare forskning

1956 kom John Lintner fram till två slutsatser om företags utdelningspolicy efter observationer på mer än 600 börsnoterade företag i USA mellan åren 1918-1941. Det första är att företagen försöker skapa långsiktiga förhållanden mellan vinst per aktie och utdelning (payout ratio). Företagen hade ett lågt utdelningsförhållande om de hade många positiva investeringsprojekt i relation till kassaflödet och högre utdelningsförhållande med färre positiva investeringsprojekt. Det andra han kom fram till var att ledningen vet att bara en del av förändringen i vinsten kommer att vara permanent. På grund av detta så tar det tid för ledningen att avgöra hur varaktig den förändring i vinsten kommer vara vilket gör att förändringen i utdelningen syns först senare.

Lintner menade med dessa två slutsatser att det finns två parametrar som förklarar ett företags utdelningspolicy. Dessa parametrar är utdelningsförhållandet (t) och den takt som företaget vill ändra sin utdelning med (s). Detta leder ner i ekvationen nedan:

$$\text{Dividend change} = Div_1 - Div_0 = s(tEPS_1 - div_0)$$

s = SOA speed of adjustment, den takt som företaget vill ändra sin utdelning med.

t = Payout ratio, utdelningsförhållande, den del av vinsten som ska delas ut.

EPS_1 = Earnings per share år 1, Vinst per aktie.

div_0 = utdelning vid år 0.

Företag väljer ofta att lägga s mellan 0 och 1. Om $s = 1$ så kommer den nya utdelningen vara lika med det mål för utdelningsförhållande som företaget har och om $s = 0$ så kommer den nya utdelningen var lika med den gamla utdelningen.

Med modellen kommer den nya utdelningen aldrig komma upp i det utdelningsförhållande som företaget vill uppnå. Men med tanke på att företagen vill ha en så jämn utveckling av utdelningen som möjligt så blir utdelningsförändringen mycket slätare än om företaget direkt skulle ändra till det önskade utdelningsförhållandet.²⁹

År 2005 genomförde Alon Brav, John R. Graham, Campbell R Harvey och Roni Michaely studien "Payout policy in the 21st century". De vill undersöka om utdelning fortfarande följer det mönster som John Lintner påvisade 1956. De undersöker 384 finansiella ledningar varav 256 är offentliga företag och 128 är privata företag. Till stor del är studien baserad på offentliga företag och som komplement till studien genomfördes djupintervjuer med 23 företagsledare för att bestämma vilka de avgörande faktorerna är som driver utdelningsbesluten hos företag. Brav et.al genomför ett statistiskt test för att se om utdelningen hålls på en jämn nivå eller inte. Deras analys indikerar att företag har som prioritering att hålla en jämn utdelning och att ledningen försöker undvika reduktion av utdelningen, de enda tillfällena som ledningen genomför en minskning av utdelning så är

²⁹ Lintner J, The american economic review, *Distribution of income of corporations among dividend, retained earnings and taxes*, Vol 46(2): maj 1956: pp 97-113.

förhållandena extrema. En ökning av utdelning sker inte förrän att investeringsbehov är genomförda. Vid intervjuer med företagsledarna så berättar de att skatten inte är en så dominerande faktor vid beslut om vilken utdelning som företagen ska ha.

Brav et.als undersökningen är som sagt en jämförelse med Lintners studie från 1956 och ett problem som forskarna stöter på är att Lintners studie inte tar hänsyn till aktieåterköp då detta inte existerade 1956 men är betydligt vanligare nu. Det påvisas vid djupintervjuerna att det är mer bekvämt att göra aktieåterköp än att ge utdelning. Studiens slutsats är att företag försöker undvika att minska utdelningen och att utdelningen är given för framtiden, enda tillfällena då utdelningen har minskat har varit vid extrema fall. De kommer även fram till att de företag som betalar utdelning önskar att de inte gjorde det och ledningarna berättar vid djupintervjuerna att de önskar att de kunde starta om igen och inte betala så mycket utdelningen som de gör. Brav et.al visar även att de företag som ökar sina vinster är de företag som kan öka sin utdelning eller börja lämna en utdelning. Trots att dessa företag kan öka eller börja lämna utdelning så föredrar de att göra aktieåterköp före att lämna en utdelning. Brav et.al identifierar två stycken skillnader mot Lintners studie. Den första skillnaden som forskarna kommer fram till är att företag inte är lika måna nu som tidigare att uppfylla det utsatta utdelningsförhållandet och ser det förhållandet mer flexibelt. Den andra skillnaden är att aktieåterköp används under senare tid som komplement istället för utdelning. Företagsledarna som medverkade i djupintervjun påpekade flexibiliteten i aktieåterköp jämfört med utdelning och att det är en av anledningarna till att aktieåterköpen har ökat den sista tiden.³⁰

3.2 *Utdelningspolicy i nordiska bolag*

Genom åren har flera forskningar och studier genomförts som analyserar hur utdelningar ser ut hos företag i Europa och i USA, men det finns inte många forskningar över hur det ser ut i Norden. 2013 genomförde Tor Brunzell, Eva Liljebloom, Anders Löflund och Mika Vaihekoski studien ”Dividend policies in Nordic listed firms”. Studien undersöker företag med en tydlig utdelningspolicy. En otydlig utdelningspolicy har det tidigare forskats mycket på och det finns endast fåtal studier genomförda på företag som har en tydligt definierad utdelningspolicy och vilka faktorer som styr valet av en sådan policy. Studien är genomförd på styrelsemedlemmar i företag noterade på de nordiska börserna. Resultatet kombineras med data på faktiska egenskaper och prestationer hos företagen och data på den största ägarna på dessa företag. Studien kommer fram till att 72 % av företagen i Norden har en tydlig utdelningspolicy och att det är vanligare att stora och mer framgångsrika företag har en mer definierad utdelningspolicy. Utdelningspolicyn är i många fall beroende av hur kapitalstrukturen ser ut och hur de framtida vinsterna ser ut. De kommer även fram till att sannolikheten för att ett företag har en tydlig utdelningspolicy är signifikant och positivt relaterad till ägarstrukturen i företaget. Slutligen kommer de fram till att det är mindre vanligt med en tydlig utdelningspolicy i företag med äldre styrelsemedlemmar.³¹

3.3 *Minskande utdelningar*

Under 1978 var det 66.5 % av företagen som hade utdelning, vid 1999 så hade den siffran minskat till 20.8 % i USA. Under 2001 ställer Eugene F. Fama och Kenneth R. French frågan

³⁰ Brav et.al, Journal of Financial Economics. *Payout policy in the 21st century*, Vol 77(3): Sept. 2005: pp. 483-527.

³¹ Brunzell, T et al. *Dividend Policy in Nordic Listed Firms*. Available at SSRN 2313058 (2013).

varför det har skett en minskning av företag som lämnar utdelning på företag noterade på New York Stock Exchange, American Stock Exchange och NASDAQ. De genomför studien "Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay". De genomför en statistisk undersökning för att hitta vad som är karaktäristiskt för företag som lämnar utdelning. De undersöker 3 olika grupper, de som lämnar utdelning, de som har lämnat utdelning förut och de som aldrig har lämnat en utdelning. De kommer fram till att företag som har slutat lämna utdelning har låga vinster och få investeringsmöjligheter. De som aldrig har lämnat någon utdelning är mer lönsamma och har större tillväxtpotentialer än de som slutat lämna utdelning. De som lämnar utdelning har större lönsamhet enligt Fama et.al. än de som aldrig har lämnat utdelning, dock är skillnaden att de som aldrig har lämnat utdelning investerar mer av sina pengar i nya projekt än vad de som lämnar utdelning gör. Slutsatsen de kommer fram till är att sedan 1978 har bolag tenderat att gå mot den karaktär som de bolag som aldrig lämnat utdelning har. Det vill säga låga vinster och stora investeringar relaterat till vinsterna.

