



EKONOMIHÖGSKOLAN
Lunds universitet

Kandidatuppsats i Företagsekonomi
Vårterminen 2007

Rika byggare leka bäst

Handledare

Per-Hugo Skärvad

Författare

Pär Glantz 820613-2758

Viktor Hellman 790212-0034

Patrick Lidberg 790822-0832

Daniel Persson 840124-3533

Sammanfattning

Titel:	Rika byggare leka bäst	
Seminariedatum:	2007-06-05	
Ämne/Kurs:	Fek 582, Kandidatuppsats i Företagsekonomi, 10 poäng (15 ECTS)	
Författare:	Pär Glantz	820613-2758
	Viktor Hellman	790212-0034
	Patrick Lidberg	790822-5613
	Daniel Persson	840124-3533
Handledare:	Per-Hugo Skärvad	
Nyckelord:	Utdelning, utdelningspolicy, residualteorin, Lintner	
Syfte:	Att genom studier på byggbranschen i Sverige lämna ett bidrag till den idag aktuella debatten kring kvartalskapitalism på börsen.	
Metod:	En kvalitativ studie genomförd på tre fallföretag inom byggbranschen.	
Empiri:	Årsredovisningar från åren 2000 – 2006 för respektive fallföretag, intervjuer med ekonomiskt ansvariga i ledningsgrupp i respektive företag, diverse artiklar.	
Slutsats:	Vi finner inget stöd för att företagen i vår studies investeringar har någon påverkan på utdelningsnivåer. Orsaken till detta tycks bero på att den finansiella ställningen under åren i studien varit god nog att möjliggöra bådadera.	

Abstract

Title:	Rich Constructors are the Best Players	
Seminar date:	2007-06-05	
Course/Major:	FEK 582, Bachelor Thesis in Business Administration (15 ECTS)	
Authors:	Pär Glantz	820613-2758
	Viktor Hellman	790212-0034
	Patrick Lidberg	790822-5613
	Daniel Persson	840124-3533
Advisor:	Per-Hugo Skärvad	
Key words:	Dividends, dividend policy, residual, Lintner	
Purpose:	By studying the Swedish construction industry our aim is to make a relevant contribution to the ongoing debate about the current situation on the Swedish stock market.	
Methodology:	A qualitative case study on a small number of companies in the Swedish construction industry	
Empirical foundation:	Annual reports from each company during the time period of 2000 - 2006. Interview with CFO (Chief Financial Officer) from each Company, Articles.	
Conclusion:	In the construction industry during the time of our study, we could not find any support to our thesis that investments affect the degree of dividends as compared to the annual net profit.	

Innehållsförteckning

Innehållsförteckning	1
1 Inledning	3
1.1 Problembakgrund.....	3
1.2 Problemdiskussion	6
1.3 Problemformulering.....	7
1.4 Syfte	7
1.5 Positionering	7
1.6 Målgrupp.....	8
1.7 Avgränsningar.....	8
1.8 Disposition	9
2 Metod	10
2.1 Vetenskaplig ansats.....	10
2.2 Tillvägagångssätt	11
2.3 Urvalsprocess.....	13
2.3.1 Urvalskriterier	14
2.3.2 Branschindelning	15
2.3.3 Företagsurval	16
2.4 Datainsamling	16
2.4.1 Primärdata.....	17
2.4.2 Sekundärdata.....	17
2.5 Metodkritik	18
3 Teoretisk referensram	19
3.1 Utdelningsnivå.....	19
3.2 The Dividend Irrelevance Theorem	21
3.3 Signalering	22
3.4 Klientelteorin	23
3.5 Agent- principalteorin.....	23
3.6 Residualteorin	25
3.7 Kapitalstruktur	25
3.7.1 Hävstångsformeln	27
3.7.2 Weighted Average Cost of Capital (WACC)	27
3.7.3 Pecking order	28
3.8 Tidigare forskning.....	29
3.8.1 Tidigare studier i Sverige.....	31
3.9 Sammanfattning av den teoretiska referensramen	32
4 Empiri	33
4.1 Urval	33
4.2 Byggbranschen.....	35
4.3 JM	36
4.3.1 Mål vision och strategi.....	38
4.3.2 Finansiell situation och investeringar	40
4.3.3 Ägarstruktur	41

4.3.4 Utdelningspolicy	42
4.4 NCC	43
4.4.1 Mål vision och strategi	44
4.4.2 Finansiell situation	46
4.4.3 Ägarstruktur	48
4.4.4 Utdelningspolicy	49
4.5 Skanska	50
4.5.1 Mål, vision, strategi	52
4.5.2 Finansiell situation	53
4.5.3 Ägarstruktur	54
4.5.4 Utdelningspolicy	55
4.6 Sammanfattning av empiri	56
5 Analys	61
6 Kritik till uppsats och vidare forskning	67
7 Källförteckning	69
7.1 Publicerade källor	69
7.2 Företagsinterna källor	71
7.3 Muntliga källor	71
7.4 Elektroniska källor	72
Bilaga 1	73

1 Inledning

I detta, det första av ett antal, kapitel redogör vi för det resonemang som lett fram till den frågeställning som behandlas i uppsatsen. Efter denna introducerande text och specificering av problemformulering befäster vi syftet för uppsatsen samt presenterar uppsatsens position och målgrupp. Kortfattat redogör vi sedan för uppsatsens disposition som vilken kommer leda oss till slutsatserna.

1.1 Problembakgrund

Under slutet av 1990-talet steg stockholmsbörsens värde kraftigt. Uppgången drogs av pågående IT-ryra samt en ny syn på företagsvärdering. Företagen expanderade och tillväxtutvecklingen dikterade kursen på aktierna. Begrepp som ”den nya ekonomin” myntades, vilket syftade till de fantastiska tillväxtmöjligheterna som existerade. Analyser byggdes i stor utsträckning på omsättningsökning, tillväxt i marknadsandelar och företagens benägenhet att investera. Men våren 2000 sprack bubblan. Analytikerna insåg att de uppblåsta värden som många företag tillskrivits aldrig skulle realiseras i form av den förväntade vinsten. Aktievärdena dök och från våren 2000 till hösten 2002 föll börsens totala värde med ca 60 %. Vad som hade börjat med en stark tilltro till den nya IT-tekniken hade smittats över på hela börsen och många företag drogs med i fallet. När läget stabiliserats insåg man att de tidigare nyttjade, fundamentala analyserna, som baseras på företagens kassaflöde, resultat och finansiella situation ger en mer sansad bild av vad företag kan förväntas prestera. Fokus flyttades alltså åter mot företagens årliga vinst samt ett ökat intresse för vilket kassaflöde som företaget genererade.

Under de senaste åren har ett flertal av våra främsta entreprenörer uttalat sig negativt om börsmarknaden. Detta mot bakgrund av de befintliga metoder som företagsvärdering bygger på. Enligt bland annat Carl Bennet och Göran Johansson (Dagens Nyheter, 2001) tvingas börsnoterade företag till en kortsiktig vinstfokuserad strategi för att tillgodose investerarnas önskemål. Enligt Bennet och Johansson upplever företagen denna press då de vet att analytikens värdering och fokus ligger på resultat snarare än tillväxt. Fenomenet benämns som kvartalskapitalism, vilket syftar till den hets företagen upplever att inför varje kvartalsrapport slå de förväntade vinsterna uppsatta av marknaden och analytiker. Bennet och Johansson menar att det finns en risk att företag genom detta tvingas att avstå från långsiktiga investeringar och strategier.

Även fackföreningar uttrycker sin oro i frågan. Då allt fokus ligger på resultat i snarare än investeringar ser man en risk i att utdelningsnivåerna blir alltför höga. En studie av de 20 största industriföretagen i Sverige, gjord av Dagens Arbete 2007, visar att 11 av dessa delar ut mer till sina ägare än vad de investerar. Denna siffra var år 2002 tre stycken (Dagens Arbete, 2007). Fackföreningarna anser att företagen inte investerar tillräckligt inför framtiden och att svenska storföretag därmed urholkas. Detta, menar fackförbunden, leder till att bolagen inte kommer att kunna behålla sin konkurrenskraft i framtiden, vilket i sin tur leder till att personal kommer att sägas upp. Anders Ferbe, vice ordförande för IF Metall uttrycker sig så här: "Missar man investeringarna, då missar man framtidens jobb och framtidens utvecklingsmöjligheter" (Ekonominyheterna TV 4, 2007). De stora bolagen slår ifrån sig och hävdar att de gör de investeringar som behövs, samt att de inte kan göra investeringar bara för att investeringar ska göras. "Vi kan inte släppa kraven på att investeringar ska ha affärsmässiga motiv. Är man vårdslös med investeringar äventyras företagets fortlevnad", säger Staffan Ternby, informationschef på Astra Zeneca (Dagens arbete, 2007).

Mot bakgrund av den förhållandevis starka kritiken riktad mot rådande förhållanden på kapitalmarknaden, söker Erik Amcoff i artikeln "Ordet som alla direktörer säger – men inte riktigt kan förklara" efter förklaring om termens betydelse genom intervjuer med ett antal profiler ur det svenska näringslivet (Affärsvärlden, 2007). Alla tillfrågade bedyrar sina långsiktiga avsikter i de bolag

där de är representerade genom styrelseposter. Helhetsintrycket utifrån näringslivsprofilerna är att det centrala för ett företags långsiktiga strategi är att dess ägare har en aktiv roll i företaget. Detta, hävdas det, leder till att styrelsen är mer positivt inställd till investeringar som först på sikt genererar avkastning.

Problematiken ligger, enligt kritikerna, i att vissa typer av ägare, däribland institutionella, främst intresserar sig för att nå högsta möjliga dagskurs, dvs. har en mycket kortsiktig tidshorizont i sina investeringar. Detta för att investerarnas främsta intresse är det kapital som förvaltas och inte företagen. Enligt Daniel Perez (2007), analytiker på Morgan Stanley, bygger analytikers värderingar av företagen på maximalt tre års framtida avkastningspotential. Detta på grund av att längre tidshorisonter kräver mer komplex analys och innebär större osäkerhet och ett högre risktagande, vilket blev tydligt under IT-yan. Det ställer även krav på en mer aktiv inställning till ägandet, dvs. delaktighet i företagets affärsidé och strategi. För företagets del innebär detta, menar kritikerna, att det tas mycket lite hänsyn till vilka investeringar som görs och vilka framtida vinstmöjligheter dessa genererar.

Är kritiken felriktad? Råder det överhuvudtaget en målkonflikt? Bedriver företagen inte bara en effektiv affärsverksamhet där kapitalnyttjande effektiviserats maximalt? Där investeringars förväntade avkastning kalkyleras noggrant och förkastas om de inte uppnår de satta kraven? Där ägarnas intressen prioriteras med all rätt eftersom de försett företagen med det kapital som krävs för verksamheten?

Eller är det så att företagen på allvar upplever sig hotade av kapitalmarknadens krav och frestas till hög utdelning och låg återinvestering? Är det bristen på chanstagningar som gör att företagets lönsamhet på sikt riskerar att urholkas? Är det nödvändigtvis de ägare som existerar för stunden i en högkonjunktur som skall ta del av de höga utdelningarna? Finns det en risk att företagen går förlorande ur striden i framtiden då man tappat sin konkurrenskraft?

1.2 Problemdiskussion

Bilden av vad som sker på stockholmsbörsen är i dagsläget således något splittrad. Det finns analytikerna som medger att fokus på företagsvärderingen ligger i huruvida företag i en mycket närliggande framtid genererar vinst. Det finns vissa företagare, som hävdar att de ändå har långsiktiga avsikter, bara att de är försiktigare med kapitalnyttjandet vid investeringar. Det finns fackföreningar och andra företagare som hävdar motsatsen, att företagen delar ut orimligt mycket pengar till sina ägare och inte intresserar sig för en längre tidshorisont.

Utdelningsnivåer är även enligt teorin en omtvistad fråga. Det är nämligen svårt att exakt definiera vad som styr utdelningens storlek. Lintner var först ut med att studera företags utdelningsnivå och upptäckte att företag gärna har en jämnt stigande utdelningsnivå för att signalera till omvärlden att företaget är välmående och har stark tilltro till framtiden (Lintner, John, 1956). Enligt andra studier har man funnit att utdelningar är en residual av årets resultat efter gjorda investeringar (Alli, Kasim, Khan, Qayym & Ramirez, Gabriel, 1993). Ytterligare andra menar att utdelningsnivåer är en helt oberoende variabel (Miller, Merton & Modigliani, Franco, 1961).

Vilken korrelation finns då mellan investeringar och utdelningar? Tidigare studier har nästan uteslutande kvantitativt studerat sambanden men kommit till olika slutsatser. Kvantitativa studiers fördel är att man över en större mängd företag snabbt kan se om det finns generella tendenser att företag beter sig på ett specifikt sätt. Däremot är det svårt att belysa vilka bakomliggande motiv företagen haft att agera enligt det funna mönstret.

För att skapa bättre förståelse kring om investeringar påverkar utdelningsnivån i ett specifikt företag anser vi att det är av stort intresse att studera huruvida företaget i fråga har en strategisk vinning i att genomföra investeringar. Eftersom investeringar inte bara sker per automatik utan ska syfta till att skapa en bättre framtida situation för företaget, vill vi studera om företag avstår från investeringar

som faktiskt i ett längre tidsperspektiv hade varit mer gynnsamma, och om dessa, i så fall, begränsas av utdelningar.

1.3 Problemformulering

Detta mynnar ut i att vår uppsats avser att studera:

- A. Kan företags skillnader av utdelningsgrad i byggbranschen i Sverige förklaras av deras investeringar¹?
- B. Vilken påverkan har investeringar på utdelningsgrad och varför förhåller det sig på detta sätt?

1.4 Syfte

Vårt syfte med uppsatsen är att lämna ett intressant och relevant bidrag till den pågående samhällsdebatten kring fenomenet kvartalskapitalism. Genom att studera huruvida investeringsviljan hos svenska byggföretag styr utdelningsnivåer hoppas vi kunna se om kritiken mot fenomenet är giltigt i denna bransch.

1.5 Positionering

Tidigare forskning har främst gjorts med hjälp av regressionsanalyser eller event-studys med ett stort antal, vanligtvis amerikanska eller brittiska, börsnoterade bolag. Metoden har gått ut på att försöka hitta statistiska samband mellan utdelningar och olika faktorer, som kan tänkas påverka den. Ägarstruktur, signalering, utdelningshistorik, skatteeffekter och investeringsmöjligheter har varit vanliga undersökningsvariabler. Resultaten har dock varit mycket blandade och forskningen är därför fortfarande i allra högsta grad levande.

¹ Vår definition av investeringar kommer utifrån företagets egen syn på vad detta är, och är hämtat ifrån kassaflödesanalysen där nettot från investeringsverksamheten från år till år ligger som grund.

Genom att göra en kvalitativ undersökning av svenska aktörer i byggbranschen hoppas vi kunna bidra till en mer nyanserad bild av huruvida investeringar bör genomföras men begränsas av utdelningar, och i hur stor utsträckning denna påverkan existerar.

1.6 Målgrupp

Uppsatsen vänder sig till alla med ett intresse för aktuella samhällsekonomiska frågor där temat långsiktighet berörs i sammanhanget av de omdiskuterade utdelningsnivåerna i dagsläget. Således är målgruppen företagsledaren, analytikern, forskaren, läraren och studenten m.fl.

1.7 Avgränsningar

För att kunna genomföra djupare analyser har vi valt att avgränsa vår studie till att endast innefatta bolag noterade på stockholmsbörsen, då vi tror att det kan vara lättare att få fram på primär- och sekundärdata om dessa bolag.

Ur ett aktieägarperspektiv är totalavkastningen av intresse, dvs den totala tillväxten i investerat kapital som uppgår till dels utdelningar över tid men även aktieprisökning. Vi kommer i vår uppsats bara fokusera på utdelningsnivå då detta är det vi ser som investeringars konkurrent om interna medel.

Vi har inte heller gjort åtskillnad mellan extrautdelning eller utdelning vilket kan påverka signaleringseffekten. Vid själva utdelningsförfarandet har vi även bortsett från eventuella skattemässiga effekter. Skatteeffekter kan påverka utdelningsnivån olika exempelvis beroende på vilken ägarstruktur företagen har och om större utländska ägare finns representerade.

1.8 Disposition

- | | |
|------------------------|--|
| 2. Metod | Här presenteras våra metodologiska avväganden och ställningstaganden under uppsatsskrivandet. Studiens arbetsprocess presenteras med figur och kompletteras med beskrivning. Avslutningsvis diskuteras kritiskt metodavsnittet samt validitet och reliabilitet. |
| 3. Teori | I detta kapitel introduceras läsaren för de teorier som användes för att förstå problemområdet och möjliggöra analys av det empiriska materialet. |
| 4. Empiri | Här beskrivs inledningsvis urvalsgruppen med en motivering utifrån tidigare uppsatta urvalskriterier. Därefter presenteras bransch och fallföretagen utifrån våra teoretiska referensramar. |
| 5. Analys och slutsats | Detta kapitel är direkt kopplat mot problemformuleringen, och är uppdelat i två delar enligt fråga A och B. Analysen byggs utifrån vårt empiriska material och diskuteras utifrån vår teoretiska referensram. Även slutsatserna följer direkt på respektive fråga. Avslutningsvis diskuteras ämnet under lite friare form. |
| 6. Kritik till uppsats | I sista kapitlet tar vi upp kritik mot vår uppsats, samt förslag på vidare forskning |

2 Metod

I det här kapitlet redogör vi inledningsvis för vår vetenskapliga ansats och hur vi i stort resonerar kring metodologiska val. Därefter ges en sammanfattande beskrivning av vår arbetsprocess under uppsatsskrivandet. Utifrån arbetsprocessen (fig. 1) följer resterande del av metodbeskrivningen där specifika metodologiska hänsynstaganden beskrivs med hänsyn till uppsatsens olika steg. Avslutningsvis reflekterar vi kritiskt över de problem och brister som finns med våra metodologiska val samt en diskussion rörande uppsatsens validitet samt reliabilitet.

2.1 Vetenskaplig ansats

Vårt mål med uppsatsen är att undersöka hur och varför, eller varför inte, investeringsstrategier påverkar ett företags utdelningsgrad. Uppsatsen är explorativ av sin karaktär då vi ser kunskapsluckor i ämnesområdet (Davidsson, Bo & Patel, Runa, 2003) som vi hoppas kunna bidra till att skapa förståelse kring. Det empiriska materialet består främst av kvalitativ data insamlad från ett fåtal fallföretag. I kvalitativa rapporter är fallstudier av stor vikt (Lundahl, Ulf & Skärvad, Per-Hugo, 1992) då ett eller ett mindre antal specifika fall ger möjlighet att granska på mer detaljerad nivå.

Under hela uppsatsförfarandet, redan från tidiga problematiseringsfasen insåg vi att problemområdets natur gjort det svårt att göra distinkta skillnader mellan faktaomdomen och värdeomdomen. I många fall där vi talat med kunniga inom området finansiering har åsikterna gått brett isär kring samma fenomen, och tydligt är att många av individernas reflektioner kring samband och förhållanden baseras på egna erfarenheter och upplevelser från olika sammanhang. Därför har en viktig aspekt av tolkningsprocessen varit att i första hand förstå de tillfrågades

situation och verklighetsbild för att tolka bakomliggande motiv till varför vi fått vissa specifika svar på frågor. Detta har skett genom att vi försökt betrakta frågeställningen utifrån den studerades synsätt, ett aktörssynsätt, för att förstå deras subjektiva logik och göra en meningsfull analys. Vi har under processen även själva tagit intryck och färgats av diskussioner kring ämnet. Detta har varit mycket viktigt att vara medveten om och försöka förhålla sig till på ett nyktert sätt i analysen. Framförallt då vår tidigare kunskap kring området var förhållandevis begränsad. Enligt ovanstående har vår arbetsprocess präglats av ett hermeneutiskt forskningsideal (Lundahl & Skärvad, 1992).

Som framgår i nästkommande kapitel utvecklades vår teoretiska verktygslåda successivt under urval och empirifasen då studien inbegrep många på förhand svårtolkade samspel. Då vi studerade effekter av okända orsaksfaktorer var det nödvändigt att söka sannolika samband och efter hand kontrollera rimligheten i dessa samband. Detta kännetecknar en abduktiv ansats (Wallén, Göran, 1996). Problematiken med detta angreppssätt är att god förkunskap om ämnet och frågeställningen är av stor vikt, vilket vi saknar. Det är också svårt att bekräfta validiteten i slutsatserna utan att dessa först testats genom praktiska försök (Wallén, 1996).

2.2 Tillvägagångssätt

Under uppsatsprocessen har vi försökt att arbeta strukturerat i den mån vi kunnat enligt följande modell (fig. 1). På grund av problemområdets komplexitet har vårt metodologiska arbete funnits med och utvecklats under hela arbetsprocessen för att hjälpa oss att förhålla oss på ett vetenskapligt vis till nya, och i vissa fall, oväntade landvinningar.

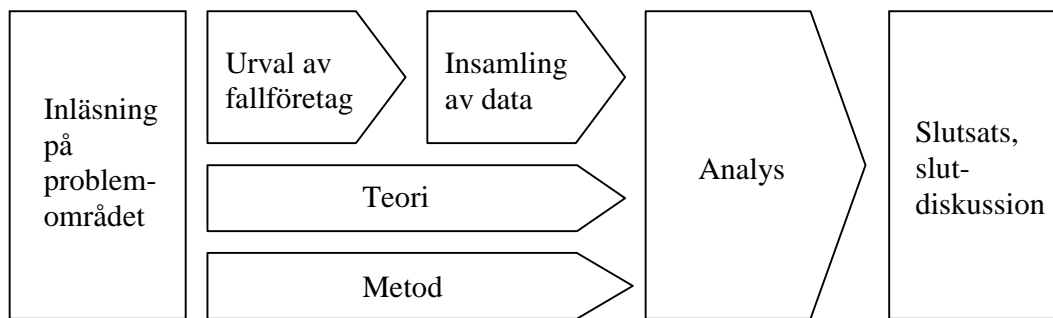


Fig 1. Modell som beskriver vår metodologiska ansats.

Inledningsvis i vårt arbete ville vi studera och analysera skillnader mellan företags långsiktighetsperspektiv och studera sambanden mellan dessa och kraven från börsmarknaden. Efter att ha läst in oss på problemområdet upptäckte vi stora definitionssvårigheter. Vad som egentligen innebar långsiktigt agerande och vilka faktorer som styrde detta skiljde sig väsentligt åt enligt många källor. Vi fann dock visst stöd för att utdelningar teoretiskt sätt kunde vara en begränsande faktor för att genomföra investeringar, vilket vi fann intressant att studera närmare.

För att gå vidare med vår ansats valde vi att kategorisera företag utifrån utdelningsnivå (inklusive extrautdelningar) / årets nettoresultat och jämföra företag inom på förhand upprättade kriterier. Kriterierna var ställda så att företagen i urvalet skulle kunna ligga till grund för en relevant strategisk jämförelse och analys.

Efter att vi funnit fallföretagen för vår studie samlades empiriskt material om dessa in, främst primärdata, men även viss sekundärdata. Under arbetsprocessen fram till analysen har nya teoretiska referensramar utnyttjats allt eftersom mer kunskap i området uppnåtts. Parallellt med detta har som nämnts ovan även vår metod omarbetats och utvecklats för att ge bättre stöd åt vår uppsats. Slutsats bygger därefter på vår analytiska granskning av fallföretagen och jämförelser dem emellan. Avslutningsvis diskuterar vi under lite friare form kring problemet i en diskussion som härleds dels utifrån vår egen slutsats men även från övriga intryck vi fått längs vägen.

2.3 Urvalsprocess

Med hänsyn till vår uppsats var det av intresse för oss att inledningsvis studera olika företags utdelningsnivåer och se hur dessa skiljde sig åt (motiv till val av utdelningsnivå i relation till årets resultat anges i teorikapitel 3.4). Informationen om utdelningsnivåer för de specifika företagen hämtades ur datorprogrammet Datastream som tillhandahåller en stor mängd nyckeltal och företagsinformation om börsnoterade företag och används av finansbranschen som underlag för analys.

För att begränsa extremvärden som uppstår om företag under specifika år gör ett förhållandevis bra eller dåligt resultat, men ändå bibehåller sin utdelningsstorlek gjordes en longitudinell studie (Nilsson, Henrik, Isaksson, Anders & Martikainen, Teppo, 2002) där vägda genomsnitt av företagens utdelning och vinst över tid (år 2000-2006) jämfördes. Att skapa en historisk bild av företagens genomsnittliga utdelningsnivå gav oss en möjlighet att finna aktörer med liknande strategiska förutsättningar i samma bransch, men vars utdelningsnivå över tid ändå skiljde sig åt.

Enligt Nilsson et al. (2002) skall företag som jämförs strategiskt mot varandra likna varandra vad gäller produkter, kunder, marknad och teknologi. Därför ansåg vi det nödvändigt att upprätta en lista med kriterier vilka de företag som skulle ingå i urvalet förväntades uppfylla. Kriterierna upprättades så att både bransch- och företagsspecifika faktorer skulle beaktas och ge högsta möjliga validitet i studien.

2.3.1 Urvalskriterier

Följande kriterier att beakta upprättades för att finna en lämplig bransch att studera:

Antal aktörer: Vi avser att studera minst åtta företag. Att begränsa oss till ett högre antal aktörer tror vi innebär en risk till att exkludera för många branscher. Med färre än åtta aktörer i branschen blir det många branscher att undersöka och få aktörer ger sämre generaliserbarhet.

Branschens mognadsgrad/ branschstruktur: Vi vill undersöka en mogen bransch där spelreglerna är väletablerade och tillväxtgrad förhållandevis stabiliserad.

Spridning av omsättningsökning/ vinstutdelning hos aktörer i branschen: En av förutsättning för att göra studien är att det existerar en viss spridning emellan aktörer i branschen gällande tillväxt och vinstutdelning.

När vi funnit potentiella branscher att studera, ville vi därefter finna företag inom dessa som var relevanta att jämföra. Följande företagsspecifika kriterier skulle beaktas:

Grad av diversifiering: Vi vill att företagen i urvalet huvudsakligen bedriver verksamhet i den branschen vi studerar. Detta för att dessas utdelningsnivå troligtvis styrs av liknande faktorer.

Grad av internationalisering: Företagen i urvalet skall vara noterade på Stockholmsbörsen, med huvudkontor i Sverige. Bland börsnoterade företag finns bättre tillgång till finansiell data. Huvudkontor i Sverige är lämpligt i nästa steg av undersökningen då kvalitativa studier skall göras.

Värdekedjan: Alla företag i urvalet skall befinna sig i samma del av värdekedjan i dess bransch. De skall även befinna sig i lika stor del av värdekedjan totalt sett.

Storleksskillnader mellan aktörer: För att göra relevanta jämförelser vill vi att företagen i urvalet maximalt avviker storleksmässigt (i omsättning och personalstorlek) med 300 %.

Företags ålder: företagen i urvalet skall ha varit börsnoterade i minst fem år.

2.3.2 Branschindelning

För att begränsa vår urvalsprocess ytterligare fann vi i uppsatsen ”Ägarstrukturens inverkan på sambandet mellan interna medel och investeringar” (Wallmark, Jon & Åhman, Kristina, 2005) att författarna genom regressionsanalys påvisat ett negativt samband mellan utdelningar och investeringar inom industrisektorn (branschindelning enligt Affärsvärldens generalindex, AFGX. Tillhandahålls även den via Datastream) i Sverige. Denna studie genomfördes under åren 2000 – 2004. Då sambandet redan påvisats ansåg vi det intressant att fokusera vår uppsats på företag inom industrisektorn och studerade därmed underbranscher (även dessa kategoriserade enligt AFGX) för att utifrån ovan ställda kriterier finna intressanta fallföretag.

Inom Affärsvärldens uppställning av industrisektorn finns det åtta stycken undergrupper. Dessa är:

- Bygg och anläggningsrelaterat
- industriella konglomerat
- fordon och maskiner
- grossister
- tryckeri och kontorsvaror
- transport
- tekniska konsulter
- övriga industrier

För att överskådligt kunna jämföra företag valde vi att upprätta diagram utifrån tre variabler, utdelningsgrad av vinst (variabel x), omsättning (variabel y) och antal anställda (variabel z). Genom att skapa ett diagram för varje undergrupp kunde vi därefter sälla fram branscher som var potentiellt intressanta att studera (Diagrammet framgår i kapitel 4.1).

2.3.3 Företagsurval

För att avslutningsvis finna de mest lämpliga fallföretagen kompletterades diagrammen med information från årsredovisningar och företagens egna hemsidor. Detta var nödvändigt för att kunna förhålla oss till hur företagen svarade upp mot de tidigare ställda kriterierna och bedöma vilka som lämpade sig bäst för vidare studier.

2.4 Datainsamling

Insamlingen av empiri har skett i tre steg. Först skapades en bakgrundsbild av fallföretagen. Bakgrundsbilden bidrog till förståelse för företagens enskilda situation, men även en helhetsförståelse för branschen. Detta skedde genom studerande av bolagens samtliga årsredovisningar från åren 2000-2006, diverse strategiska dokument och information från hemsidor. Därefter genomfördes relevanta intervjuer utifrån nedan angivna förfarande. Avslutningsvis återgick vi till att komplettera empiriskt med resterande data från årsredovisningar som vi förstod var av relevans efter att ha sammanställt och reflekterat över intervjuerna.

2.4.1 Primärdata

Vi valde att använda oss av intervjuer för att de motiv till utdelningar som anges i årsredovisningar, samt data om faktiska utdelningar hos respektive bolag inte gav tillräckligt underlag för att analys. Det var i vår studie nödvändigt att förstå tankeverksamheten och handlingarna som föregick utdelningspolicy och faktisk utdelningsnivå samt ställa direkta frågor om de eventuella samband som vi sökte för att få en bild av hur företagen själva förhöll sig till vår tes. Efter kontakt med företagen hänvisade vi till våra intervjuobjekt. Samtliga av dessa har det högsta finansiella ansvaret i den operativa verksamheten inom respektive koncern.

Utifrån bilden av företagen och vår teoretiska ansats sammanställdes en frågemall som på förhand skickades ut till samtliga intervjuobjekt, se bilaga 1. Detta för att ge de intervjuade en god möjlighet att självständigt reflektera över frågeställningen innan intervjun hölls. Mot bakgrund av frågemallen genomfördes därefter djupintervjuer per telefon av två stycken intervjuare varav den ena främst förde talan. Intervjun drevs framåt av diskussion mellan parterna vilket gav utrymme till att olika tolkningar av samband uttrycktes av de olika intervjuobjekten. Samtalen spelades in för att möjliggöra djupare analys i efterhand. Detta förfarande förklarades för intervjuobjekten vilket inte i något fall upplevdes problematiskt. I omedelbar anslutning efter intervjuerna transkriberades materialet av de bägge intervjuarna då dessa bäst kunde förstå och diskutera eventuella tolkningar eller värderingar i samtalen. Därefter sammanställdes relevant information med högsta möjliga objektivitet tagen i situationen. Intervjuförfarandet genomfördes i enlighet med de av Wallén (1996) samt Lundahl & Skärvad (1992) mest lämpliga metodologiska överväganden att beakta vid djupintervjuer.

2.4.2 Sekundärdata

Våra sekundära data är främst de årsredovisningar som studerats för respektive bolag i studien. Eftersom årsredovisningar framställs för att ge en bild av

företagen inför dess intressenter har det varit viktigt att beakta att detta är subjektivt framställda dokument avsedda för att ge en positiv bild av företagets verksamhet. Vi har även empiriskt material i form av diverse tidningsartiklar. Dessa artiklar kommer samtliga från svenska affärstidningar samt vissa större dagstidningar som alla bedömt borde kunna klassas som förhållandevis objektiva källor med god trovärdighet.

2.5 Metodkritik

Det största problemet under uppsatsprocessen var att vår förhållandevis låga initiala kunskapsnivå inom ämnesområdet påverkade utformningen av urvalskriterierna. Detta gjorde att den studerade branschen blev svår att analysera och finna relevanta skillnader mellan aktörerna. Det hade troligtvis kunnat vara mer givande att studera mindre tillväxtdrivna bolag där den finansiella situationen utgör en större begränsande faktor än i byggbranschen.

Vid insamlandet av empiri baserades valet av intervjuobjekt på basis av vilka som internt från företagen rekommenderades att svara på frågor av finansiell karaktär. Hade bättre förhandsstudier gjorts så hade eventuellt andra studieobjekt varit av mer intresse, såsom styrelseledamöter, alternativt hade fler intervjuer i varje företag genomförts för att skapa en bredare bild av problemområdet och olika företagsinterna funderingar.

Under intervjuerna påverkades även intervjuerna i viss utsträckning av intervjuobjekten allt eftersom intervjuerna genomfördes. Detta ledde till att under diskussionerna i den sista genomförda intervjun hade intervjuerna en bredare bild av problemområdet och kunde således driva diskussionen längre och skapa bättre förståelse kring intervjuobjektets resonemang. Detta bidrog således i viss utsträckning till att bilden av företagen påverkades av intervjuarnas egen växande kunskap. Detta påverkade uppsatsens reliabilitet negativt då upprepade intervjuer troligtvis hade kunnat ge en annan bild av problemområdet (Wallén, 1996).

3 Teoretisk referensram

I det här kapitlet tar vi inledningsvis upp hur utdelningsnivåer kan mätas. Därefter följer de vanligaste teorier som används för att beskriva företags utdelningar. Eftersom forskningen är mycket fragmenterad beskrivs även modeller som motsäger varandra. Detta för att ge läsaren en mer nyanserad bild av problemområdet. Efter teorierna delges tidigare forskning, som behandlar sambandet mellan investeringar och utdelningar lite närmre. Kapitlet avslutas med en kortare sammanfattning.