Anledningarna till dessa förändringar beror på att de företag som noterades efter 1978 har lägre vinster och har ingen utdelning än de bolag som är noterade innan 1978. Enligt Fama et.al så är den förändringen en stor förklaring till minskningen av företag som betalar utdelning. Efter 1978 minskar utdelningen hos företag med positiva vinster men även de företag med negativa vinster minskade sin utdelning, deras studie visar även att chansen för att små bolag ska betala utdelning minskade efter 1978 och även de större bolagen som betalade utdelning minskade.³²

En förändring i utdelningen har ofta setts som en signalering om hur företaget står i nuläget och hur ledningen ser på framtiden. Neddragningar i utdelningen kan då ses som en sista utväg för företag och det kan visa att företaget inte har en positiv syn på framtida resultat. I denna forskning av Gerald R Jensen et.al så undersöker forskarna 973 företag på New York Stock Exchange, American Stock Exchange och NASDAQ och hur dessa påverkas tre år innan och efter en reducerad av utdelningen. Företagen jämförs mot kontrollföretag som inte sänker sin utdelning under den undersökta perioden. Det forskarna såg var att avkastningen på totalt kapital, investeringsverksamheten och aktiepriset påverkas negativt fram till reduktionen men att från reduktionen i utdelningen och tre år fram så påverkas endast aktiekursen negativt. Slutsatserna som drogs ur forskningen var att likt tidigare forskning så påverkas investerarnas syn negativt på reduktionen i utdelningen men till skillnad från den tidigare forskningen så menar de att företagen gör reduktionen för att stärka företagets finansiella ställning och öka möjligheten till att växa. Företagen som påverkades mest av reduktionen i utdelningen var de företag som upplevde de bästa tillväxtpotentialerna innan reduktionen.³³

³² Fama et.al Journal of Financial Economics, *Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?*, Vol 60(1): Apr. 2001: pp. 3-43.

³³ Gerald R J et.al. Journal of corporate finance, *what do dividend reduction signal?* Vol. 16(5), dec 2010, pp. 736-747.

3.4 *Ledningens syn på utdelningspolicy*

1985 genomförde H. Kent Baker, Gail E. Farrelly och Richard B. Edelman studien "A survey of management views on dividend policy". Deras mål med studien var att jämföra vad som ligger bakom beslut om utdelningspolicy med John Lintners "behavioral model of corporate dividend policy". De undersöker 562 st. bolag som är noterade på New York stock exchange, inom tre olika segment. Det första de kommer fram till är att många beslut om utdelning baseras på det som Lintner kom fram till på 50-talet. Det andra de kommer fram till är att de tillfrågade trodde att utdelningspolicyn som bolagen hade påverkade deras aktiekurs, dock så avslöjar inte undersökningen exakt deras tro till att utdelningen är relevant till aktiekursen. Det ger dock ett bevis på att de tillfrågade är medvetna om signalerings effekter.³⁴

3.5 *Olika utdelningar under livscykeln*

2003 gör Holt en studie om investerings- och utdelningspolicy under perioder med finansiella begränsningar. Med hjälp av ett par formler och modeller tar han fram sina resultat och kommer fram till att företag i ett tidigt skede i livscykeln, små företag, inte delar ut lika mycket pengar som större företag som kommit längre i livscykeln. Istället för att dela ut pengar så satsar mindre företag på investeringar som ger tillväxtpotentialer som de större företagen inte kan utnyttja på samma sätt då de inte har lika stor tillväxtpotential.³⁵

³⁴ Baker et.al, Financial Management. *A Survey of Management Views on Dividend Policy*, Vol 14(3): Autumn 1985: pp. 78-84.

³⁵ Holt, R, Journal of economic dynamics and control, *Investment and dividend under irreversibility and financial constraints*, Vol. 27(3), Jan 2003 pp. 467-502.

4. Hypoteser

Här presenteras de hypoteser vi har till stöd för studien.

H1 Korrelationen mellan vinst per aktie och utdelningen är hög

Eftersom utdelningen i grunden är baserad på den vinst företag gör för respektive år så bör också korrelationen vara hög, alltså närmare 1 än 0 som Lind et. al menar är en stark korrelation.³⁶

H2 Företag på Stockholmsbörsen tenderar i att hålla en jämn utdelning över tid.

H3 Företag undviker i största möjliga mån att sänka utdelning i sämre ekonomiska tider trots negativa resultat.

Enligt forskningen från Lintner och Brav et.al så försöker företag i stor utsträckning hålla en jämn utdelning över tid och vid sämre tider, exempelvis en finanskris, så försöker företag undvika att minska sin utdelning. Denna sänkning skulle tyda på att företagen är i trångmål och är, enligt fler forskare, företagets sista utväg.

Hypotes 2 och 3 går emot den första hypotesen i den meningen att om korrelationen är stark så skulle utdelningen sjunka tillsammans med vinsten per aktie och inte hållas på en jämn nivå.

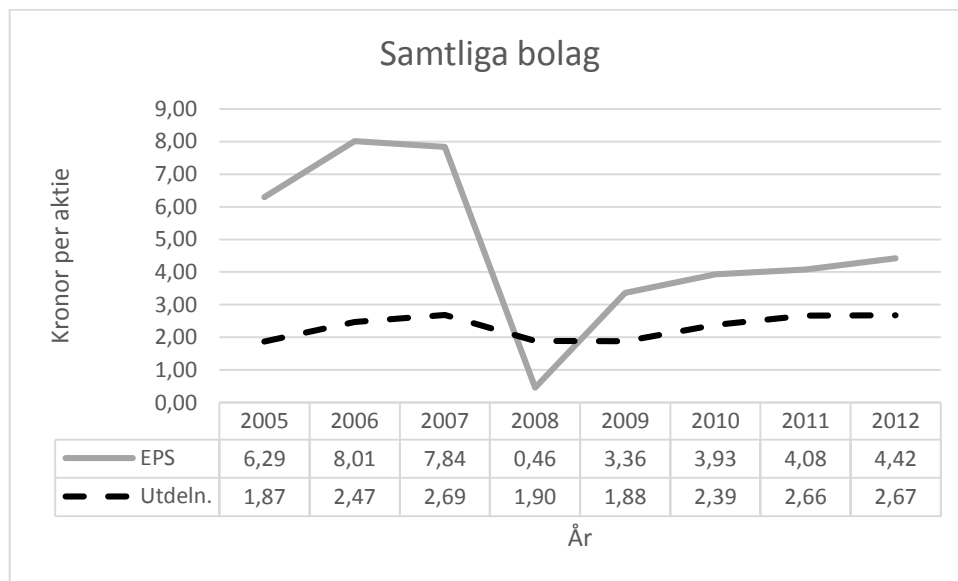
³⁶ Lind, D, et.al. *Statistical techniques in business & economics*, New York: McGraw-Hill/Irwin, 2012, pp. 462-470.

5. Empiri

I det här kapitlet presenteras den sammanställda data som samlats in i olika figurer. Vi kommer även att presentera regressionen och korrelationen mellan vinst per aktie och utdelning hos respektive Cap.