3.1 Utdelningsnivå

Ett företags årliga utdelning kan sättas i relation till ett antal mått för att ur olika perspektiv ge en bild av vad som är en skälig nivå. Vanligtvis studeras utdelningen i relation till framförallt tre variabler (Hamberg, Mattias, 2001):

1. Utdelning i relation till avkastning av eget kapital
2. Utdelning i relation till kassaflöde
3. Utdelning i relation till årets resultat

Utdelning i relation till avkastningen av eget kapital anger avkastningen (utdelningsstorlek) i relation till aktiepriset på utdelningsdagen och uttrycks i procent. Sambandet visar direkt för ägarna vilken avkastning som fås på en viss mängd investerat kapital uttryckt i procent. Detta är ett tydligt mått ur ägarperspektiv men säger egentligen inget om relationen till företagets faktiska lönsamhet eller vad man kan förväntas få för utdelning på sikt (Hamberg 2001).

Enligt Nilsson et al. (2002) är istället det bäst lämpade måttet för att bedöma företags lämpliga utdelningsnivå dess positiva kassaflöde. Kassaflödet anger vilka

in- och utbetalningar som skett under en tidsperiod och hur mycket likvida medel som finns att tillgå för att göra utdelningar. Nilsson et al. (2002) menar att utdelning i relation till resultat felaktigt oftast används då detta härrör ur under ett år periodiserade intäkter och kostnader, vilket inte egentligen har någon direkt relation till företagets möjlighet att betala utdelningar. Dock kan positiva kassaflöden skapas av att företag säljer av bundna tillgångar och frigör kapital i balansräkningen. Detta är inte något som genererar framtida vinst för företagen men ger ändå möjlighet till utdelning. I ett längre perspektiv måste dock företagen från den operativa verksamheten generera positivt kapitalflöde för att överleva och inte banta ihjäl sin verksamhet.

Mattias Hamberg (2001) hävdar att det bokföringsmässiga resultatet är en bättre indikator än nutida kassaflöden för att bedöma framtida lönsamhet. Detta, trots att även årets resultat kraftigt varierar i företag, för att det ger en jämnare bild av vad som händer i företaget över tid och inte fluktuerar lika mycket som kassaflöden. Om ett företag gör en större investering kommer företagets kassaflöde belastas negativt med hela beloppet under investeringsåret. Således skulle ett år med stora investeringar samt genomförd utdelning få oerhört utslag på företagets utdelningsgrad om denna sattes i förhållande till årets genererade kassaflöde. I relation till årets resultat får man däremot en jämnare effekt då investeringen under tid skrivs av och bara tas som en delkostnad under perioden.

Enligt Hamberg (2001) är relationen mellan utdelningsnivån och årets resultat det, ur ett ägarperspektiv, lättaste att förstå. Måttet uttrycks därför ofta i företagets utdelningspolicys och i årsredovisningar sätts nivån av utdelning i relation till vinst per aktie och utdelningsmål. Detta gör att ägarna lätt kan förstå vilken del av företagets resultat som direkt övergår till ägare och hur stor återinvesteringsgraden är. Media förmedlar en likartad bild. Som måttstock på ett företags prestation görs ofta jämförelser mellan olika perioder och års bokföringsmässiga resultat medan kassaflödesutvecklingen över åren inte belyses fullt lika ingående.

Som utgångspunkt i vår studie har vi valt att se till företagets utdelningar i relation till den bokförda vinsten (årets resultat efter skatt). Detta för att vi anser att det ger en bäst jämförelsebild då positiva kassaflöden kan skapas utan att

verksamheten egentligen genererar resultat, men även för att det är det mått som allmänt är det mest nyttjande av de tre. I de fall i texten där utdelningsnivå skrivs ut är det därför i relation till årets resultat som åsyftas, då inget annat anges. Kassaflödet från investeringsverksamheten är dock av intresse för att åskådliggöra företagets nettoinvesteringar över tid och ge stöd åt analysen.

3.2 The Dividend Irrelevance Theorem

1961 gjordes av Miller & Modigliani en stor undersökning om utdelningsnivåer. Deras resultat var förvånande och skapade stor debatt inom forskarvärlden. Miller & Modigliani menade att utdelningarna inte påverkar företagets värde utan är en oberoende faktor. De utgick från en idealiserad värld² för att på så sätt kunna ändra en variabel i taget och därmed se hur dessa påverkade utdelningen. Anledningen till att utdelningar inte påverkar företagets värde är, enligt Miller & Modigliani, att värdet på företaget, bestäms av alla kassaflöden till ägarna. Delar inte företaget ut något kapital, kan detta återinvesteras i värdeskapande projekt och öka framtida kassaflöden (Hamberg, 2001).

Ger företaget å andra sidan utdelning till ägarna, blir det mindre kapital kvar att återinvestera i värdeskapande projekt. Men företaget kan få pengar från ägarna genom att emittera aktier. Detta kapital kan sedan investeras i värdeskapande projekt. Antalet utestående aktier och värdet på dessa kommer att variera, men det totala värdet på företaget kommer alltid att återspegla affärsmöjligheterna och de risker som företaget möter (Hamberg, 2001). Den idealiserade världsbild, som Miller & Modigliani målade upp är dock kraftigt förenklad, vilket gör att deras teori blir svår att applicera i verkligheten. Den ger dock en bild av vad företagets värde innebär ur ett ägarperspektiv.

² Den idealiserade världen, en perfekt marknad, hade följande antaganden: Investerare föredrar större vinst framför mindre, investerare gör inte skillnad på utdelning och värdeökning av sina aktier, alla företag ger bara ut en sorts aktier, säljare och köpare är inte tillräckligt stora för att kunna influera priserna, investerarna har full information om företagets investeringar och framtida vinster, alla köpare har samma tillgång till information och den kostar inget, det finns inga transaktionskostnader samt det råder ingen skillnad i skattesats mellan utdelningar och sålda aktier (Hamberg, 2001).

3.3 Signalering

John Lintner var först ut med att försöka förstå sig på vad som påverkar utdelningar. Genom att kvalitativt undersöka 28 väletablerade amerikanska företag utvecklade han en modell baserad på företags utdelningsmål. Han kom fram till att det säkraste sättet att förutspå hur stor nästa utdelning kommer att bli är att se till den historiska tillväxttakten i utdelningarna. Företagen tenderar alltså att vilja ha en så jämn utdelningsnivå som möjligt (Lintner, 1956).

I företag råder nämligen en asymmetrisk fördelning av information mellan ledningsgruppen och företagets olika interna och externa intressenter. I förhållandet till ägarna blir detta i synnerhet påtagligt i aktiebolag då dessa sällan är lika insatta i företagets verksamhet som ledningen. Undantaget är vissa större ägare som kan inneha styrelseposter och utöva ett aktivt ägande och inflytande över bolagets strategi (Gugler, Klaus, 2003).

I boken Corporate Financial Management (Arnold, Glen, 2005) beskrivs vikten för företagsledningen att, i syfte att behålla ägarnas förtroende, skicka positiva signaler till marknaden. Om ett företag har ett dåligt resultat men behåller en jämn utdelning signalerar det, att nedgången är något tillfälligt och att resultatet inom en snar framtid återgår till tidigare nivåer. Om företaget istället sänker sin utdelning finns det, menar Arnold (2005), en risk att detta tolkas som att framtida kassaflöden inte kommer ge tillräckligt mycket kapital för att upprätthålla utdelningsnivån. För att undgå att tappa förtroende från både långivare och ägare, vilket kan leda till inskränkningar i rörelsefrihet är det därför viktigt för ledningen att skicka dessa signaler.

Investorer är i högre grad benägna att tro på företagets vinst om företaget, samtidigt som vinstutlåandet, höjer utdelningen i enlighet med utdelningstillväxttakten. Om ägarna övertygas om företagets finansiella styrka, kommer de inte att reagera på tvivelaktig information från annat håll och därmed inte influeras av irrationalitet (D'Souza, Juliet & Saxena, Atul, 1999). Effekten av signalering kan dock vara tvetydigt. Under 2000-2004 började flera amerikanska

teknikföretag göra utdelningar för första gången. I många av dess fall föll företagens aktiepris. Anledningen var att investerare tolkade utdelningen som en signal på att företagen inte hade några investeringsmöjligheter (Arnold, 2005).

3.4 Klientelteorin

Klientelteorin säger, enligt Arnold (2005), att ägare med ett behov av ett regelbundet kapitalinflöde, föredrar en jämn och hög utdelning. Exempelvis behöver pensionsfonder en hög och jämn utdelning från sina aktier för att möta de månatliga pensionsutbetalningarna. Alternativet är att regelbundet sälja av aktier för att generera ett stabilt inflöde. Detta medför dock högre transaktionskostnader. Empiriska studier av Alli et al. (1993) stödjer teorin, medan D'Souza & Saxena (1999), i sina studier, visar att ju högre andel av aktierna som ägs av institutionella ägare, desto lägre utdelning. Megginson skriver i sin studie att institutionella ägare, som pensionsfonder och försäkringsbolag, har en lång investeringshorisont och att de därför hellre ser att företaget återinvesterar vinsten än att de delar ut den (Dhanani, Alpa, 2005).

Ägare som innehar en stor del av sitt kapital i ett och samma företag och som dessutom har en stor del av företagets aktier, ser hellre en lägre utdelning (Hamberg, 2001). Detta för att de hellre ser att företaget återinvesterar sin vinst i värdeskapande projekt som i det långa loppet ger ett ökat aktievärde. Detta får stöd av Megginson, att långsiktiga ägare föredrar lägre utdelning (Dhanani, 2005).

3.5 Agent- principalteorin

Genom att separera ägande från styrande av ett företag uppstår intressekonflikter. Företagsledningen kommer inte att se efter ägarnas pengar, som om det vore hans egna. Detta kom Adam Smith fram till redan 1776 och teorin har reviderats för att passa dagens förhållanden. För att få ledningen (agenter) att agera i ägarnas (principalernas) intresse krävs åtgärder, vilket ger upphov till kostnader, s.k.

agentkostnader (Jensen, Michael & Meckling, William, 1976). Enligt agent-principal teorin har agenten ett informationsövertag gentemot principalen. Vidare agerar denne primärt i egenintresse och är begränsat rationell i sitt agerande (Jensen & Meckling, 1976).

”Det är bättre att ha en fågel i handen än tio i skogen.” Samma resonemang som i ordspråket gäller för aktieägarnas syn på företagets utdelningar. I artikeln ”Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure” (Jensen & Meckling, 1976) påvisar författarna att eftersom ägarna inte fullt ut kan lita på att ledningen förvaltar kapitalet optimalt, tenderar dessa till att föredra utdelningar före värdetillväxt på aktien.

Om företag besitter stora mängder likvida medel finns nämligen en risk att företagsledningen gör felaktiga investeringar då de känner att de måste förränta kapitalet (Arnold, 2005 och Gugler, 2003). Andra effekter som pekar på att agenten agerar irrationellt utifrån principalens perspektiv är över- och underinvesteringar (Jensen & Meckling, 1976). Överinvesteringar kan bero på karriärlystna managers. Dessa vill uppvisa handlingskraft, eller att överinvesteringarna leder till att företaget växer och att de på så sätt blir chefer i ett större företag. Överinvesteringar kan också bero på att det finns mycket interna medel att tillgå, men få lönsamma investeringar. Underinvesteringar beror på att ledningen vill skapa en ”Financial Slack”. Den möjliggör att de interna medlen kan användas till andra aktiviteter, som förmåner till sig själva eller de anställda. Detta sker då på ägarnas bekostnad (Jensen & Meckling, 1976).

Empiriska studier visar att det finns ett positivt samband mellan tillgång till kapital och investeringar. Managers som har mycket kapital att röra sig med har en viss tendens att göra fler investeringar. Pilote visar att även branschen spelar in. Ägarna accepterar i högre grad att företag i tillväxtbranscher gör investeringar än att företag i mogna branscher gör det. Detta beror på att managers i tillväxtbranscher drivs av framtida tillväxt i kassaflöden och således inte i lika hög grad av Financial Slack (Hamberg, 2001).

Genom större utdelningar kan ägarna begränsa storleken på kassan, som ledningen förfogar över. Detta gör att de tvingas till att prioritera de projekt som ger den allra högsta avkastningen (Arnold 2005). Att större utdelningar minskar agentkostnaderna stöds empiriskt av bl.a. D'Souza (1999) och Alli et al. (1993), men förkastas av Dhanani (2005). Om det inte finns tillräckligt med interna medel för att finansiera investeringarna tvingas ledningen att använda externa medel. Detta leder oftast till att finansiären kräver en viss insyn. De externa investerarna vill se att företaget har en god likviditet samt att investeringen är förnuftig. Med denna externa bedömning får ägarna en ökad säkerhet på att satsningen är riktig, enligt Jensen, 1986, (Dhanani, 2005).

3.6 Residualteorin

Om det finns kapital kvar efter att företagets löpande verksamhet är finansierad, kan företaget välja mellan att återinvestera kapitalet eller att dela ut det till ägarna (Hamberg, 2001). Ett företag har sannolikt även andra möjligheter att finansiera sina investeringar än genom nyttjande av interna medel, men enligt finansiell teori existerar viss konkurrens mellan utdelning och investeringar om det interna kapitalet.

Residualteorin menar att företag delar ut det kapital som blir över efter alla investeringarna är gjorda, dvs. att utdelningen är en residual av årets resultat efter investeringar (Alli, Khan & Ramirez, 1993). De empiriska studierna har dock legat en bit efter den teoretiska forskningen och forskarna kan inte enas om ett slutgiltigt svar (beskrivs mer ingående i kapitel 3.8).

3.7 Kapitalstruktur

Ett företags kapitalstruktur anger i balansräkningen hur dess tillgångar är finansierade. Förenklat innebär det att allt som företaget förfogar över är finansierat i balans mellan eget kapital (EK) och skulder (S). Ett mått som anger

detta är soliditet. Soliditet beskriver hur stor del av tillgångarna som finansieras av eget kapital. Soliditet utläses:

$$\text{Soliditet} = \frac{\text{EK}}{\text{S} + \text{EK}}$$

I mogna branscher där affärsrisken är förhållandevis låg brukar ett lämpligt mått på soliditet bedömas vara runt 30-40 %. Soliditetsmättet är ett viktigt mått som anger företagets långsiktiga förmåga att klara konjunktursvackor (Nilsson et al. 2002).

Hamberg (2001) menar att generellt sett, är kapitalstrukturen lika mellan företag inom samma bransch, eftersom deras operationella risk är ungefär densamma. Företag i branscher med hög operationell risk, strävar efter en lägre finansiell risk för att uppnå en så låg total risk som möjligt. Dessa företag finansierar således helst investeringar med internt tillförda medel (Hamberg, 2001). Forskare utgår ifrån att kapitalstrukturen antingen är irrelevant, eller att den väljs baserat på förväntad framtida affärsrisk. Studier visar emellertid att företag med en låg skuldsättningsgrad har en högre lönsamhet. Detta indikerar att kapitalstrukturen är en produkt av historisk lönsamhet snarare än ett aktivt val av ledningen (Hamberg, 2001).

En stor andel fasta tillgångar och hög soliditet ökar kreditvärdigheten och därmed kan förmånligare lån fås från banker. Företag med låg soliditet får på grund av detta dyrare lån och får därför finansiera sina investeringar med internt tillförda medel. Fazzari, Steven, Hubbard, Glen & Petersen, Bruce, (1988) visar i en studie att företag som har begränsad tillgång till externt kapital, är mer beroende av internt genererat kapital för att finansiera investeringar. Dessa företag tenderar också att ha en lägre utdelning.

3.7.1 Hävstångsformeln

Som nämns i föregående avsnitt kan företag finansiera sina tillgångar med hjälp av antingen eget kapital (EK) eller skulder (S). Med hänvisning till argument enligt WACC-teorin (beskrivs i nästkommande avsnitt) har företagen en möjlighet att skapa en hävstångseffekt på sitt egna kapital genom att höja sin skuldsättningsgrad. Kort kan de olika möjligheterna som hävstångsformeln utgör sammanfattas med: (Nilsson et al. 2002).