5.1 Samtliga bolag

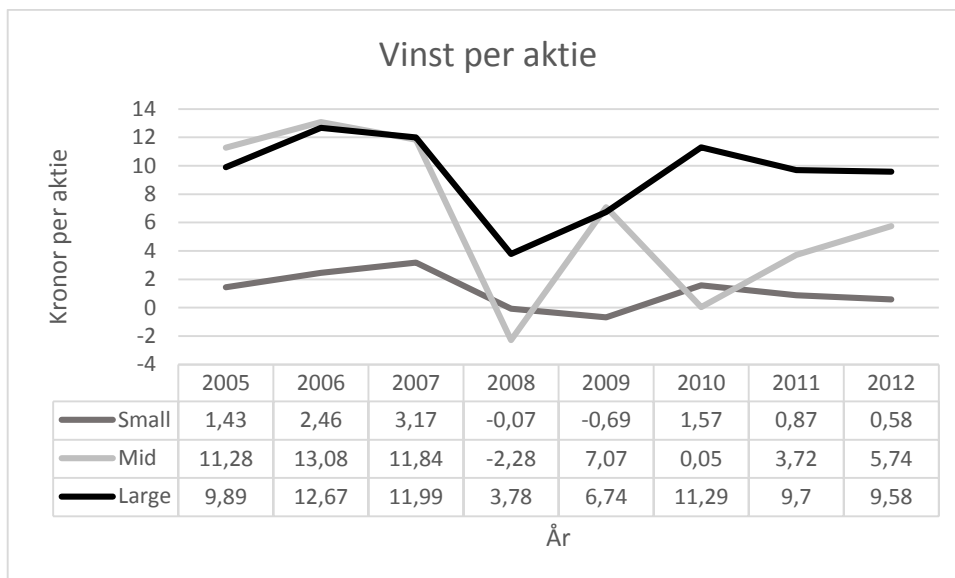
Nedan presenteras resultaten på en sammanvägd nivå för alla bolagen på Stockholmsbörsen. Precis som i Figur 1, konjunkturindex, i inledningen så har Stockholmsbörsen fluktuerat ganska kraftigt och följt samma utveckling som konjunkturen mellan de undersökta åren, Se Bilaga C.



Figur 2 - Genomsnittlig utveckling av vinst per aktie och utdelning på alla bolag på Stockholmsbörsen.

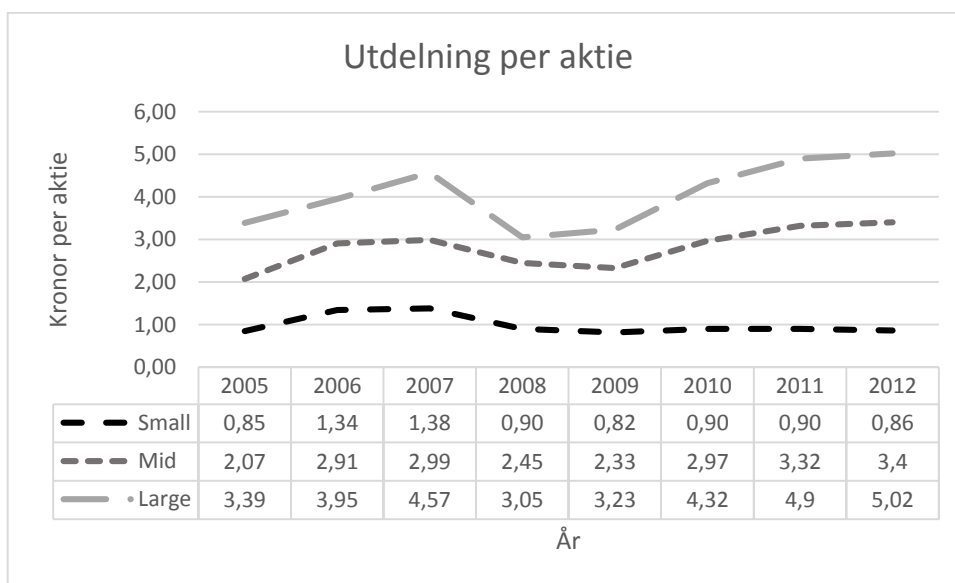
I denna graf visas den genomsnittliga utvecklingen av vinst per aktie och utdelning för samtliga undersökta företag. Den heldragna linjen visar vinsten per aktie och den streckade linjen visar utdelningen. Precis som i bilaga C syns den ekonomiska kraschen år 2008 då vinst per aktie föll med 94 % jämfört med året innan. Utdelningen samma år föll enbart med 29 %.

I bilaga D illustreras förhållandet mellan de genomsnittliga vinst per aktie och utdelning. Året 2008 var vinsten enbart 0,46 kr per aktie medan utdelningen var 1,9 kr vilket gör att utdelningsförhållandet det året blir 413 %. Innan krisåret 2008 håller sig utdelningsförhållandet runt 30 % medan efter krisåret var det kring 60 % istället.



Figur 3 – Genomsnittlig utveckling för vinst per aktie för varje Cap.

I en jämförelse av genomsnittlig vinst per aktie mellan de olika segmenten på Stockholmsbörsen ser Mid Cap, den ljusgråa linjen, ut att fluktuerast mest. Den svarta linjen visar förändringen för Large Cap och den mörkgråa linjen visar förändringen för Small Cap.



Figur 4 – Genomsnittlig utveckling för utdelning för varje Cap.

Precis som den tidigare grafen visar här en jämförelse mellan de olika storleksindelningarna men i denna graf är det utdelningen som jämförs. Den gråstreckade linjen är Large Cap som över alla år delar ut mest pengar i genomsnitt. Den mörkgrå prickade linjen är Mid Cap och den svartstreckade linjen är Small Cap som delar ut minst pengar per aktie.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,310 ^a	,096	,095	2,49567

Tabell 1 – Korrelationen och determinationskoefficienten mellan vinst per aktie och utdelning för samtliga bolag

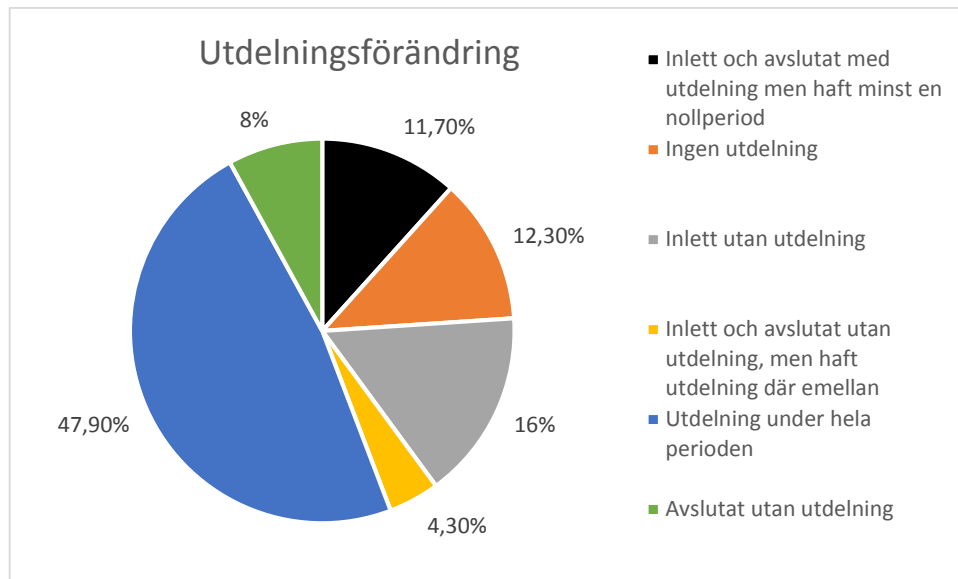
Den här tabellen visar att sambandet mellan vinst per aktie och utdelning för samtliga bolag i form av korrelation. Korrelationen (R) mellan dessa variabler är 0,310 och determinationskoefficienten (R square) är 0,096. Det betyder att enbart 9,6 % av förändringen i utdelning kan förklaras av förändringen i vinst per aktie.

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2,088	,072	29,098	,000
	Alla vinst per aktie	,047	,004	,310	,000

Tabell 2 – Regressionen för vinst per aktie och utdelning för samtliga bolag

Här visas hur relationen mellan vinst per aktie och utdelning utvecklas. Med de siffror som undersökningen är baserad så finns det ett signifikant samband och för varje ökad krona i vinst ökar utdelningen med 4,7 öre. Men i och med att determinationskoefficienten är så låg blir det svårt att dra några direkta slutsatser från dessa siffror.



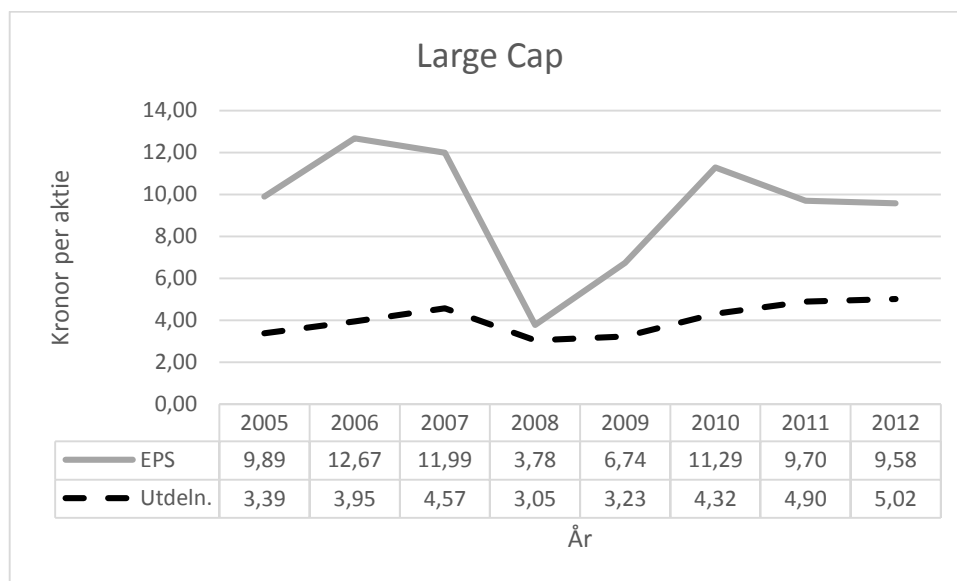
Figur 5 - Förändring av utdelning under tidsperioden

I figur 5 illustreras hur samtliga bolag har hanterat sin utdelning under tidsperioden.

- Den största delen, 47,9 %, har under alla år haft utdelning och inte haft något år utan utdelning.
- 16 % inlett med noll kronor i utdelning för att sedan börja med en utdelning och hålla den resten av perioden.
- Bolagen som inte delat ut några pengar under hela tidsperioden motsvarar 12,3 %.
- 11,7 % av samtliga företag har inlett och avslutat tidsperioden med utdelningen men minst ett år sänkt sin utdelning till noll kronor.
- enbart 8 % har haft utdelning och sedan avslutat tidsperioden utan utdelning.
- Endast 4,3 % av företagen har inlett och avslutat utan utdelning men minst ett av åren haft en utdelning.

5.2 Large Cap

Nedan visas resultaten hos Large Cap.



Figur 6- Genomsnittlig utveckling av vinst per aktie och utdelning för bolag noterade på Large Cap

En sammanställning av alla Large Cap bolagen presenteras i figur 6, den visar den genomsnittliga utvecklingen för vinst per aktie och för utdelning. Den genomsnittliga vinsten per aktie för dessa bolag går dels inte under utdelningen och har heller inget år med negativt resultat. Under tidsperioden syns en positiv trend i utvecklingen av utdelningen med en nedgång under krisåret 2008 för att sedan återhämta sig till nästan samma nivåer som innan krisen.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,283 ^a	,080	,078	2,54037

Tabell 3 - Korrelationen och determinationskoefficienten mellan vinst per aktie och utdelning för företagen på Large Cap

Korrelationen mellan vinst per aktie och utdelning för bolagen på Large Cap visar på ett lågt samband då korrelationen är 0,283 och determinationskoefficienten är 0,08. Detta betyder att 8 % av förändringen i utdelningen kan förklaras av förändringen i vinst per aktie.

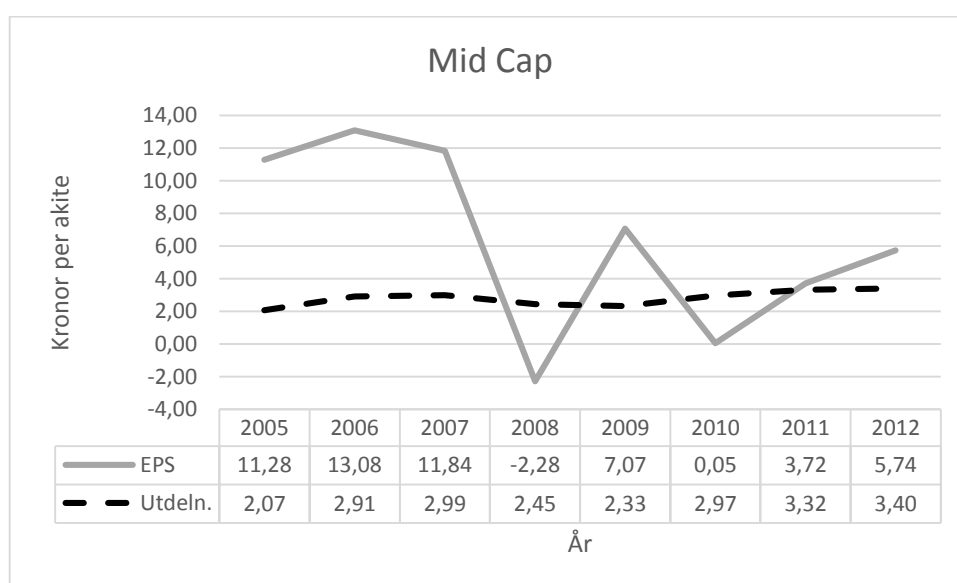
Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	3,481	,167		20,843	,000
	Vinst per aktie på Large	,061	,011	,283	5,647	,000

Tabell 4 - Regressionen för vinst per aktie och utdelning för företagen på Large Cap

Regressionen för de stora bolagen visar ett signifikant samband och ökar vinst per aktie med 1 krona så ökar utdelningen med 6,1 öre. Enligt denna regression så delar de stora bolagen ut 3,48 kr när de inte gör någon vinst.

5.3 Mid Cap

6. Nedan visas resultaten hos Mid Cap.



Figur 7- Genomsnittlig utveckling av vinst per aktie och utdelning för bolag noterade på Mid Cap

I figur 7 visas sammanställningen av resultaten för bolagen noterade på Mid Cap. Grafen visar den genomsnittliga utvecklingen för både vinst per aktie och för Utdelningen. Till skillnad mot de andra storleksindelningarna så har den genomsnittliga vinsten per aktie ökar markant mellan 2008 och 2009, 410 %, för att sedan falla rejält det följande året, -99 %.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,211 ^a	,045	,042	2,72154

Tabell 5 - Korrelationen och determinationskoefficienten mellan vinst per aktie och utdelning för företagen på Mid Cap

Fluktuationen i vinst per aktie när utdelningen inte rör sig på samma sätt göra att korrelationen mellan variablerna för Mid Cap bolagen är den minsta, så låg som 0,211. En anledning till den stora fluktuationen i vinst per aktie och därmed den låga korrelationen kan bero på några extremvärden från Eniro som de första undersökta åren har få antal aktier. Determinationskoefficienten blir då så låg som 0,045 och det betyder att 4,5 % av förändring i utdelning kan förklaras av förändring hos vinst per aktie.

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2,679	,154		17,432	,000
	Vinst per aktie på mid	,020	,005	,211	3,904	,000

Tabell 6 - Regressionen för vinst per aktie och utdelning för företagen noterade på Mid Cap

Ovan visas relationen mellan vinst per aktie och utdelningen. De siffror som använts för Mid Cap visar att det finns ett signifikant samband och att när vinst per aktie ökar med 1 krona så ökar utdelningen med 2 öre. När företagen på Mid Cap inte gör någon vinst så säger regressionen att det ändå delas ut 2,68 kr.