1. Öka företagets avkastning (bättre investeringar)
2. Högre belåning och effektivare förvaltning än skuldräntan (bättre finansiering)
3. Minska skuldräntan (bättre finansiering)

3.7.2 Weighted Average Cost of Capital (WACC)

WACC-teorin menar att det är billigare att använda sig av främmande kapital än eget kapital. Tre anledningar är utmärkande. För det första har kreditinstitut ett lägre avkastningskrav än ägarna. De kräver bara en avkastning som motsvarar utlåningsräntan, eftersom deras risk är lägre. Att kreditinstitutionernas risk är lägre beror på att de är innehavare av skuldförbindelse och därmed enligt förmånsrättslagen är särskilda förmånsrättstagare vid en eventuell konkurs. Den andra effekten beror på att räntekostnaderna belastar bruttoresultatet vilket skapar en positiv skatteeffekt för företaget. Avslutningsvis är transaktionskostnaderna vanligtvis lägre för lånat kapital än för kapital erhållet från kapitalmarknaden (Arnold, 2005).

$$\text{WACC} = k_E W_E + k_D W_D$$

k_E : kostnad eget kapital

W_E : andel eget kapital

k_D : kostnad främmande kapital

W_D : andel främmande kapital

WACC används för att mäta kostnaderna på företagets kapital och visar att det i varje givet tillfälle finns en optimal skuldsättningsgrad. Den kan sedan användas som kalkyleringsränta för företagets projekt. En lägre skuldsättningsgrad, än den optimala, ger inte högsta möjliga hävstångseffekt och en högre skuldsättningsgrad, än den optimala, ger för höga räntekostnader och för hög risk. Ju mer företaget lånar, över den optimala skuldsättningsgraden, desto större blir kostnaderna för både eget och främmande kapital. Detta beror på att bankerna kommer att ta ut en högre ränta ju lägre företagets soliditet och därmed ju högre företagets finansiella risk blir. Den finansiella risken ökar beroende på att företagets långsiktiga betalningsförmåga minskar i takt med soliditeten. Ökad finansiell risk leder också till att ägarna kommer att kräva en högre avkastning på sitt investerade kapital (Arnold, 2005).

3.7.3 Pecking order

Det finns tre sätt för ett företag att finansiera sina investeringar; genom främmande kapital samt genom två olika former av eget kapital. Främmande kapital erhålls från kreditinstitut som lånar företaget likvida medel mot ränta. Finansiering med eget kapital kan ske genom att använda föregående års vinster eller genom att vända sig till ägarna/marknaden för emittering av nya aktier (Arnold, 2005).

Tvärtemot teorin om WACC menar pecking order teorin att ledningen helst vill finansiera verksamheten med internt tillförda medel, genom att använda sig av föregående års vinster. Den utgår helt och hållet från transaktionskostnader och bortser från ägarnas avkastningskrav. Pecking order utgår också från ett ledningsperspektiv medan WACC utgår från vad som är billigast för företaget. En annan skillnad är också att pecking order inte strävar efter en optimal kapitalstruktur (Hamberg, 2001).

Pecking order:

- Föregående års vinster
- Främmande kapital från kreditinstitut
- Främmande kapital från kapitalmarknaden

Internt tillförda medel bidrar inte till några transaktionskostnader och ses därmed som första alternativet för managers vid finansiering av nya projekt. Managers har vid Financial Slack möjligheten att använda föregående års vinster. Detta genom att inga utomstående aktörer då kräver information. Behövs mer kapital till investeringen söker ledningen det ifrån kreditinstitut. Dessa kräver inte lika stor insyn som ägarna och är ett säkrare alternativ givet att företaget har en godkänd soliditetsnivå. En av anledningarna till att finansiering från ägarna kommer sist i ordningen är att transaktionskostnaderna för t.ex. nyemissioner är väldigt stora. En annan anledning är att nyemittering av aktier ses som en desperat handling. Ägarna och marknaden ser aktionen som en sista utväg för företaget att skaffa nytt kapital, eftersom emittering av nya aktier är det dyraste sättet (Arnold, 2005). Hamberg (2001) menar att nyemissioner riktade mot allmänheten är den absolut sista utvägen ett företag väljer för att de kräver mer insyn för att vilja investera. Eftersom ledningen föredrar intern finansiering framför extern finansiering ändras utdelningspolicyn så att kassaflöden från tidigare investeringar matchar framtida förväntade investeringsbehov (Hamberg, 2001).

3.8 Tidigare forskning

Tidigare forskning på området har gjorts med regressionsanalyser där utdelning sätts som beroende variabel och de oberoende variablerna utgörs av olika faktorer vilka kan tänkas påverka utdelningen. Alli et al. medger att det finns allvarliga problem med att använda regressionsanalys som metod. För det första kan korreleringarna bli missvisande när faktorerna antas vara självständiga från varandra. Vidare blir det svårt att hitta rätt faktorer bland de många substitut som existerar. Detta leder i sin tur till att forskaren kan använda sig av för få, eller fel, variabler vilket gör att svaret blir missvisande (Alli, Khan & Ramirez, 1993).

Den empiriska forskningen, som gjorts på området, är väldigt fragmenterad. Miller & Modigliani kom fram till att investeringar och utdelning är totalt oberoende under förutsättningen av en perfekt marknad. De senaste två decenniernas forskning både stödjer och avvisar detta påstående. Alli et al. (1993) fann ett mycket starkt empiriskt bevis för residualteorin i amerikanska företag på 1980-talet. De använde följande variabler för att utreda sambandet mellan investeringar och utdelningar:

- **Genomsnittligt realiserade kapitalutgifterna (1985-1987)**
Genomsnittligt totalt kapital (1985-1987)
- **Genomsnittliga årliga vinsttillväxten (1981-1985)**

Ett signifikant negativt samband hittades mellan dessa variabler och utdelning (utdelning/vinst efter skatt), vilket Alli et al. tolkar som att hänsyn till investeringar tas vid utdelning. Dhanani (2005) och Allen (1992) medger att det finns ett samband, men att andra faktorer i betydligt högre grad påverkar utdelningen. De menar att en stabil utdelning, föregående års utdelningsnivåer och signalering inverkar avsevärt mer på hur utdelningen ser ut. Undersökningen gjord av Allen (1992) gick ut på att CFOs på 67 brittiska bolag, noterade på London International Stock Exchange, fick svara på en enkät. Alla företagen hade ett utsatt utdelningsmål. Varje fråga i enkäten följdes upp med en kortfattad förklaring av respondenten. Slutligen fick respondenten rangordna betydelsen av faktorerna som påverkade företagets utdelningspolicy. Faktorerna skulle graderas från 1-5, där 5 betyder väldigt viktigt för utdelningspolicyn och 1 ingen betydelse. Investeringsmöjligheternas betydelse fick ett medelvärde av 2,98 vilket kan jämföras med medelvärdet för betydelsen att bibehålla en stabil utdelningsnivå av 3,90.

Studier av Jensen et al., 1992, stödjer residualteorin genom bevis för pecking order (D'Souza & Saxena, 1999). Eftersom företagen i deras studie helst använder internt genererat kapital för investeringar anser de att utdelningar får stå tillbaka för investeringsmöjligheter. Green, Pogue och Watson gjorde en undersökning år

1993 på irländska företag och den visade att utdelningen inte helt är en residual av investeringar. Företagen använde sig av en vägning av dem båda tillsammans med önskan om en stabil utdelningsnivå för att komma fram till utdelningspolicy (D'Souza & Saxena 1999).

1999 genomförde D'Souza & Saxena (1999) den första studien av sambanden mellan utdelningspolicy³ och agentkostnader, utdelningspolicy och marknadsrisk samt utdelning och investeringsmöjligheter i företag från hela världen. Utdelningspolicy definierades som utdelning/vinst efter skatt och de tre senaste årens omsättningstillväxt samt market-to-book value användes som variabler för investeringsmöjligheter. Den multipla regressionsanalysen gav ett statistiskt insignifikant samband mellan utdelningspolicy och de två variablerna, vilket betyder, precis som Miller & Modigliani kom fram till, att utdelning och investeringar är oberoende av varandra i dessa företag.

3.8.1 Tidigare studier i Sverige

Enligt Per Alkeback (1997) skiljer sig utdelningstendenserna sig åt mellan olika länder. I hans undersökning där han jämförde Sveriges, USAs, Englands, Tysklands och Japans utdelning, som del av resultatet över tid, kunde det tydligt urskiljas att företag i Sverige tar oerhört stor hänsyn till tidigare utdelning, dvs. de ser inte utdelning som en residual efter investeringar.

En del uppsatser har skrivits i ämnet. Eksedler, Martin & Norgren, Simon (2004) undersökte vilka faktorer som påverkar utdelningarna i ett statligt ägt företag genom en kvalitativ fallstudie av LKAB. De kom fram till att LKABs utdelning påverkas av ägarstrukturen, investeringsbeslut, signalering till kunderna och förväntade framtida vinster. Den viktigaste faktorn var, enligt Eksedler & Norgren, förväntade framtida vinster.

³ I studien var utdelningspolicy samma sak som vi benämner utdelningsgrad

Bengtsson, Per & Giaever, Hedda (2005) undersökte i sin uppsats ”VD:s interna innehav och dess påverkan på utdelning – en studie av svenska börsnoterade företag” om det fanns ett samband mellan VD:s innehav av aktier och utdelningen. Undersökningen genomfördes med hjälp av regressionsanalys på börsnoterade företag i branscherna; industri, råvaror, konsumentvaror och telekom. De fann ett positivt statistiskt samband mellan hur mycket aktier VD innehar och hur mycket företaget delar ut. De fann även ett positivt statistiskt samband mellan företagets utdelning och vinst.

Stöd för att svenska företag aktivt använder utdelningen som en signalering för sin tro om framtiden hittas i uppsatsen ”Direktavkastningens determinanter – En studie på den svenska aktiemarknaden” skriven av Hansson, Thomas & Palmqvist, Jakob (2005). De finner också statistiskt stöd för att företag med högre avkastning på eget kapital har högre avkastning, men inget stöd för att vinsten har någon påverkan på den faktiska utdelningen.

3.9 Sammanfattning av den teoretiska referensramen

Signaleringsteorin menar att ledningen vill ha en jämn utdelning över tiden, Detta för att stabilisera volariteten på aktiepriset och skydda företaget mot risk. Enligt teorierna om kapitalstrukturen får företag med låg soliditet svårare att skaffa externt kapital och måste därför finansiera investeringar med föregående års vinster. Detta skulle således lämna mindre över till utdelning.

Företag med en hög operationell risk använder också i högre grad internt kapital för att finansiera investeringar och lämnar därför också ut mindre. Pecking order teorin menar att företag helst finansierar sina investeringar med internt tillförda medel och utdelningarna begränsas därför. Detta under förutsättning att residualteorin stämmer vilket Alli et al. fann ett starkt bevis. Miller & Modigliani hävdar dock att investeringar och utdelningar oberoende av varandra. Dhanani (2005) och Allen (1992) medger att det finns ett samband, men att andra faktorer i betydligt högre grad påverkar utdelningen.

4 Empiri

I empirikapitlet presenteras och motiveras inledningsvis urvalet. Därefter beskrivs mycket kortfattat den bransch de agerar i. Efter branschbeskrivningen ges en djupare bild av företagen. Den fakta som presenteras här är en sammanställning av all information vi har tagit del av. I vissa fall tvingas vi göra egna tolkningar av uttalanden och framställningar. Detta har vi i enlighet med vår metod försökt göra så objektivt som möjligt.

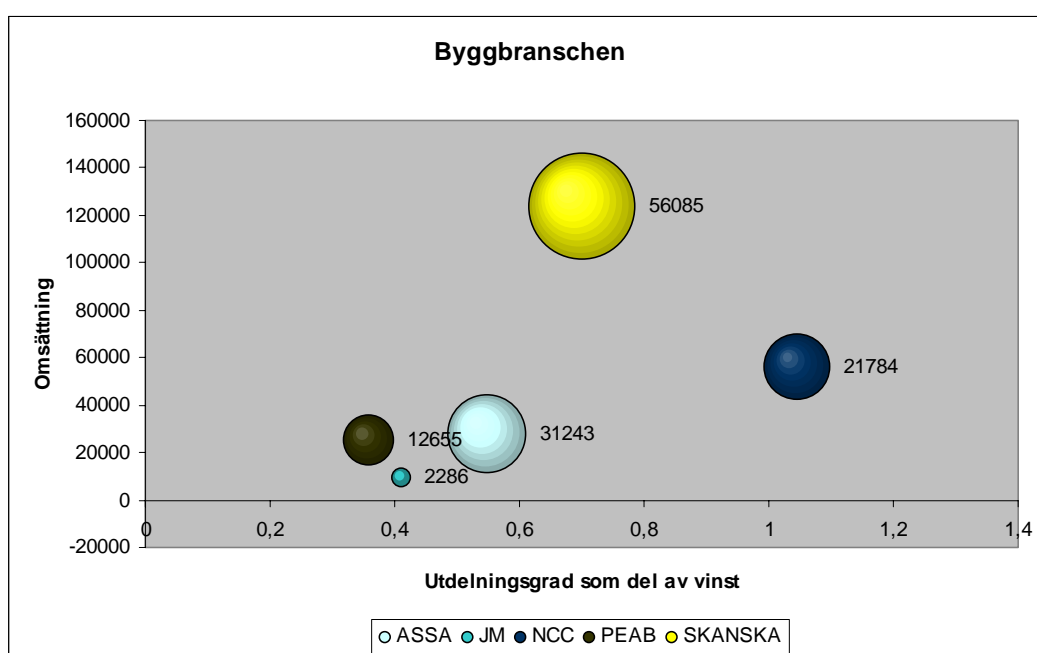
4.1 Urval

Med hänsyn tagen till de kriterier som presenterades i metodavsnittet fann vi att Bygg- och anläggningsbranschen var bäst lämpad för vår studie. Av de fem aktörerna i branschen deltar tre i studien. Dessa är JM, NCC samt Skanska.

Assa Abloy fanns med i branschen men valdes medvetet bort ur urvalet. Detta då de hamnade alltför långt ifrån de andra enligt de urvalskriterier som skulle tas i beaktande. Peab medverkade inte då de ej hade möjlighet att medverka i en intervju inom tidsramen för vårt arbete.

Som framgår i graf 5.1. nedan existerar en spridning i utdelningsgraden mellan företagen i den specifika undergruppen. Mellan det företag som har högst genomsnittliga utdelningsgrad (NCC) och det som i studien deltar lägsta (JM) är skillnaden drygt 60 procentenheter. Däremellan ligger Skanska på 65 %.

Grafen åskådliggör tydligt storleksskillnaden mellan företagen i studien där Skanskas försäljningsomsättning och personalstorlek är väsentligt större än de övriga aktörerna (ca 200 %) i båda variablerna i förhållande till den näst största aktören, NCC. I förhållande till den minsta aktören, JM, är Skanskas omsättning drygt 1000 % högre. Denna storleksdifferens är viktig att beakta och faller egentligen utanför ramen av de initialt uppsatta urvalskriterierna, men bör trots detta inte innebära någon begränsning i analysen. Detta framförallt då JM, som är det mindre av fallföretagen, ändå är ett mycket stort företag med en omsättning på drygt 12 000 mkr.



Graf 4.1. Grafen illustrerar utdelningsnivå i förhållande till årets resultat som ett vägt genomsnitt över fem år (variabel x), försäljningsomsättning 2005 (variabel y) och personalstorlek 2005 (variabel z, anges även som siffra).

Företagens verksamhet är förhållandevis nära varandra både såväl i djup, som bredd i värdekedjan. Dock har NCC och Skanska ett större fokus på byggnation med viss integration bakåt i värdekedjan. För JM:s del råder det motsatta där i princip all byggnation nyligen avverkats till förmån för starkt fokus på projektering.

Alla aktörerna är starkt etablerade på den nordiska marknaden. De är även representerade utanför Norden även om Skanska är betydligt mer

internationaliserade än de övriga i urvalet. Samtligas huvudmarknad är dock Norden och samtligas huvudkontor befinner sig i Sverige.

4.2 Byggbranschen

I byggbranschen kan värdekedjan grovt delas in i fyra beståndsdelar. I de första leden genereras värdetillväxten när mark- och byggrätter övergår till att bli planerade byggnationer. Processen (vid exempelvis ett husbygge) kan initieras antingen genom att en kommun upplåter mark till byggrätter i syfte att utveckla bostadsområden. Under byggnationsfasen tillför företagen förädlingsvärde då byggnaden eller anläggningen uppförs. I den sista fasen agerar företaget antingen som förvaltare, exempelvis genom uthyrning av kontorslokaler (kommersiella fastigheter) eller som säljare av en färdigställd villa till privatperson.

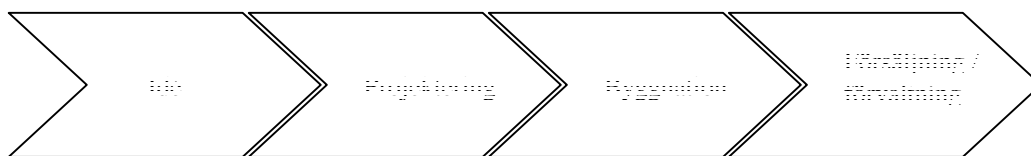


Fig. 2. Figuren illustrerar byggbranschens värdekedja.

Byggbranschen är en bransch som historiskt påverkats starkt av konjunktursvängningar. Då byggprocessen ovan rör sig om en period på 3-6 år och branschen är mycket kapitalintensiv gör detta att man har en hög operationell risk. Detta för att det råder osäkerhet om hur det allmänna välståndet och köpkraften hos kunderna är när projekten står klara för försäljning. Således kan man inte med säkerhet veta att man får sålt de bostäderna man byggt till rätt pris. Detta löser bolagen genom att starta byggnationen först när en viss procent av fastigheterna blivit förtecknade. Då har man delvis säkrat inbetalningar men har ändå möjlighet att ta ut ett högre pris på de kvarvarande husen om oväntade kostnader uppstår eller om marknadspriserna stigit.

Inom byggnation pressas aktörerna av låga marginaler då produkten här är förhållandevis odifferentierad. Det största värdeskapandet sker redan i idé och projekteringsfasen vilket även innebär att man här har störst lönsamhet. Dock är

det även inom projektering som det största risktagandet finns då man binder upp kapital innan man helt har säkrat all försäljning.

Branschen kännetecknas av ett fåtal mycket stora aktörer och många små lokala entreprenörer. På internationell och nationell nivå, samt vid större projekt såsom infrastrukturbyggnation råder oligopolliknande förhållanden på marknaden. På mer lokal nivå är byggbranschen väldigt fragmenterad med ett stort antal mindre aktörer. De låga marginalerna inom byggnation samt de förhållandevis få aktörer som kan ta större infrastrukturprojekten har lett till att kartellbildningar i branschen tidigare uppstått. Detta är något som samtliga i dagsläget bestämt hävdar att de tar avstånd ifrån.

4.3 JM

1945 grundade byggmästare John Mattson företaget John Mattson Byggnads AB. Företaget växte snabbt under 1950- och 1960-talet. 1982 börsintroduceras JM AB och fem år senare, 1987, förvärvade Skanska industrivärdens aktieinnehav vilket ledde till att Skanska blev stor majoritetsägare. Skanska avyttrade dock sitt aktieinnehav i JM AB år 2000. Carl Erik Stålberg (Stålberg) var VD mellan åren 1996-2002 och den nuvarande VD:n, som suttit på posten sedan november 2002, heter Johan Skoglund (Skoglund) (Årsredovisning JM, 2002-2006 och hemsida).

Affärsidén har varit densamma genom den tidsperiod vi studerat:

”Att skapa attraktiva boende- och arbetsmiljöer som uppfyller individuella behov i dag och i framtiden.” (Årsredovisning JM, 2004)

JM AB är, idag en av nordens största projektutvecklare av bostäder och bostadsområden i attraktiva/exklusiva miljöer. Verksamheten fokuserar på nybyggnation av bostäder i växande storstadsregioner och studentstäder, i Norden samt Belgien. Utöver detta arbetar JM även med utveckling av kommersiella

lokaler samt entreprenad. I figur 3 och figur 4 sammanfattas utvecklingen i renodlingsfasen. (Årsredovisning JM,2002-2006 och hemsida).

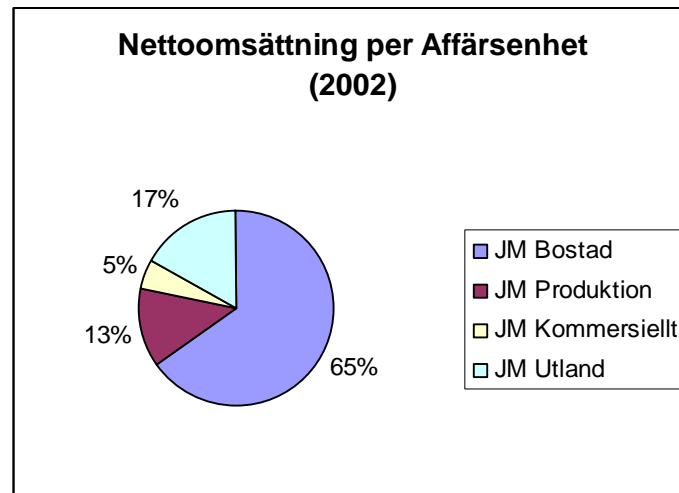


Fig. 3 beskriver hur pass stor del de olika Affärsenheterna hade av JM:s totala omsättning 2002

1997-2000 påbörjar JM sin omvandling från att vara ett bygg- och fastighetsbolag till att bli en renodlad projektutvecklare av bostäder. Under dessa år surfade JM på den uppåtgående konjunkturen. Bolaget gjorde stora utförsäljningar för att bli mer koncentrerade på kärnverksamheten. Vinsten från utförsäljningarna finansierade etableringar i Norge 1998, Danmark 1999, samt exklusiva projekt i Stockholms innerstad (Årsredovisning JM, 2001).

Under ytan började dock problem att byggas upp. Nuvarande VD, Skoglund, förklarar det så här:

Under stora delar av 90-talet och fram till 2001 kunde JM till följd av stora prisökningar på bostäder kraftigt öka intäkterna, särskilt i Stockholm. Våra kostnader ökade dock ännu mer. Sammanfattningsvis ledde kraftigt ökade kostnader, för stor tyngdpunkt på exklusiva lägenheter och en snabb tillväxt till att JM:s lönsamhet snabbt urholkades, trots i grunden bra förutsättningar på marknaden. (Årsredovisning JM, 2003)

Andra, från företaget, externa personer är betydligt mer kritiska.

Kursen steg, bolaget sålde ut sina kontorsfastigheter, återköpte aktier och så steg kursen ännu mer. Då sålde förre VDn - Carl Eric Stålborg, numera styrelseordförande i Föreningssparbanken - och några andra insiders sina

aktier i JM med mångmiljonvinster. Sedan lämnade Stålberg bolaget. Därefter kom problemen: redovisningen visade sig vara ihålig och flera nya nedskrivningar tillkom. (Blechner, 2003)

Metoden är skenbart enkel. JM stoppar in delar av ett projekts beräknade vinst i resultaträkningen redan innan pengarna landat på bankkontot, så kallad successiv vinstavräkning, för att få en jämnare intjäning och bli mer lättanalyserat. Allt fungerar så länge alla siffror, värderingar och bedömningar är korrekta. (Forsberg, 2003b)

En granskning av projekten påbörjades och snabbt upptäcktes stora övervärden. Nedskrivningar av projekten gjordes på 100 miljoner kronor år 2001. När Skoglund tog över som VD upptäcktes övervärden på 690 miljoner kronor, varav 385 miljoner i de redan granskade projekten (Forsberg, 2003a).

4.3.1 Mål vision och strategi

JM:s verksamhet påverkades de efterföljande åren tydligt av saneringen i resultat- och balansräkningen, vilket kan ses i hur strategierna utvecklades. Strategin kan under den tiden vi studerat företagen, delas in i tre faser. Visionen som fanns kvar till 2005, visar uttryckligt bolagets strategi under den första fasen:

”Att bli en ledande projektutvecklare av högkvalitativa bostäder i norra Europa.”
(Årsredovisning JM, 2002)

JM var i praktiken, vid den här tidpunkten, fortfarande ett bygg- och fastighetsföretag. Visionen utstrålar därför både tillväxt och förflyttning mot den nya kärnverksamheten. Fokus låg på omsättnings- och vinsttillväxt och stora vinster gjordes genom att billig mark köptes och dyra bostäder byggdes, vilket var Stålbergs tillväxtfilosofi. Under Stålbergs tid som VD, växte omsättningen från 4,6 miljarder till 9 miljarder.

I 2002 årsredovisning är JM:s uttalade mål:

- **Aktieägarmål** ”Målet är att ge aktieägarna en högre totalavkastning, det vill säga utdelning och värdeökning på JM-aktien, än företag med liknande verksamhet och riskprofil”.
- **Lönsamhetsmål** ”Avkastning på synligt eget kapital efter skatt ska, i genomsnitt över en femårsperiod – motsvarande en konjunkturcykel, överstiga 15 procent”.
- **Övergripande mål:** ”Den nuvarande marknadssituationen och JMs ökade förbokningskrav innebär att den tidigare kommunicerade planeringsnivån om 5 000 bostäder till produktion för 2005 minskas till nivån 3 000–4 000 bostäder.” (Årsredovisning JM, 2002)

När Skoglund blev VD påbörjade han en strategiomvandling. Fokuseringen lades på att sänka projektens kostnader och på att minska företagets risker. Tre punkter för kostnadsreducering sattes upp:

- Centralisering av projektering
- Standardisering i bostadsbyggandet
- Strategiska inköp

(Kapitalmarknadsdag, 2005)

Samtidigt som övervärderingarna upptäcktes svek bostadsmarknaden i Stockholm. JM:s resultat sjönk kraftigt. Detta visade tydligt JM:s sårbarhet - att koncentrera 40 % av nettoomsättningen till en marknad. En breddning av produktutbudet, i avseende ägarform och prissegment, påbörjades samtidigt som viktningen av verksamheten utjämnades.

2005 ansåg JM:s ledning att strategiarbetet, mot att bli ett renodlat projektutvecklingsföretag av bostäder, var klart. Sedan år 2000 hade fastigheter för 5 miljarder kronor avyttrats. I JM:s årsredovisning, 2005, byts visionen ut. Den nya visionen lyder:

”JM skapar hus att trivas i”

Den strategiska fokuseringen förflyttades därmed mot bolagets kunder och kvalitet. I årsredovisningen, år 2005, läggs också ett större fokus på miljön. Konkreta förbättringar, som ökningen av andelen miljöbilar inom koncernen, gör också fokuseringen mer trovärdig.

Det långsiktiga tänkandet är något, som ständigt återkommer i årsredovisningarna, men får nu större utrymme. Långsiktigheten och kvalitetstänkandet är två viktiga pelare i arbetet för att skapa attraktiva bostäder, som ska kunna stå kvar i ett sekel. Detta är även något som VD, Skoglund, lägger stor vikt vid. I en intervju av Lindberg (2004) gör han följande uttalande. *”Om fyrtio år vill jag kunna känna mig stolt över de hus vi har byggt och de områden vi har utvecklat.”*

2006 startade bolaget upp verksamhet i Finland. Här kan spåras tendenser till en ny tillväxtfas. Den sker dock helt organiskt och ska bära upp sig självt i möjligaste mån, genom samma affärsmodell som på de övriga marknaderna. Under intervjun intygade Åkesson detta. *”Det är samma modell som skall rulla där. Däremot, initialt, innan intjäningarna kommer, så binder man upp kapital under en period.”* (Åkesson, 2007)

4.3.2 Finansiell situation och investeringar

JM tar verksamhetens risk i stort beaktande vid arbetet med kapitalstrukturen. 50 % av bostäderna måste vara tecknade för att bygglov ska beviljas (Åkesson, 2007). Detta gjorde att byggandet av många projekt blev uppskjutna efter det att IT-bubblan sprack år 2000. Samtidigt stoppades många projekt i Stockholm på grund av översyn, vilket gjorde att antalet produktionsstarter av bostäder minskade med cirka 7 % mellan 2001-2002. Det var först 2003 som ökningen tog fart igen, vilket påverkade resultatet efter skatt för år 2004 positivt. Verksamheten hade nu kommit på fötter igen, efter de svåra åren runt sekelskiftet.

Utförsäljningarna, som gjordes för att renodla verksamheten, användes främst till att betala av på skulderna. Samma år fortsatte skuldsättningsgraden därmed att

minska. Från att ha legat på en relativt hög nivå, blev JM här skuldfritt. Detta gav minskade ränteutbetalningar till kreditinstitut, från 304 miljoner kronor, 2002, till 58 miljoner kronor, 2006. Kassaflödet vände från negativt till positivt vilket delvis berodde på den minskade skuldsättningen, men också på att de kostsamma stockholmsprojekten avslutades. 2006 var dock kassaflödet kraftigt negativt, men detta berodde på att JM gjorde förvärv av mark på 2 718 miljoner kronor. Detta ska sättas i relation till de genomsnittliga förvärven 2002-2005 på 726 miljoner kronor. JM stora uppköp av markrätter är ett tecken på att de upplever att deras finansiella styrka är stabil. Detta bekräftas av Åkesson.

Vi har en väldigt stark balansräkning som tar hänsyn till övervärdena och vi är väl kapitaliserade. Vi är inte onödigt kapitaliserade utan vi är väl kapitaliserade för att ha offensiv kapacitet, det måste vi ha. Både i händelse av dåliga tider men också i förvärv som vi vill vara offensiva på. (Åkesson, 2007)

Investeringarna, som görs i JM, sammanfattas bra av Åkesson.

Under det strategiska arbetet, att bli ett renodlad projektutvecklare av bostäder, såldes hela maskinparken ut. Således köps i regel produktionen in från byggföretag och därför blir de enda, egentliga investeringarna, som JM gör, anskaffning av byggnader och mark. (Åkesson, 2007)

Inom den nära framtiden verkar dock JM inte ha några större geografiska expansionsplaner.

... vi håller oss primärt till de marknader där vi är. Där har vi 30-50 % marknadsandel i de orter där vi är i Sverige. Vi har en lägre marknadsandel i Norge och Danmark så där kan vi växa mer. Vi har precis etablerat oss i Finland också. Så där ska det rimligen finnas potential i och med att vi kommer från scratch. Det är vårt huvudfokus. Sedan om det kommer några intressanta andra länder om tio år, ja då får vi se då. Men nu ser vi inga planer på det. (Åkesson, 2007)

4.3.3 Ägarstruktur

År 2001 hade JM ca 4 000 aktieägare och 80 % av dessa hade ett aktieinnehav på mindre än 500 aktier. Största ägare var SEB Fonder och Stiftelser med 20 % av rösterna. Nio av de tio största ägarna var institutioner som t.ex.

livförsäkringsbolag och fondförvaltare. Dessa innehade tillsammans 58 % av aktiekapitalet. Under samma tid var andelen Utländska ägare 10 %.

Sedan 2001 har ägandet i JM blivit alltmer fragmenterat, samtidigt som andelen utländska ägare växt. 2004 blev Robur Fonder största ägare med 8 % av det totala antalet aktier då SEB Fonder och stiftelser årligen sålt av delar av sitt innehav. Antalet aktieägare är idag ca 8 000 och största ägare är Robur Fonder med 9 % av aktierna. nio av de tio största ägarna är dock fortfarande institutionella ägare som sammanlagt innehar 36 % av det totala antalet aktier. Andelen utländska ägare är idag 47,4 %.

JM har således idag ingen stor och stark ägare. SEB hade dock ett stort ägande 2002, genom sina fonder och stiftelser, men sålde löpande av sitt innehav. Trenden är att ägarstrukturen har blivit mer fragmenterad och att antalet utländska ägare ökar. Ingen av de utländska ägarna är dock bland de tio största.

Många institutionella ägare, med relativt få röster skvallrar om att trycket på styrelsen, från ägarna, är litet. Ingen av ägarna sitter heller med i styrelsen.

4.3.4 Utdelningspolicy

JM:s uttalade utdelningspolicy var mellan åren 2001-2003:

Aktieutdelningen över åren ska avspegla den totala verksamhetens resultatutveckling. Genomsnittligt över en konjunkturcykel ska utdelningen motsvara 50 procent av koncernens resultat efter skatt. Resultatet från fastighetsförsäljningar ska ses som en naturlig del i JM:s projektutveckling och ska inkluderas i utdelningsberäkningen. (Årsredovisning JM, 2001)

2001 var den totala utdelningen till ägarna 1,2 miljarder kr. 400 miljoner i utdelning (14 kr/aktie) och 800 miljoner i återköp av aktier. Resultatet efter skatt uppgick 2001 till 1,1 miljarder kr. Året därefter sänktes utdelningen per aktie till 10 kr/aktie. Den totala utdelningen till ägarna var 536 miljoner kr och resultatet efter skatt 253 miljoner kr. Sänkningen av utdelningen baserades på en

bedömning av den underliggande intjäningsförmågan i JM:s projektutveckling av bostäder och en försiktig bedömning av resultatet från kommersiell projektutveckling.

2003 ändrades utdelningspolicyn tillfälligt till:

”Aktieutdelningen ska genomsnittligt, över en konjunkturcykel, motsvara 50 procent av koncernens resultat efter skatt.” (Årsredovisning JM, 2003)

Samtidigt sänks, återigen utdelningen per aktie till den nya nivån 5 kr/aktie.

Åkesson förklarar väldigt utförligt hur de, inom företaget, resonerar angående utdelningar.