I bilaga E visas relationen mellan vinst per aktie och utdelningen för företagen på Mid Cap. Det finns fyra extremvärden vilka alla är från Eniro. För att se hur mycket dessa extremvärden påverkade korrelationen och regressionen så gjordes ett test med dessa siffror borträknade. Resultatet visas nedan.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,386 ^a	,149	,147	2,57522

Tabell 7 - Korrelationen och determinationskoefficienten mellan vinst per aktie och utdelning för företagen på Mid Cap utan Eniro

Coefficients^a

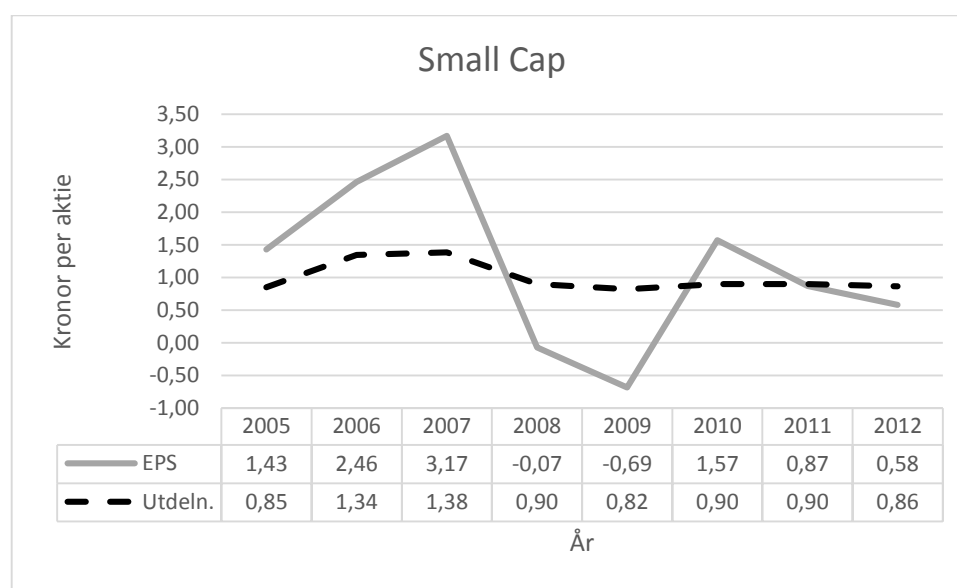
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2,363	,157		15,011	,000
	Midepseniro	,094	,013	,386	7,472	,000

Tabell 8 - Regressionen för vinst per aktie och utdelning för företagen på Mid Cap utan Eniro

Med Eniro borträknat visar det vissa skillnader. Korrelationen ökar från 0,211 till 0,386 vilket betyder att determinationskoefficienten ökar från 0,045 till 0,149. Alltså förklaras nästan 15 % av förändringen i utdelning av vinsten per aktie istället för tidigare 4,5 %. Sedan ökar även lutningen på regressionslinjen från att utdelningen enbart ökar men 2 öre per ökad krona i vinst per aktie till att utdelningen ökar med 9,4 öre.

5.4 Small Cap

Nedan visas resultaten hos Small Cap.



Figur 8 - Genomsnittlig utveckling av vinst per aktie och utdelning för bolag noterade på Small Cap

Figur 8 visar den genomsnittliga utvecklingen på vinst per aktie och utdelning för bolagen på Small Cap. Den heldragna linjen visar vinst per aktie och den streckade linjen visar utdelningen. För dessa bolag så är det tre år som vinsten per aktie är lägre än utdelningen. 2012 är vinsten per aktie 60 % lägre än vad den var 2005 vilket tyder på att dessa bolag inte återhämtat sig lika bra som de två andra storleksindelningarna.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,461 ^a	,213	,211	1,44007

Tabell 9 - Korrelationen och determinationskoefficienten mellan vinst per aktie och utdelning för företagen på Small Cap

Sambandet mellan vinst per aktie och utdelning är det högsta för bolagen på Small Cap. Korrelationen blir 0,461, vilket är den högsta bland alla segmenten. Determinationskoefficienten är 0,213 som betyder att 21,3 % av förändringen i utdelning kan förklaras av förändringen i vinst per aktie.

Coefficients ^a						
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	,860	,059		14,503	,000
	Vinst per aktie på smallbolagen	,114	,009	,461	12,795	,000

Tabell 10 - Regressionen för vinst per aktie och utdelning för företag noterade på Small Cap

Relationen mellan vinst per aktie och utdelningen visas ovan. På Small Cap finns ett signifikant samband som tyder på att vid en ökning på 1 krona i vinst per aktie så ökar utdelningen med 11,4 öre. Regressionen säger också att när ett företag inte gör någon vinst så delar bolaget endast ut 0,86 kr, vilket är det lägsta av de tre storleksindelningarna.

6 Analys

I detta kapitel analyseras och diskuteras regressionerna, korrelationerna och figurerna från empirin och jämförs med tidigare forskning.

6.4 Samband mellan vinst per aktie och utdelning

Korrelationen för företag noterade på Small Cap var den högsta, 0,461. Detta kan i enlighet med Holts teori, om utdelningar i olika stadier i livscykeln, tyda på att mindre företag till större del baserar utdelningen på den vinst företaget gör medan större företag är mer benägna att undvika en reduktion av sin utdelning och ha en positiv eller åtminstone en stabil trend. Detta gör att H1 måste förkastas då alla korrelationer är låga, närmare noll än ett.

	Korrelation	a	b
Small Cap	0,461	0,86	0,114
Mid Cap	0,211	2,67	0,02
Large Cap	0,283	3,48	0,06
Mid Cap utan Eniro	0,386	2,36	0,094

Tabell 11- Sammanfattning av sambanden mellan vinst per aktie och utdelning

I tabell 11 ovan visas en sammanställning av de framräknade korrelationer och regressioner. I tabell 11 ovan visar "a" var regressionslinjen bryter y-axeln, alltså hur mycket som teoretiskt sett delas ut när vinsten per aktie är lika med noll och "b" visar förändringen i kronor för utdelningen när vinsten per aktie ökar med 1 krona.

Resultaten i denna studie är inte helt i enlighet med det som Holt kom fram till, baserat på korrelationen och regressionen. Däremot visar figur 4 tydligt att större företag i genomsnitt ger en högre utdelning än mindre företag helt i enlighet med hur utdelningen enligt Holt skulle följa livscykeln. Det syns tydligt att företag noterade på Small Cap har en utdelning som följer vinsten mer än de två andra storleksindelningarna då dels utdelningen enbart är 0,86 kr när vinsten är noll och att den ökar mest i takt med vinsten, 0,114 kr per ökad krona i vinst. Enligt regressionen så delar företag på Large Cap teoretiskt sett ut 3,48 kr per aktie vid en vinst på noll kronor och ökar bara utdelningen med 6 öre per varje ökad krona i vinst. Detta tillsammans med den låga korrelationen betyder att större företag på en lägre nivå än mindre bolag anpassar utdelningen efter den vinst man gör och istället har en tydlig utdelningspolicy som man följer. Med Eniro borträknat så hamnar Mid Cap emellan Small och Large Cap på alla variabler vilket skulle vara i enlighet med Holt men när Eniro är medräknat så blir bara brytningspunkten med y-axeln mellan Small och Large Cap. Med Eniro inräknat så gör det att utdelningen på Mid Cap följer vinsten till mindre grad än på Large Cap.

I och med att korrelationerna är så pass låga som resultaten visar tyder det på att företagen, i enlighet med de flesta andra studier, hellre ser konsekvent och jämn utdelning över tid än att anpassa utdelningen till vinsten. Detta skulle kunna bero på den negativa signal företagen sänder ut vid en minskad utdelning.