Utdelningen är egentligen inget problem eller begränsande faktor. Vi har en modell som är välkalibrerad till hur vi bedriver hela affärsmodellen. Vi är en kapitalintensiv verksamhet, vi kräver pengar. Samtidigt har vi då pratat kapitalstruktur. Vi har en sofistikerad modell för hur vi fördelar inte bara eget kapital utan även riskkapital, för att ta hänsyn till övervärdena i vår portfölj i exploateringsmark och vad vi kallar projektfastigheter. Och det riskkapitalbehovet fördelas mot de operationella risker vi har i affären och de olika tillgångar vi har i affären. Olika tillgångar kräver olika kapital. Och våra operationella risker, det finns också risker som inte syns i balansräkningen men som ändå finns där, det är hur mycket som har bokats upp. Hela produktionsloopen i den här projektutvecklingsenheten är inte konsoliderad så den syns inte i balansräkningen. Likväl allokerar det kapital. Då och då kan det behövas att vi justerar vår kapitalstruktur. Men då gör vi det helt isolerat medan utdelningen, alltså vi har kassaflöde i den här affären – när det går normalt – är ganska bra, så då räcker det alltså både till att återinvestera pengar i affären men att också ge pengar till aktieägarna. Just nu har vi en utdelningspolicy på femtio procent över cykeln på resultat efter skatt. 50 % ska gå rakt till aktieägarna så att de får ett bra kassaflöde resten behöver vi för att återinvestera i affären och växa. (Åkesson, 2007)

4.4 NCC

Det som idag är NCC kan spåras tillbaks till år 1875 då företaget Nya Asfalt grundades. Företaget har allt sedan dess utvecklats genom fusioner och uppköp. 1982 sker en fusion mellan Nya Asfalt och Svenska Väg, företaget tar namnet JCC. Namnet NCC, som står för Nordic Construction Company, uppkommer 1988 då JCC går samman med ABV (Armerad Betong och vägförbättringar).

Under slutet av 1990-talet gick företaget igenom en kraftig tillväxtfas med en offensiv förvärvs- och marknadsstrategi. Företaget finansierade bland annat köpet av Siab med en nyemission. I Årsredovisningen för 1998 skriver företaget att:

Fusionen med Siab och förvärven av våra nordiska dotterbolag har fungerat väl och vi kan konstatera att vi är på god väg att etablera oss som det ledande bygg- och fastighetsföretaget i Östersjöområdet. (Årsredovisning NCC, 1998)

Tiden för förvärv var dock inte över, 1999 köpte NCC Superfos och 2000 förvärvades Rieber Roads. Förvärven ansågs vara strategiska och dessutom gjorde NCC investeringar i mark vilket resulterade i att nettolåneskulden 2001 växte till 10,3 Miljarder kronor.

Under 2001 tillsattes Alf Göransson (Göransson) som ny VD och Tomas Billing (Billing) blev ny styrelseordförande. Göransson, med en bakgrund i verkstadsindustrin, startade en förändringsprocess vilken kom att prägla företags strategier, målsättning samt investeringssituation under de kommande åren. Den nyligen tillsatte VD:n slog fast:

Jag upplever inte att vi är i en omedelbar kris. Men vi behöver göra ganska betydande förändringar. Vi har ju under en väldigt lång period inte haft tillnärmelsevis tillfredsställande lönsamhet. Då krävs det att vi vidtar åtgärder. (Braconier, 2001)

4.4.1 Mål vision och strategi

Sedan början av 2000-talet har NCC lagt fokus vid företagets kärnverksamhet. Företaget har således avyttrat ett antal verksamheter som inte faller inom ramen för den strategiska inriktningen vilket syftar till att bli ett smalare men mer lönsamt företag. Det första steget i förändringsprocessen fick namnet ”Turnaround”, vilken företaget startade år 2001. Turnaround syftade till att vända företagets svaga resultatutveckling och 2003 var fasen, den första utav tre, genomförd. Den första fasen följdes av ”Fitness” som syftade till att ”trimma

såväl organisationen som produkter och tjänster för en framtida tillväxt” (Årsredovisning, NCC 2003). Den sista delen av åtgärdsprogrammet kom att benämnas som ”Tillväxt”, där tillväxt syftar till att ”primärt växa med befintliga produkter på befintliga marknader” (Danielsson, 2007).

Under den studerade tidsperioden har NCC mer eller mindre haft samma vision:

NCCs vision är att kunden ska kunna förvänta lite mer av NCC i att utveckla framtidens miljöer för arbete, boende och kommunikation. (Årsredovisning NCC, 2002-2004)

NCC:s vision är att vara det ledande företaget i utvecklingen av framtidens miljöer för arbete, boende och kommunikation. (Årsredovisning NCC, 2005- 2006)

NCC är verksamt inom hela värdekedjan där företaget utvecklar, bygger och förvaltar fastigheter samt infrastruktur. Utöver detta tillgodoser företaget insatsvaror, exempelvis kross och asfalt. Företaget har, under hela den studerade perioden, ett klart fokus på de nordiska marknaderna men med viss verksamhet i exempelvis Baltikum och Tyskland.

För de undersökta åren finns ett återkommande tema i företagets strävan att expandera bakåt i värdekedjan för att återta större del av förädlingsvärdet. De senaste 15-20 åren har företagets andel av förädlingsvärdet nästan halverats. Ett exempel på denna strävan återfinns i företagets årsredovisning för 2002 där NCC skriver att *”lönsamheten är betydligt högre i utvecklingen av ett bostadsområde än i förvaltningen av samma område”* (Årsredovisning NCC 2002). NCC Partnering syftar delvis till att få till stånd denna förflyttning. Genom att i ett tidigt skede komma in i byggprocessen och utveckla projektet med kunden kan företaget, utöver ovan nämnda lönsamhetsfördel, även sänka kostnaderna för hela byggnationen genom effektiva inköp och industriellt anpassade lösningar. Besparingar som sedan delas mellan NCC och den projektaktuella partnern.

4.4.2 Finansiell situation

VD Göransson uttryckte i årsredovisningen 2002, att Turnaround började ge resultat, i form av bättre lönsamhet. Dock var låg försäljning fortfarande ett problem, varför fortsatt effektivisering måste ske. En form av att ta sig runt problemet, med den allt svagare marknaden, var enligt Göransson, att koncentrera sig till ett färre antal marknader. Under Turnaround-fasen frigjordes mycket kapital, genom renodling av verksamheten samt utförsäljningen av förvaltningsfastigheter, vilket gav upphov till ett positivt kassaflöde. Stora delar av kassaflödet användes till att samtidigt till att amortera skulderna vilket har bidragit till att NCCs finansiella situation kontinuerligt förbättrats under åren 2002-2006. Den lägre nettolåneskulden har under perioden förbättrat företagets finansnetto. Under 2002 avyttras dotterbolaget NVS och NCC genomför betydande fastighetsförsäljningar.

För verksamhetsåret 2003 fortsatte NCC det arbete som startades 2001 vilket ledde till lönsamhetsförbättringar för vissa enheter. Resultatet för året var dock negativt, vilket delvis motiverades med stora nedskrivningar i samband med omstruktureringsprocessen som pågick i företaget. Nettolåneskulden, som vid slutet av året uppgick till 4,9 Miljarder kronor, minskades till följd av rörelsens förbättrade kassaflöde, fastighetsförsäljningar, utdelningen av Altima samt minskade investeringar.

Under 2004 fortsatte NCC att stärka den finansiella strukturen. Nettoskulden var 700 miljoner kronor och företaget gör en vinst på 955 miljoner kronor, trots att resultatet belastades av nedskrivningar på nästan 1 miljard kronor. NCC genomförde fastighetsförsäljningar på knappa 5 miljarder kronor och inledde avvecklingen av internationella projekt i Afrika, Asien och Centralamerika. Samtidigt avvecklades affärsområdet NCC International Projects i enlighet med den fastslagna strategin. Lånen amorterades med nästan 4,5 miljarder kronor.

2005 amorterade NCC ytterligare på lånen till följd av ett fortsatt positivt kassaflöde och skuldsättningsgraden uppgick därmed till 0,2 (0,1 för föregående

år). Under 2006 uppnådde NCC samtliga av sina finansiella mål. År 2006 redovisade NCC den högsta avkastningen på eget kapital på 15 år, 27 %.

Överst i vår strategi står finansiell styrka. Vi är ett ”tråkigt” företag som jobbar med det vi tror vi är bra på. (Danielsson, 2007)

NCC har, likt de andra företagen i branschen, gått igenom en fas där företaget rensans på sådant som inte ingår i kärnverksamheten. Den geografiska tillbakadragningen kan illustreras genom den neddragning man genomför inom NCC International vilken avvecklas helt under de år som studerats. NCC planerar inte för något större förvärv för att kapa åt sig marknadsandelar, däremot är små förvärv möjliga – så länge det förvärvet befinner sig på en marknad där NCC redan befinner sig (Danielsson, 2007). NCC ser idag mycket till riskerna, de strategiska val som gjorts motiveras med riskminimering, vilket i stort präglar hela verksamheten.

Under nittiotalet gjorde företaget en mängd förvärv och på bara några få år växte omsättningen från 16 till 40 miljarder kronor. Danielsson hävdar att denna strategi inte alltid var så lyckosam. I början av 2000-talet var skuldbördan pressande, vilken man fortfarande håller på att beta av: *”Vi vill inte hamna i den situationen igen att vi står så finansiellt utsatta som vi var då.”* (Danielsson, 2007)

Istället talar Danielsson om lönsamhet. Det finns ett antal aktörer som gärna tar på sig volym, i sin strävan att växa. Presterar inte ett projekt eller en investering ska NCC avstå. Således har företaget blivit allt mer selektiva i sitt anbudsförfarande.

Dagens strategi inbegriper inga stora investeringar. NCC investerar egentligen enbart i de verksamheter där de redan existerar. Företaget gör investeringar i mark på vilken det skall utvecklas bostäder och kommersiella fastigheter. Vidare så köps grustäkter, vilket syftar till att försörja verksamhetsinriktningen Roads behov av råvara – asfalt. Däremot kan företaget genomföra mindre förvärv. Skulle en situation uppstå då företaget, exempelvis, har brist på elektriker så kan mindre elföretag vara av intresse för koncernen (Danielsson, 2007).

NCCs verksamhet är väldigt säsong varierad, beroende på väderlek, vilket historiskt sett har påverkat det första kvartalet i stor utsträckning samt det fjärde till viss del. Detta får effekter på nettolåneskuldens utveckling över året på grund av företagets höga skuldsättningsgrad. NCC har ett uttalat mål om att nettoskuden aldrig skall överstiga eget kapital. Ett medel för att reglera detta är utdelningen, där ledningsgruppen förser styrelsen med prognoser för hur olika utdelningsförslag kommer att påverka nettolåneskuden. Enligt Danielsson sker detta i form av en dialog.

4.4.3 Ägarstruktur

Mellan år 2002-2006 skedde inga större förändringar i NCCs ägarstruktur och de tre största ägarna är var samma för hela perioden. NCC ägs till stor del av det familjekontrollerade investeringsföretaget Nordstjernen, som har varit huvudägare i NCC sedan 1928 (<http://www.nordstjernen.se/>). Nordstjernen kontrollerar företaget med sitt innehav på 54 % av rösterna och 27 % av aktierna, 2006. Som näst största ägare återfinns L E Lundbergföretagen AB, med lite drygt 20 % av rösterna och 10 % av aktiekapitalet. Den tredje största innehavaren är Swedbank Robur Fonder.

NCCs huvudägare, Nordstjernen AB, definierar sig själva som *"en långsiktig och aktiv ägare som bidrar till att skapa hög värdetillväxt"* (<http://www.nordstjernen.se/>). Företaget grundades som ett rederiaktiebolag år 1890 och är idag ett fjärde generationens familjeföretag som kontrolleras av Axel och Margaret Ax:son Johnsons stiftelser. Företaget är inte noterat och framhåller gärna sitt långsiktiga engagemang. Thomas Billing, Nordstjernans verkställande direktör sedan 1999 samt styrelseordförande i NCC, förklarar: *"Vi arbetar med att långsiktigt äga och utveckla rörelsedrivande företag Vi drivs inte av kortsiktig kvartalsrapportering och har en stark balansräkning"* (Årsredovisning Nordstjernen 2006). Nordstjernen har ingen, i tid, begränsad investeringshorisont utan fokus läggs istället vid att vara uthålliga i engagemanget och att skapa långsiktig och god värdetillväxt (<http://www.nordstjernen.se/>).

4.4.4 Utdelningspolicy

NCCs utdelningspolicy är den samma för åren 2000 till 2003. Formuleringen rymmer väldigt lite utrymme för företagsinterna behov av kapital.

”NCCs utdelningspolicy är att cirka hälften av resultatet efter full skatt ska delas ut till aktieägarna” (Årsredovisning NCC, 2002 - 2003)

Under 2000-talet har NCC visat upp ett par år med negativt resultat. Under 2003 uppvisade koncernen negativt resultat men valde ändå att dela ut till aktieägarna, ett förfarande som inte fullt ut får stöd i företagets utdelningspolicy. Ann – Sofie Danielsson på NCC förklarar dock detta med att 2003 års dåliga resultat grundade sig på bokföringsmässiga förluster, framförallt nedskrivningar av Goodwill och fastigheter, vilka inte påverkade företagets kassaflöde. På grund av hur företagets skuldsättningsgrad såg ut och företagets egna kapital ansåg NCC att det fanns gott om utrymme för utdelning trots det negativa resultatet. Ann – Sofie berättar att man på grund av detta aldrig har upplevt utdelningar som någonting negativt eller att de, i relation till tidigare år, högre utdelningarna de senaste åren har varit någon form av begränsning.

2003 genomförde företaget, förutom ordinarie utdelning, en extrautdelning av aktier i företaget Altima, vilket motsvarade ett värde på 6,70 SEK per aktie, vilket ansågs vara en del i renodlingsprocessen av företaget.

2004 övergav NCC sin tidigare utdelningspolicy och flaggade för en framtida omformulering. För det året delar företaget ut 4,50 SEK per aktie samt en extrautdelning på 10,00 SEK. I årsredovisningen motiveras extrautdelningen med *”NCCs förbättrade finansiella struktur”* (Årsredovisning NCC, 2004). Motiveringen tog alltså hänsyn till aktieägarnas direktavkastning samt företagets interna kapitalbehov.

Året efter träder den nya utdelningspolicyn i kraft. Den tog, likt 2004 års motivering, hänsyn till både aktieägarnas direktavkastning såväl som verksamhetens behov av kapital.

”NCC:s utdelningspolicy, avseende ordinarie utdelning, är att minst hälften av årets resultat efter skatt ska delas ut till aktieägarna. Denna nivå syftar till att dels ge NCC:s ägare en god direktavkastning, dels ge NCC förutsättningar att investera i kärnverksamheten och därmed skapa framtida tillväxt med bibehållen finansiell stabilitet.” (NCC Årsredovisning 2005)

Under åren 2004 - 2006 har NCC uppfyllt vad som står skrivet i utdelningspolicyn, den ordinarie utdelningen har legat stabilt på 50 % (54 % för 2004) av årets resultat efter skatt. Dock har ytterligare kapitalutskiftningar skett via extrautdelningar.

4.5 Skanska

Skanska startades 1887 som komponenttillverkare i cementindustrin, men utvidgade tidigt verksamheten till att även genomföra byggnadsarbeten. Företaget börsintroducerades 1965 och fick sin nuvarande huvudägare, Industrivärden, under 1980-talet. Skanska är representerad i hela värdekedjan, där de anser sig vara en internationell aktör med lokala förankringar. Byggverksamheten är bred, och sträcker sig från byggnation av småhus till större projekt som Öresundsbron, för vilken företaget var huvudentreprenör.

Skanskas affärsidé är ” *att utveckla, bygga och underhålla den fysiska miljön för att bo, resa och arbeta.*” (Skanska Årsredovisning 2006)

Skanskas huvudverksamheter består av fyra divisioner, vilka har varit desamma sedan 2002 (Årsredovisning Skanska, 2006).

- Byggverksamhet är Skanskas i särklass största verksamhet. Skanska bygger allt från hus till stora infrastrukturlösningar. Bygg utgör 92 % av omsättningen.
- Bostadsutveckling är en projekteringsverksamhet där Skanska är verksam i hela värdekedjan; från idé till försäljning. Bostadsutveckling står för 5 % av omsättningen.
- Kommersiell utveckling är också projekteringsverksamhet men är mer långsiktig. Här drivs lokalerna i egen regi för uthyrning. Projekten har en fokusering mot kontor, handelscentra och logistikfastigheter. Detta utgör cirka 3 % av omsättningen.
- Infrastrukturutveckling, tidigare BOT, är Skanskas yngsta gren. Affärsidén bygger på att utveckla infrastrukturprojekt vilka finansieras av annat än statliga medel. Exempel på projekt är uppförandet sjukhus, vägar, broar och även fängelser. Skanska är verksam i hela värdekedjan från idé till förvaltning. Detta innebär att Skanska över lång tid genererar en stabil intäktsström. Verksamhetsmässigt är denna gren fortfarande av marginell storlek och utgör mindre än 1 procent av omsättningen.

Koncernen var 2006 verksam på 11st hemmamarknader; Sverige, Norge, Danmark, Finland, Estland, Polen, Tjeckien, Slovakien, Storbritannien, USA, Latinamerika samt Ungern som de inte räknar som en hemmamarknad. Det är främst i byggverksamheten som bolaget finns representerat internationellt.

Under 1990 talet var Skanska i en mycket expansiv fas och etablerades på en lång rad marknader. Denna expansion lade grunden för problem under 2000 talet. Haskels inledning till sin artikel beskriver Skanskas situation väl.