6.5 Håller företag på Stockholmsbörsen en jämn utdelning över tid?

Den genomsnittliga utdelningen för samtliga bolag pendlar mellan 1,87 och 2,69 kr med enbart en nedgång under tidsperioden. Den nedgången sker mellan 2007 och 2008 och då

sjunker utdelningen med 30 %. När företagen delas in i vardera Cap så har Small Cap gjort en nedgång i utdelning mellan åren 2007-2009 på 40,5 %. Utdelningen för företag på Large Cap har under samma period gått ner med 30 %, bara mellan år 2007 till 2008 minskade utdelningen med 33 % för att sedan öka lite år 2008 till 2009. Företag noterade på Mid Cap sänkte sin utdelning i genomsnitt med 22 % mellan åren 2007 till 2009. Mellan åren 2009 till 2012 så vänder trenden för samtliga storleksindelningar och under dessa år så fluktuerar den genomsnittliga utdelningen för Large Cap och Mid Cap som mest. Large Cap ökar med 55 % och Mid Cap med 45 % medan utdelningen på Small Cap endast ökar med 4,8 %. Mellan åren 2009 till 2012 så går det att tyda att utdelningen för företag på Small Cap börjar stagnera, de har sina toppar under åren 2006 och 2007. Under lågkonjunkturen åren 2008 till 2009 så försöker företagen att hålla utdelning konsekvent trots att deras vinst per aktie sjunker till väldigt låga nivåer. Det gör att företagen måste hämta kontanta medel antingen från kvarhållna vinstmedel eller låna för att kunna finansiera utdelningen. I figur 7 och 8 syns det att den genomsnittliga utdelningen fortfarande hålls på en relativt konsekvent nivå, trots att företagen på Small och Mid Cap har negativa resultat. Hos Large Cap så blir vinst per aktie aldrig negativ och de har aldrig under tidsperioden gjort utdelningar som är större än vinsten.

Jämförs den aktuella studien med den som Brav et.al genomför så kommer de fram till att utdelning hålls på en jämn nivå och det sker endast minskningar av utdelning när fallen är extrema, under den tidsperiod som denna studie undersöker så går världsekonomin igenom en svår lågkonjunktur och det här skulle kunna vara ett extremfall som Brav et.al talar om i deras studie. I så fall visar studien att utdelningen hålls på en konsekvent nivå och sänks bara vid extremfall. I Brav et.al's studie så genomförs enkätstudier och det är företagsledarna själva som skriver att minskningar i utdelning beror på extremfall men de skriver inte vad ett extremfall är. Det leder till att det är svårt att definiera vad ett extremfall är, men finanskrisen år 2008 bör de flesta företagsledare anse vara ett extremfall.

I Lintners studie menar han att företag vill bygga upp långsiktiga förhållanden mellan vinst per aktie och utdelning. Det betyder att företagen vill hålla utdelningen på en konsekvent nivå i relation till vinst per aktie. I den aktuella studien syns det tydligt att utdelningen följer vinst per aktie fram tills krisåret 2008 där utdelningsförhållandet var över 400 %. Därefter så följer utdelningen vinst per aktie igen, dock på en högre nivå. Enligt den aktuella studien identifieras inte några bevis för denna del i Lintners teori, då resultaten visar att förhållandet mellan utdelning och vinst per aktie inte är konsekvent. Dock är den aktuella studiens valda tidsperiod för kort för att kunna förkasta Lintners teori.

Med bakgrund i detta kan H2 förkastas, då utdelningen fluktuerar under tidsperioden och att utdelningsförhållandet inte håller en konsekvent nivå som Lintner menar. Detta är mest troligt på grund av lågkonjunkturen och som enligt Brav et.al kan vara ett extremfall som gör att företag sänker utdelningen.

Vi accepterar dock H3 då vi kan se att under åren 2008 till 2009 så sjunker alla Caps vinst per aktie och trots detta så försöker företagen hålla utdelningen konsekvent, vilket resulterar i det extrema utdelningsförhållandet på 413 %.

6.6 *Minskar utdelning?*

Figur 5 som redovisas i empirin visar vilka företag som antingen börjat lämna en utdelning, slutat med utdelning, haft utdelning under hela tidsperioden eller aldrig haft någon utdelning. Fama et. al kom ut med sin studie 2001 där de undersöker "Disappearing dividends: changing

firm characteristics or lower propensity to pay” och de kommer fram till att andelen företag som lämnar en utdelning har minskat mellan åren 1978 till 1999. Detta menar de beror på flera faktorer som exempelvis att företag som aldrig har haft utdelning har större tillväxtpotentialer. Den aktuella studien visar att andelen företag på Stockholmsbörsen som har påbörjat med utdelning under tidsperioden 2005-2012 är större än andelen företag som har haft utdelning men slutat lämna utdelning, 16 % som börjat jämfört med 8 % som slutat lämna utdelning. I den aktuella studien går det inte att se samma utveckling som Fama et. al gjorde, den aktuella studien visar att det är en större andel företag som börjar lämna utdelning än företag som slutat lämna utdelning. Detta visar dock inte hela sanningen då studien inte tar hänsyn till vad som händer före och efter den valda tidsperioden.

Från år 2007 till 2008 sjunker den genomsnittliga utdelningen för alla bolag på Stockholmsbörsen med 29,3 % och under dessa år, med den finansiella krisen, så sjunker OMX Stockholm PI med 60 %. Gerald R Jensen et.al som genomförde sin studie som undersöker vad en minskning i utdelning signalerar kommer fram till att detta till stor del påverkar investerare negativt och att aktiekursen påverkas negativt inom en 3 års period. Det stora aktiekursfall som syns på Stockholmsbörsen under dessa två år skulle då dels kunna bero på den minskade utdelningen och på hur investerarna tror att ledningen i företagen ser på framtiden.

Det finns dock problem med att dra för snabba slutsatser som att utdelningen ökar och att aktiekursen påverkas starkt negativt vid minskning av utdelning i den aktuella studien. Dels på grund av att det inte syns vad som händer före och efter den valda tidsperioden för studien. Ett företag som inleder tidsperioden utan utdelning för att sedan ”börja” eller ett företag som enbart sista året inte har någon utdelning kan inte helt säkert sägas avslutat eller påbörjat sin utdelning då det finns andra anledningar till enstaka år utan utdelning.

7 Slutsats

I nedan kapitel kommer vi att besvara våra frågeställning som presenterades under inledningen.

Finns det ett samband mellan utdelning och vinsten när ekonomin fluktuerar kraftigt och i så fall hur starkt är det, samt finns det en skillnad mellan olika stora företag?

I denna studie talar det mesta för att det inte finns någon stark korrelation mellan vinsten och utdelningen när ekonomin fluktuerar starkt. Detta då ingen framräknad korrelation är närmare ett än noll.

- För samtliga bolag var korrelationen endast 0,31 och regressionen 0,047.
- Den starkaste korrelationen var 0,461 och den identifierades på Small Cap och det var också där som regressionen mellan variablerna var störst, 0,114, samt att utdelningen börjar på den lägsta nivån för de olika storleksindelningarna.
- Företagen på Mid Cap har en svagare korrelation och regression, 0,211 respektive 0,02, än företag på Large Cap, 0,283 respektive 0,06, vilket tidigare forskning menar inte ska vara fallet. Med vissa extremtal borträknade så visade korrelationen, 0,386, och regressionen, 0,094, mer liknande resultat som tidigare forskning kommit fram till med Mid Cap mellan Large och Small Cap.

Minskar antalet företag som lämnar utdelning?

Det går inte att fastställa att antalet företag med utdelning minskar då det i studien endast är 8 % av de undersökta företagen som har slutat lämna utdelning, medan 16 % av de undersökta företagen har påbörjat att lämna utdelning under tidsperioden. 11,7 % av de undersökta företagen har haft ett år utan utdelning. Det visar på att det inte går att dra för stora slutsatser att dessa 8 % som slutar lämna utdelning verkligen slutar att lämna utdelning då det eventuellt endast är en nollperiod som sker och sedan börjar de att lämna utdelning igen.

8 Diskussion

Nedan kommer det att diskuteras om vilken kritik det finns till studien och hur vidare forskning skulle kunna genomföras.

8.4 Kritik

Den valda tidsperioden i den här studien hade kunnat förlängas för att få in mer data och på det sättet få mer generaliserbara slutsatser om utdelningar hålls på en konsekvent nivå trots en fluktuerande marknad.

En annan kritik är användningen av retriever business. Där finns alla årsredovisningar men de är scannade från originalen och det har medfört en del problem då vissa delar i årsredovisningarna har varit svårläsliga. Det ska även sägas att årsredovisningar som använts inte till 100 % visar sanningen då detta endast är företagets uppgifter till skatteverket och det inte sker ständiga kontroller av exaktheten i alla siffror. Dock är utdelningen och vinsten variabler som inte tål lika stora missvisningar jämfört med exempelvis vissa tillgångsposter.

En sista kritik till den valda metoden är att det inte har genomförts några intervjuer med företag. Om intervjuer använts så hade studien eventuellt på ett bättre sätt kunnat förklara vissa fenomen som skulle vara intressanta att undersöka.

8.5 Vidare forskning

Inom ämnet utdelning kommer det alltid att finnas många delar och områden som är lämpliga att forska kring. Med ett perspektiv utifrån den aktuella studien så finns det också delar som kan utvecklas eller ändras. Först och främst skulle en längre tidsperiod ge betydligt större datamängd att analysera och dra slutsatser ifrån, vilket skulle göra att nya studier med större säkerhet skulle kunna dra mer generaliserbara slutsatser. Det kan också vara lämpligt att utöka studien i antalet företag. Dels genom att ändra kriterierna och exempelvis ta bort kriteriet om valuta och med stor noggrannhet räkna om dessa valutor för att få fler företag samt att aktiebolag som inte är börsnoterade kan studeras. Detta skulle också ge en större mängd data som kan ge mer generaliserbara resultat.

Ytterligare en del som kan läggas in för vidare och utvecklande forskning är att ta med andra variabler som kan påverka utdelningen. Dessa variabler skulle exempelvis kunna vara ägandestruktur, investeringsverksamhet och substitut till utdelning. Detta för att även om konjunkturer påverkar företagets resultat som i sin tur kan påverka utdelningen så finns det mycket annat som också påverkar företagets utdelningar och utdelningspolicy.

9 Källor

9.4 Tryckta källor

Baker et. Al, Financial Management. *A Survey of Management Views on Dividend Policy*, Vol 14(3): Autumn 1985: pp. 78-84

Brav, A. Graham & J.R. Harvey, C.R. Michaely, R. *Journal of Financial Economics*, *Payout policy in the 21st century*, Vol.77(3), Sep 2005, pp 483-527

Brunzell, Tor, et al. *Dividend Policy in Nordic Listed Firms*. Available at SSRN 2313058 2013.

Bryman, Alan & Bell, Emma, *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Malmö: Liber ekonom, 2010.

Carlsson, Marianne & Douhan, Gunel Rönér, *Statistik – en introduktion*, Stockholm: Runa, 1992.

Denscombe, Martyn, *Forskningshandboken: för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna*, Lund: Studentlitteratur, 2009.

De Riddler A & Råsbrant J, *Studies in economics and finance*, *Share repurchases: does frequency matter?*, Vol. 31(1) 2014, pp. 88-105.

Fama et.al *Journal of Financial Economics*, *Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?*, Vol 60(1): Apr. 2001: pp. 3-43.

Gerald R Jensen et.al. *Journal of corporate finance*, *What do dividend reduction signal?* Vol. 16(5), dec 2010, pp. 736-747.

Hillier, David & Ross, Stephen & Westerfield, Randolph & Jaffe, Jeffrey & Jordan, Bradford, *Corporate finance European edition*. Berkshire: McGraw-Hill Higher Education, 2013.

Holt, Richard W.P, *Journal of economic dynamics and control*, *Investment and dividend under irreversibility and financial constraints*, Vol. 27(3), Jan 2003 pp. 467-502.

Lind, Douglas A & Marchal, William G & Wathen, Samuel A, *Statistical techniques in business & economics*, New York: McGraw-Hill/Irwin, 2012, pp. 462-470, 487-488.

Lintner J, *The american economic review*, *Distribution of income of corporations among dividend, retained earnings and taxes*, Vol 46(2): maj 1956: pp 97-113.

Von Eije et. Al, *Journal of Financial Economics*, *Dividends and share repurchase in the European Union*, Vol 89(2): Aug. 2008: pp. 347-374.

9.5 Elektroniska källor

Avanza

Kursutveckling för OMXSPI

<https://www.avanza.se/index/om-indexet.html/18988/omx-stockholm-pi> (2014-04-04).

Konjunkturinstitutet

Index över konjunkturen i Sverige.

http://statistik.konj.se/Chart.aspx?layout=chartViewLine&px_tableid=KonjBar%5cIndikatorer%5cIndikatorq.px&px_language=sv&px_type=PX&px_db=KonjBar&rxid=b1627d90-7b52-44e2-bf44-2eb5b702a5bc (2014-04-15 12:07)

Nasdaq OMX Nordic

Information om aktier på de nordiska börserna

<http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier> (2014-03-26 13:44)

Retriever Business

En plattform för svenska företags årsredovisningar

<https://web.retriever-info.com/services/businessinfo.html>

Reuters

Artikel om finanskrisen

<http://www.reuters.com/article/2009/02/27/idUS193520+27-Feb-2009+BW20090227> (2014-04-15)

Skatteverket

Svar på frågor kring skatteregler.

<http://www.skatteverket.se/privat/sjalvservice/svarpavanligafragor/rantorochutdelning/privatrantorfaq/vilkaskattereglergallerforranteinkomsterutdelningarochrantebidrag.5.18e1b10334e8bc8000118462.html> (hämtad 2014-02-24 17.53)

Svenskadagbladet (SVD)

Tidningsartikel om utdelning.

http://www.svd.se/naringsliv/okad-vinst-for-indutrade_8997264.svd17 (2014-02-24)

Svenska bankföreningen

Information om finanskrisen med början året 2008

[http://www.swedishbankers.se/web/bf.nsf/\\$all/9D69A0848D5B834DC125760F003C168D](http://www.swedishbankers.se/web/bf.nsf/$all/9D69A0848D5B834DC125760F003C168D)
(2014-04-15)

Swedbank

Information om de olika storleksindelningarna på börsen.

<https://www.swedbank.se/privat/spara-och-placera/aktier/lar-mer-om-vardepapper/aktieskola/hur-bolagen-klassificeras/index.htm> (2014-04-03 10:33)

Bilagor

Bilaga A – "Homemade dividend"

Företag A med vanlig utdelning	Företag B med "homemade dividend"
100 aktier	100 aktier
å 10 kr	å 10 kr
värde 1000 kr	värde 1000kr
Utdelning 100 kr	Utdelning 0 kr
Aktieförsäljning 0 st	Aktieförsäljning 10 st
Kontanta medel 100 kr	Kontanta medel 100 kr
Kvarvarande värde	Kvarvarande värde
100 aktier	90 aktier
å 9 kr	å 10 kr
värde 900 kr	värde 900 kr

Bilaga A - Exempel på "homemade dividend" ³⁷

Bilaga B - Bortfall

Företag	Anledning till bortfall
AarhusKarlshamn	Inte noterade alla år
ABB Ltd	Årsredovisning inte i SEK
Allenex	Inte noterade alla år
Arctic Paper	Inte noterade alla år
Arise	Inte noterade alla år
AstraZeneca	Årsredovisning inte i SEK
Autoliv SDB	Årsredovisning inte i SEK
Avega Group	Inte noterade alla år
Black Earth Farming SDB	Årsredovisning inte i SEK
BlackPearl Resources SDB	Årsredovisning inte i SEK
Bufab Holding	Inte noterade alla år
Byggmax Group	Inte noterade alla år
Catena	Inte noterade alla år
Cavotec	Inte noterade alla år
CDON Group	Inte noterade alla år
Cloetta	Inte noterade alla år
Concentric	Inte noterade alla år
Consilium	Ofullständig årsredovisning
Corem Property Group	Ofullständig årsredovisning
Creades	Inte noterade alla år
CTT Systems	Ofullständig årsredovisning
Dedicare	Inte noterade alla år

³⁷ Hillier, David & Ross, Stephen & Westerfield, Randolph & Jaffe, Jeffrey & Jordan, Bradford, *Corporate finance European edition*. Berkshire: McGraw-Hill Higher Education, 2013, pp. 495-498.