Skanska växte hejdlöst i slutet av 1990-talet genom förvärv till ett av världens största byggbolag. Som mest var omsättningen uppe i 165 miljarder kronor år 2001. Svag lönsamhet ledde dock till att styrelse och ledning fick tänka om och verksamheten har sedan dess bantats med en tredjedel. (Haskel, 2005)

Detta beskrivs även av Stuart Graham (Graham) VD för Skanska i 2002 års årsredovisning där han tackar av sin företrädare Claes Björk.

Claes initierade och utvecklade vår mycket framgångsrika verksamhet i USA. Som VD ledde han Skanskas expansion genom de många förvärven i Europa. Plattformen som utvecklades under hans tid ger oss fantastiska möjligheter. Det är nu upp till oss att ta vara på dessa. (Årsredovisning Skanska, 2002)

Under 2002 byttes även styrelseordförande till Sverker Martin-Löf. Som nämndes i Haskels artikel var företaget således nu tvunget att effektivisera sin verksamhet.

4.5.1 Mål, vision, strategi

Utifrån den nya situation som Skanska stod inför 2002 ändrades successivt företagets vision och således även dess mål.

2002 innehåller årsredovisningen visionen om att Skanska ska ”*vara världsledande – kundens första val – inom byggrelaterade tjänster och projektutveckling*” (Årsredovisning Skanska, 2002). Denna vision ändras med ganska få ord. 2005 har de ändrat ”*världsledande [...] byggrelaterade tjänster*” till ”*ledande på sina hemmamarknader [...] byggverksamhet*”.

Denna omformulering kom först efter att Skanska lyckats med genomförandet av flera stora strategiska ändringar. Dessa kan sammanfattas i fem processer som huvudsakligen pågick under 2003 till 2005:

- Koncentrering till hemmamarknader
- Renodling till enbart kärnverksamheter
- Förskjutning i värdekedjan bort från förvaltning och service
- Större riskmedvetenhet
- Starkare finansiell ställning

Under hela den studerade perioden gjorde Skanska avyttringar som syftade till att koncentrera verksamheten till hemmamarknaderna. Verksamheten i Hong Kong, Sydafrika, Kanada och Indien avyttrades. Skanska slutade även successivt att ta nya projekt inom sin verksamhetsgren Internationella projekt, vilken också avvecklas när alla pågående projekt har avslutas.

I de områden där företaget redan var stort renodlades verksamheten vilket även medförde avyttringar av exempelvis bostadsprojekteringen i USA. Detta syftade till att företagets ambition var att vara marknadsledande på de marknader man befann sig. Under avvecklingsfasen uppvisade även Skanska tecken på att vilja integrera bakåt i värdekedjan genom avyttring av stora delar av sitt fastighetsbestånd samt neddragning av sin serviceverksamhet som befinner sig längre fram i kedjan.

Efter att flera stora projekt som togs eller startades under 1999 och 2000 inte levde upp till den planerade avkastningen tvingades Skanska att göra stora nedskrivningar. 2002 gjordes nedskrivningar på totalt 2,0 miljarder kronor. För att motverka detta startade Skanska ett omfattande arbete med att ta fram en ny riskhanteringsmodell. Målet med den ökade riskhanteringen var att öka lönsamheten. Graham säger i en intervju till Dagens Nyheter *”Vi tar färre projekt men hoppas därigenom undvika projekt som går med förlust och på så sätt öka vår vinst”* (Almroth 2006). Tyvärr var inte den nya riskhanteringsmodellen hundra procentig, *”Trots ett hårt arbete med att minska riskerna i bolaget har det inte räckt till. Återigen förknippas Skanska med oförutsedda miljardsmällor”* (Braconier 2005)

4.5.2 Finansiell situation

Efter den expansiva fasen på 1990-talet var Skanskas nettoskuldssättningsgrad, år 2002 0,6 ggr. Samtidigt hade man en soliditet på 18 %, vilket, framförallt för en så kapitalintensiv bransch som byggbranschen, är mycket lågt. Samtidigt som de stora nedskrivningarna hade Skanska även dåliga resultat. Målet var dock att skapa en stark finansiell ställning. De stora positiva kassaflöden som försäljningar av verksamheter och fastigheter genererade användes uteslutande till att betala av Skanskas skuld.

Det viktigaste var att vi har lyckats stärka balansräkningen. En stark finansiell ställning är en avgörande framgångsfaktor både för byggverksamheten och för projektutvecklingen. Vi har nu förbättrat vår position genom att eliminera den

nettoskuld om 9 376 miljoner kronor som vi hade vid årets början. Vid årets utgång hade vi istället en nettokassa på 150 miljoner kronor. (Årsredovisning Skanska, 2002)

Under 2003 ändrades Skanskas nettoskuldsättning från 9 miljarder kronor till 150 miljoner kronor positivt. Strategin fortsatte under 2004 och 2005, och vid utgången av 2005 var skuldnettot positivt på 7,5 miljarder kronor. Graham motiverar detta med att den starka finansiella ställningen behövs både för att hantera oförutsedda utgifter eller uppkomna investeringsmöjligheter. Han beskriver också att den finansiella styrkan möjliggör för Skanska att ta sig an riktigt stora projekt, som inte mindre bolag klarar av. I dessa stora projekt finns ofta möjligheter till högre avkastning då konkurrensen är lägre.

Skanska har varit lyckosamma med att skapa sig en starkare finansiell ställning.

Ett hett diskussionsämne på aktiemarknaden är Skanskas i mångas tycke alltför starka finansiella ställning. Koncernen redovisar en räntebärande nettofordran på nästan 7,5 miljarder kronor. Ledningen anser dock att pengarna kan komma till användning, till exempel om det skulle dyka upp gynnsamma affärsmöjligheter inom projektutveckling. I årsredovisningen förs dessutom ett resonemang kring behovet av eget kapital. Detta utmynnar i att kapitalbehovet är cirka 15 miljarder med aktuell verksamhet. Det kan jämföras med de 17,8 miljarder kronor som redovisades som eget kapital i balansräkningen den 31 mars. (Haksel 2005)

Graham motiverar även den starka kassan med de ökade möjligheterna samt säkerheten för aktieägarna.

- Det betyder inte nödvändigtvis att det kommer att vara nedskrivningar av projekt. Men det kommer att vara problem nu och då, även möjligheter då och då. Vi vill kunna hantera båda, säger Stuart Graham. (Olsson 2005)

I bolaget lägger vi tonvikten på själva verksamheten", säger Stuart Graham. "Vi försöker arbeta för att göra aktieägarnas investering säker. Vi skulle kunna dela ut alla pengar vi har, men då är vi ju slut som företag." (Braconier 2005)

4.5.3 Ägarstruktur

Industrivärden är huvudägare i Skanska med 27 % av rösterna. De har varit stora ägare sen 1980-talet men fördubblade sitt innehav 1998 till ungefär den nivån de

har idag. SHB (Svenska Handels Banken) har ett samlat innehav genom sin pensionsstiftelse, pensionskassa och eget innehav på 8,1 %. SHB är även starka ägare i Industrivärden, vilket ger dem en stark maktställning inom Skanska. Övriga stora ägare är alla av institutionell art, de 10 största ägarna har sammanlagt 45,4 % av rösterna vid årsredovisningen 2006.

Under perioden har ägandet gått mot att vara alltmer institutionellt. Den största förändringen har varit att IKEA sålde sitt innehav på 11,4 % under 2004. SHB stärker sitt totala ägande från 1,3 % till 8,1 %.

4.5.4 Utdelningspolicy

Fram till 2002 löd Skanskas utdelningspolicy.

”Den ordinarie utdelningen ska motsvara 35–45 procent av koncernens, av styrelsen bedömda, uthålliga vinst efter skatt eller minimum fem till sex procent av koncernens, av styrelsen bedömda, justerade egna kapital. Överskott som inte behövs för att utveckla koncernens kärnverksamhet ska överföras till aktieägarna på ett skattemässigt effektivt sätt”. (Skanska Årsredovisning 2002)

Under 2002 gjorde Skanska ett negativt resultat men valde att dela ut trots detta, allt i linje med utdelningspolicyn med ”*ett minimum på fem till sex procent av [...] justerat eget kapital*” (Årsredovisning Skanska, 2002). Det dåliga resultatet berodde huvudsakligen på nedskrivningar på 1,6 miljarder kr, men även på dålig försäljning av färdiga fastigheter. Kassaflödet för året var - 1 527 miljarder kronor (+ 1 936).

Till 2003 föreslog styrelsen en ny utdelningspolicy med en annan inriktning. I denna formulering gavs större flexibilitet i utdelningsnivån. Framförallt belyste den nya policyn att fokus låg på verksamhetens kapitalbehov snarare än ägarintressen.

Den ordinarie utdelningen skall återspegla den del av den bedömda uthålliga vinsten efter skatt som inte behövs för att utveckla koncernens kärnverksamhet. Ambitionen är att utdelningen ska växa över tiden. Baserat på koncernens

överblickbara kapitalbehov skall överskott i eget kapital på ett effektivt sätt överföras till aktieägarna. (Årsredovisning Skanska, 2003)

När stormen blåst förbi och företaget stärkt sin finansiella ställning än mer, kom 2004 ytterligare en utdelningspolicy. Denna formulering var mer positiv och andades en framtidstro.

Framtida vinster förväntas täcka tillväxt i verksamheten såväl som tillväxt i den ordinarie utdelningen. Utdelningsandelen förväntas kunna uppgå till minst 50 procent. (Årsredovisning Skanska, 2004)

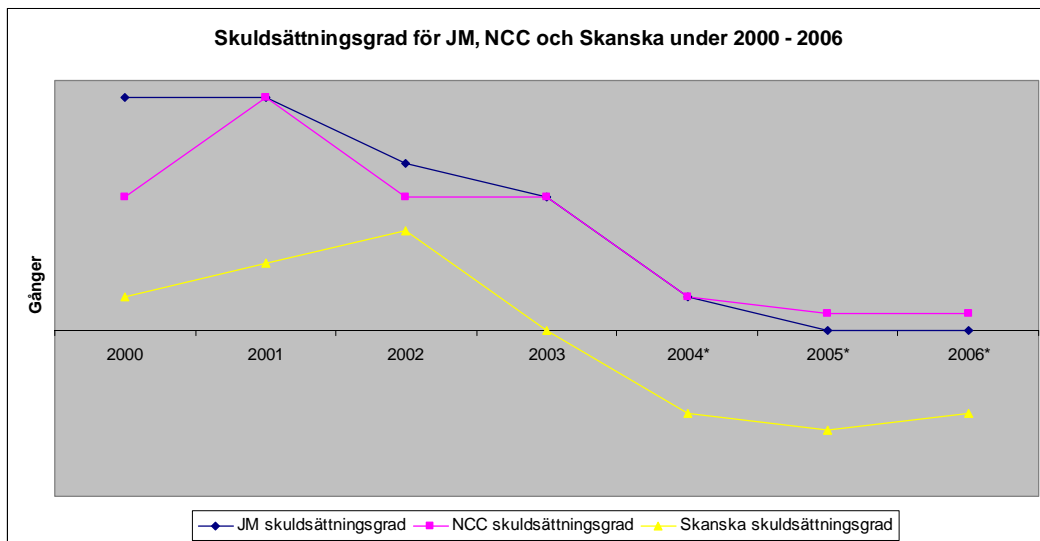
4.6 Sammanfattning av empiri

Samtliga bolag har genomgått en liknande strukturomvandling under den studerade tidsperioden. Alla har kommit från en kraftig expansionsfas där lönsamhetsmål inte uppnåddes. Alla företag har i den pressade tiden kring tidiga 2000-talet även bytt VD och lagt om kurs till att effektivisera sin verksamhet och fokusera på kärnkompetensen. Alla aktörerna har sedan dess genererat stora positiva kassaflöden genom utförsäljning av verksamheter som ligger långt ifrån dess huvudsakliga verksamhet.

JM har breddat sig genom större spridning såväl geografiskt som i produktutbud, men har samtidigt fokuserat verksamhetsmässigt mot sin kärnverksamhet projektering, och avvecklat närmast allt inom byggnation Detta skedde dock något tidigare, redan under det sena 1990-talet varför de inte under den gångna perioden uppvisar samma kassaflöde som de övriga två. Breddningen av produktutbudet skedde i syfte att skapa en bättre riskportfölj mot bakgrund av att tidigare varit alltför smala i sitt utbud. Riskhanteringen är något som alla tre företagen i dagsläget belyser som något oerhört centralt och samtliga projekt som skall genomföras beräknas noga utifrån vilka kapitalkostnader som föreligger och om dessa är tillräckligt lönsamma.

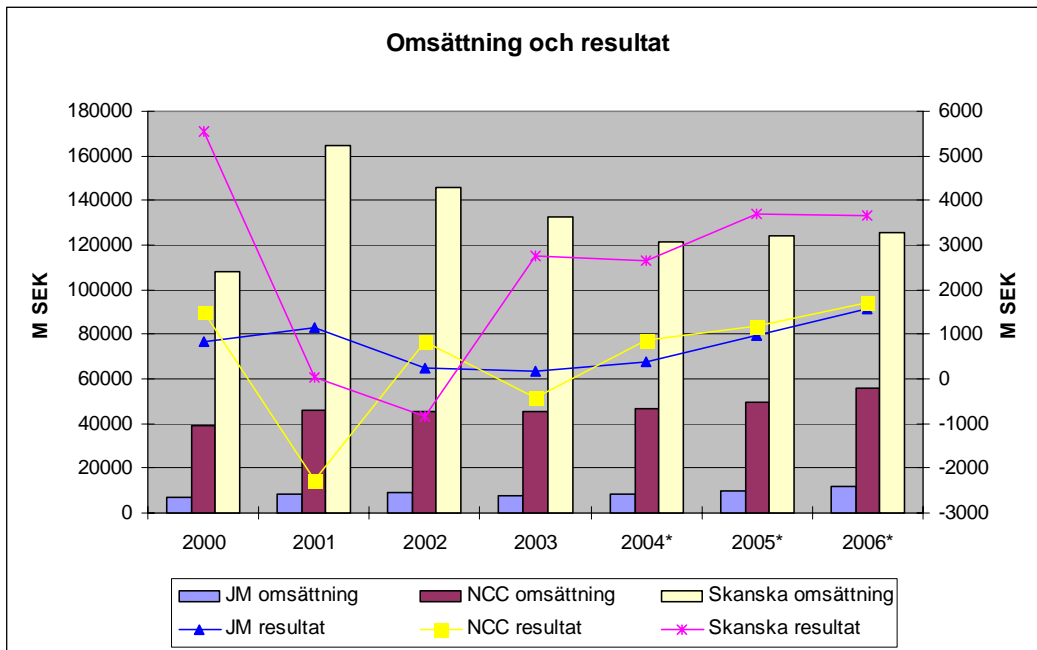
Den stora utförsäljningen av företagets dotterbolag och andra bestånd, har använts att betala av skulder och därför har företagen uppnått en i dagsläget

mycket god finansiell ställning med stark soliditet och låg skuldsättning som konsekvens.



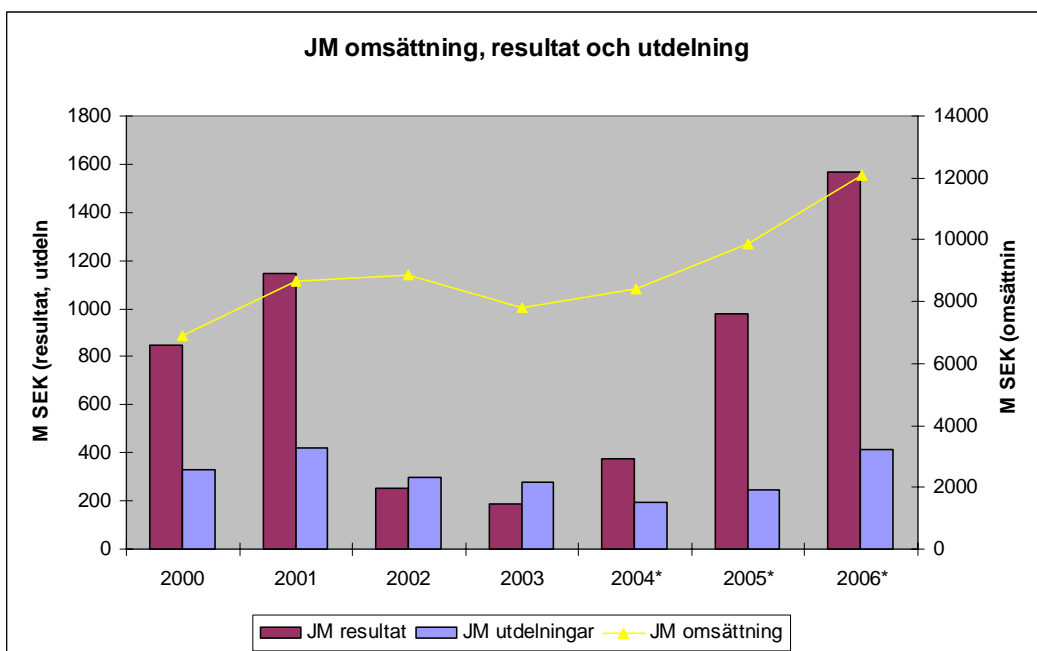
Graf 4.6. Skuldsättningsgraden för bolagen har markant minskat sedan 2000-talets början.