DGC One	Inte noterade alla år
Diös Fastigheter	Inte noterade alla år
Duni	Inte noterade alla år
East Capital Explorer	Inte noterade alla år
Electra gruppen	Inte noterade alla år
Endomines	Inte noterade alla år
Enquest PLC	Inte noterade alla år
Etrion	Inte noterade alla år
eWork Scandinavia	Inte noterade alla år
Fast.Balder	Ofullständig årsredovisning
FinnvedenBulten	Inte noterade alla år
FormPipe Software	Inte noterade alla år
Global Health Partner	Inte noterade alla år
Haldex	Ofullständig årsredovisning
Hemtex	Inte noterade alla år
Hexagon	Årsredovisning inte i SEK
Hexpol	Inte noterade alla år
HMS Networks	Inte noterade alla år
Husqvarna	Inte noterade alla år
ICA Gruppen	Inte noterade alla år
Indutrade	Inte noterade alla år
Intellecta	Ofullständig årsredovisning
KappAhl	Inte noterade alla år
Karolinska Development	Inte noterade alla år
Lindab International	Inte noterade alla år
Loomis	Inte noterade alla år
Lundin Mining Corporation SDB	Årsredovisning inte i SEK
Lundin Petroleum	Årsredovisning inte i SEK
Melker Schörling	Inte noterade alla år
Micro Systemation	Inte noterade alla år
Millicom Int.Cellular SDB	Årsredovisning inte i SEK
Moberg Pharma	Inte noterade alla år
MQ Holding	Inte noterade alla år
NAXS Nordic Access Buyout Fund	Inte noterade alla år
Nederman Holding	Inte noterade alla år
Net Entertainment NE	Inte noterade alla år
NeuroVive Pharmaceutical	Inte noterade alla år
Nordea Bank	Årsredovisning inte i SEK
Nordic Mines	Inte noterade alla år
Nordic Service Partn.Holdning	Inte noterade alla år
Oasmia Pharmaceutical	Inte noterade alla år
Odd Molly International	Inte noterade alla år
Opus Group	Inte noterade alla år
Orexo	Inte noterade alla år
Oriflame SDB	Årsredovisning inte i SEK
Platzer Fastigheter Holding	Inte noterade alla år
Rejlers	Inte noterade alla år
Rezidor Hotel Group	Inte noterade alla år
Sagax	Ofullständig årsredovisning

Sanitec Oyj	Inte noterade alla år
Seamless Distribution	Inte noterade alla år
Semafo	Inte noterade alla år
Shelton Petroleum	Inte noterade alla år
Stora Enso	Årsredovisning inte i SEK
Swedish Orphan Biovitrum	Inte noterade alla år
Swedol	Inte noterade alla år
Systemair	Inte noterade alla år
Tethys Oil	Ofullständig årsredovisning
Tieto Oyj	Årsredovisning inte i SEK
TradeDoubler	Inte noterade alla år
Transcom WorldWide SDB	Årsredovisning inte i SEK
Transmode	Inte noterade alla år
Tribona	Ofullständig årsredovisning
Trigon Argi	Inte noterade alla år
Unibet Group	Inte noterade alla år
Uniflex	Inte noterade alla år
Victoria Park	Inte noterade alla år
Wihlborgs Fastigheter	Inte noterade alla år
Vostok Nafta Investment SDB	Årsredovisning inte i SEK

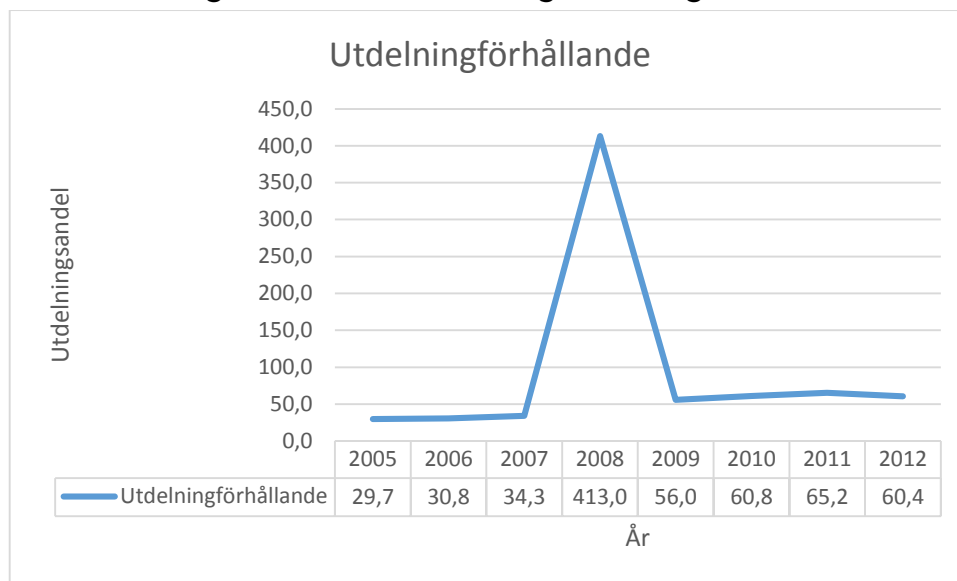
Bilaga C – Kursutveckling OMXSPI



Bilaga C - Hela Stockholmsbörsens kursutveckling 1 jan 2005- 31 dec 2012³⁸

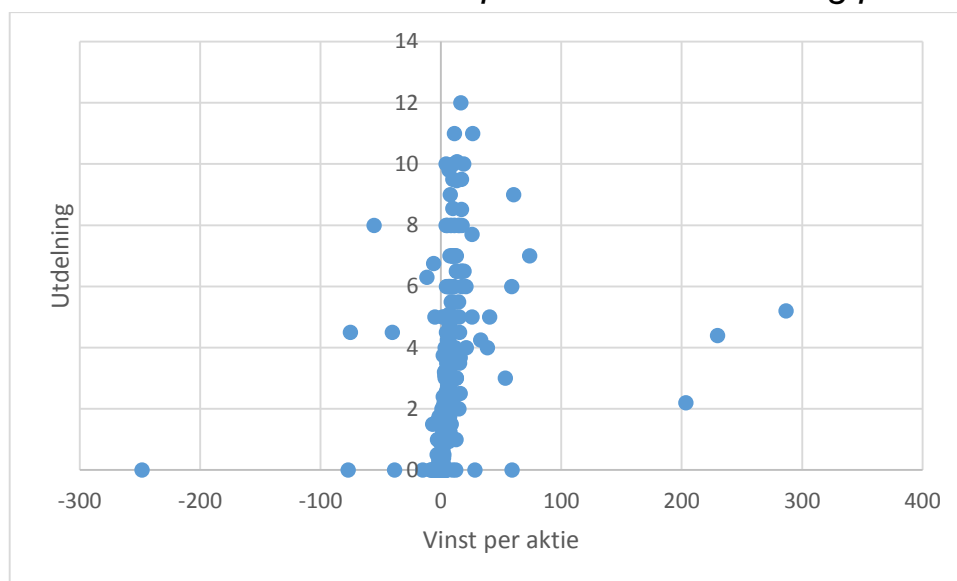
³⁸ <https://www.avanza.se/index/om-indexet.html/18988/omx-stockholm-pi> 2014-04-04.

Bilaga D – Utdelningsförhållande samtliga företag



Bilaga D - Förhållandet mellan vinst per aktie och utdelning

Bilaga E – Förhållande mellan vinst per akte och utdelning på Mid Cap



Bilaga E - Relation mellan Vinst per aktie och utdelning för företagen på Mid Cap