Det starka kassaflödet har inte omvandlats i investeringar utan finns i, framförallt Skanska i form av en mycket stark kassa. Under perioden har endast ett fåtal, mindre investeringar skett i de olika bolagen. Istället har man nu fokuserat på att växa på befintliga marknader med befintliga medel vilket både åskådliggörs i företagens omformulerade visioner, men även på deras strategiska arbete.

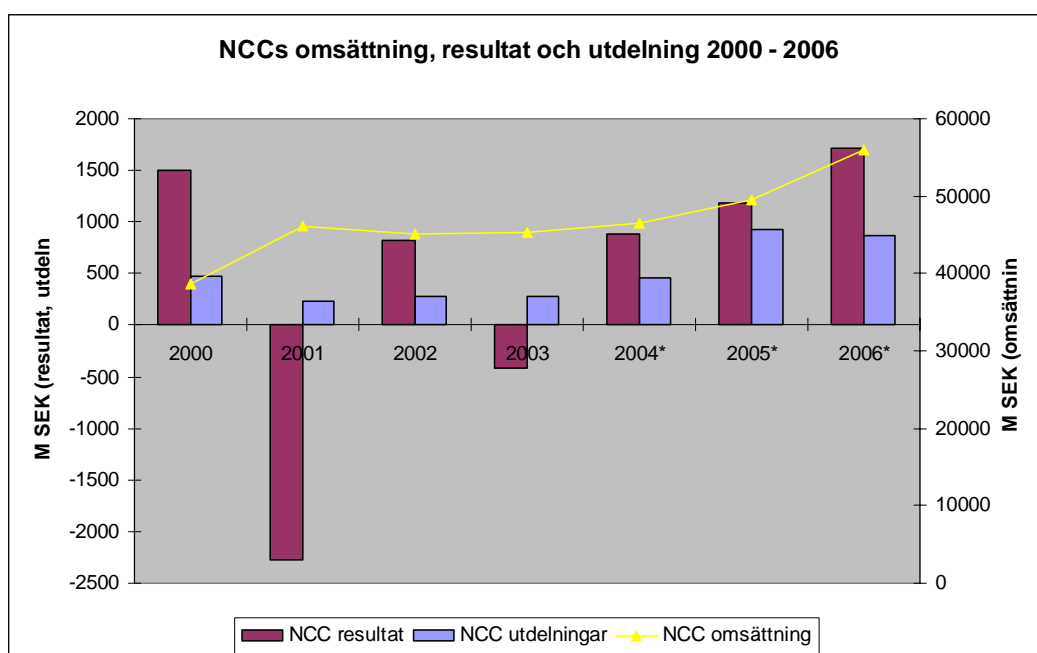


Graf 4.7.

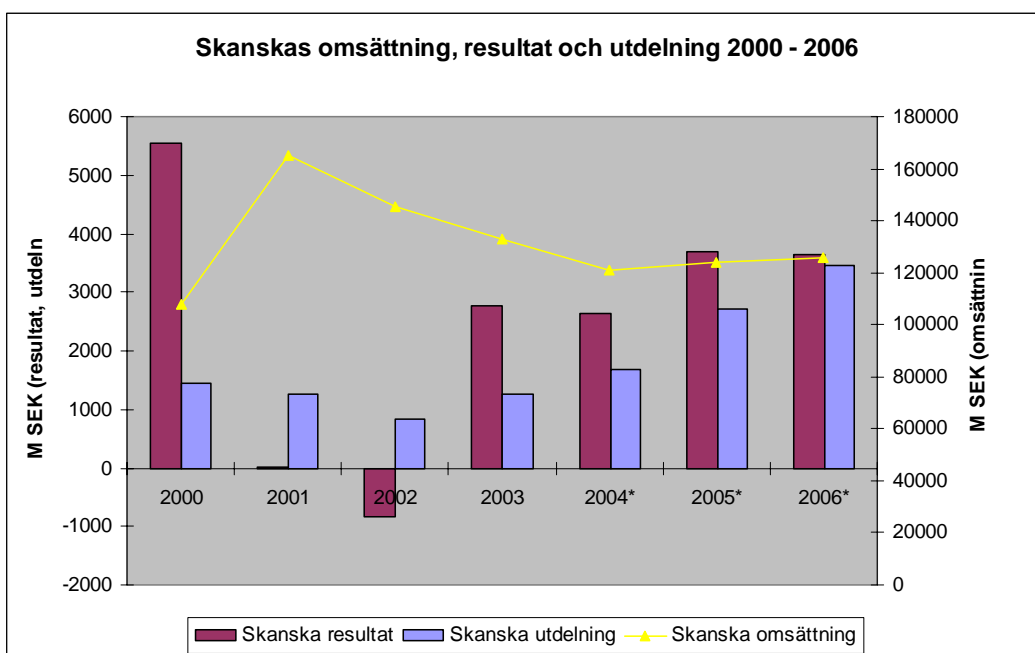
Resultaten har för perioden varit inledningsvis låga till följd av kraftiga nedskrivningar och svag försäljning i samtliga bolag, men har efter 2004 lönsamheten vänt uppåt och de tre senaste åren har verksamheten för samtliga genererat god avkastning. Under samma tid har Omsättningen nått en ny lägstanivå och stabiliserats.



Som nämnts tidigare var JM:s strategiska utförsäljning något tidigare. Dock drabbades man lika hårt resultatmässigt då man ännu inte hade färdigställt sin ompositionering mot ett bredare produktutbud, och drabbades därmed av samma konjunkturfall.



NCC var de som drabbades hårdast av nedskrivningar vilket gav ett stort genomslag på deras resultat 2001. Från 2004 och framåt har även de hämtat sig och med en jämnare utveckling i resultat, omsättning och utdelning som följd.



Även Skanska drabbades hårt men med hjälp av stora anläggningstillgångar och kraftigt minskad omsättning lyckades man på bara två år snabbt återfå ett gott resultat.

5 Analys

Slutdiskussionen är uppdelad i två steg utifrån frågeställning A samt B som anges i problemformuleringen. Först ges en analytisk bakgrundsbild av hur vi ser på respektive frågeställning, därefter ges svar med motiv till slutsatserna. Kapitlet avslutas med ett filosofiskt resonemang och förslag till vidare forskning.

I slutet av 1990-talet präglades samtliga företag i studien av en övertro till stordriftsfördelar och synergieffekter. I samband med en stark marknadsbild fick managers troligtvis stort handlingsutrymme. Porter (2005) menar att managers i dessa fall ofta tenderar att bedriva en tillväxtstrategi på bekostnad av lönsamhet. Under perioden 1996 – 2001 steg samtligas omsättning med över 100 %. Tillväxten skedde genom förvärv och bolagen diversifierade sin verksamhet. Under 2001 förändrades marknadsbilden. När It-bubblan sprack uppstod en konjunktursvacka, som slog hårt mot byggbolagen och lönsamheten började falla. Under perioden 2001 - 2002 bytte samtliga bolag i studien ut sin VD.

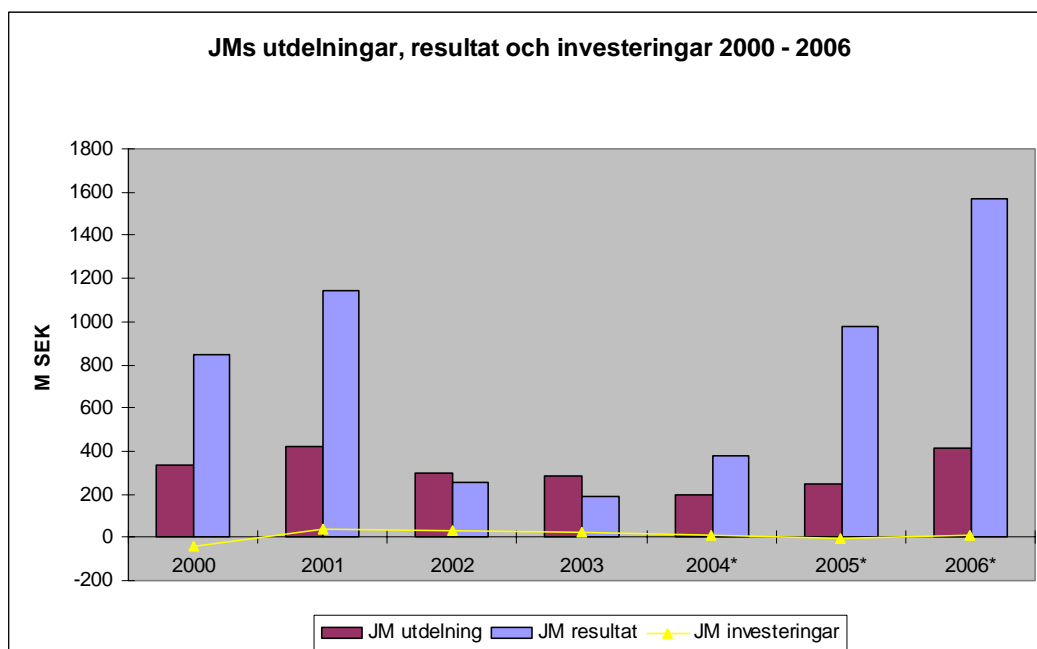
När de nya tillträdde upptäcktes i samtliga fall bristande kostnadskontroll i företagen. För att råda bot på situationen genomfördes i alla tre studieobjekten en strategisk skiftning, vilket syntes bland annat i Skanskas vision, där man omformulerar sin tidigare ambition ”vara världsledande”, 2002, till att ”vara ledande på hemmamarknader”, 2005, vilken indikerar att tillväxtambitionen inte längre råder i nämnvärd utsträckning.

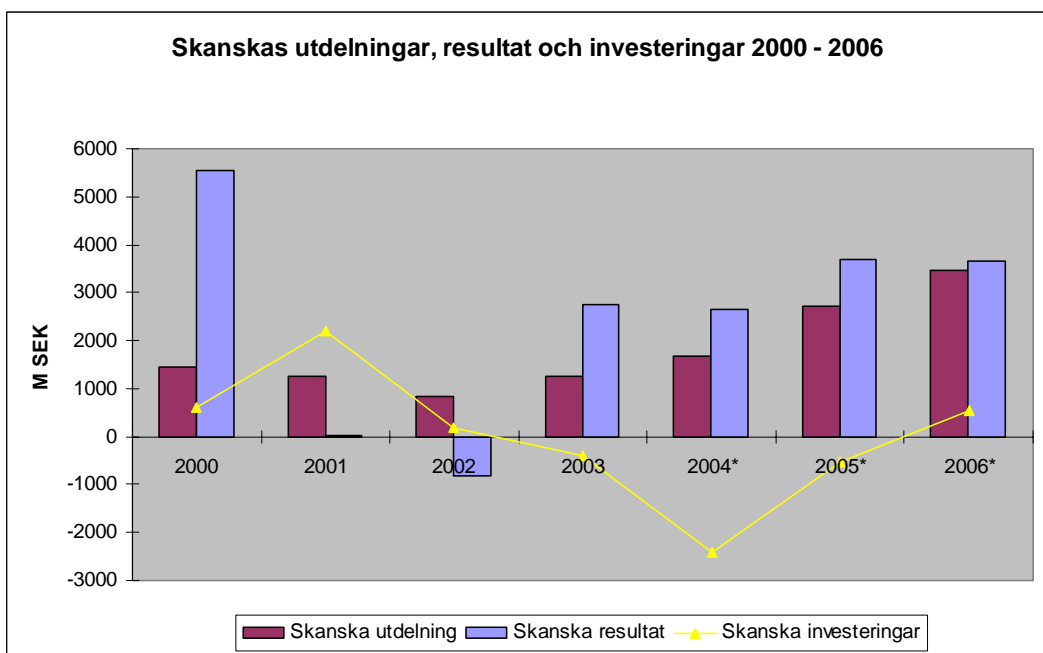
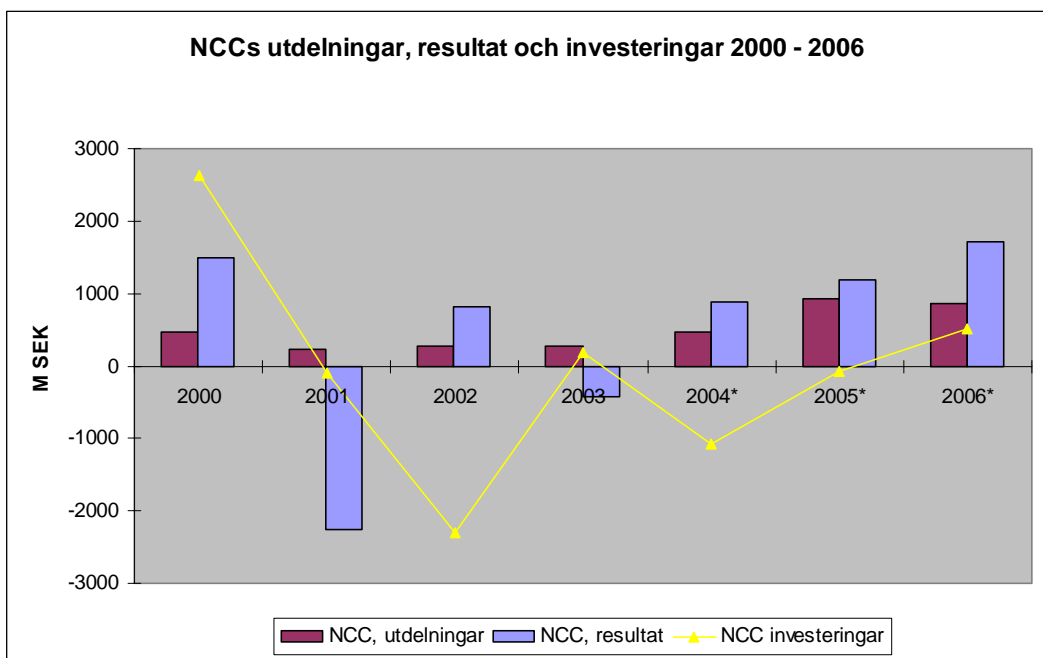
Istället hade företagen nu valt att fokusera sin verksamhet och avyttrade många olönsamma investeringar. Under perioden 2001 – 2006 minskades Skanskas omsättning med ca 25 %. Inom samma tidsperiod såldes också bl.a. Myresjöhus,

Nibe och Skanska Prefab Mark. NCC, avvecklade samtidigt NCC International Project och delade ut bolaget Altima till ägarna. JMs stora utförsäljningar hade redan några år tidigare genomförts till större delen men fortfarande fortsatte processen mot att mer renodlat syssla med projekteringsverksamheten.

Detta kan ses som ett tecken på att de förväntade stordriftsfördelarna som eftersöktes under 1990-talets senare hälft inte fick det förväntade genomslaget i verkligheten. Istället drevs företagen till att fokusera på finansiella mål, med tydliga avkastningskrav på alla investeringar och med ambitionen att ha en mycket stark finansiell ställning. Den finansiella styrkan är något som ses av aktörerna som en konkurrensfördel vilket möjliggör för dem att snabbt kunna svara på marknadsförändringar, positiva som negativa. Företagen har således under tiden i mycket större utsträckning tagit hänsyn till branschens operationella risk vilket framgår i samtliga intervjuer.

Om man grafisk studerar hur utdelningarna, resultaten och investeringarna utvecklas under perioden får man följande bild.





I samtliga företag åskådliggörs tydligt att utdelningsnivåerna rör sig oberoende av investeringarna. Som tidigare nämnts har företagen byggt upp en väldig finansiell styrka till följd av rädslan att hamna i samma ekonomiska sits som i början av perioden. Då man gjort detta har ett negativt investeringsnetto genererat positiva kassaflöden med vilka man kunnat finansiera utdelningar. Dock har dessa avvecklingar inte skett i syfte att kunna genomföra utdelningar utan i syfte att rensa verksamheten från olönsamma projekt. Således har utdelningarna som en

konsekvens av den nya strategin varit ohotade av investeringar. Inte heller ledningen upplever investeringar som en begränsning av utdelningen. Under perioden har strategin handlat om effektivisering och här har man redan haft befintliga resurser för att genomföra maximalt kostnadseffektiva lösningar. Ibland har man genomfört mindre förvärv men man har hela tiden syftat till att, enligt den nya strategin, fokusera på organisk tillväxt. Dessa har dock inte i något av företagen inneburit att man behövt avvika från sina finansiella mål, eller förändra sin utdelningsnivå.

Kan företagsinterna skillnader av utdelningsgrad i byggbranschen i Sverige förklaras av företagens investeringsstrategi?

Slutsats A: *Vi kan inte finna stöd för att investeringar, i byggbranschen påverkar utdelningsgraden. Detta då den finansiella ställningen i samtliga bolag under perioden har varit så pass god att ingen målkonflikt uppstod.*

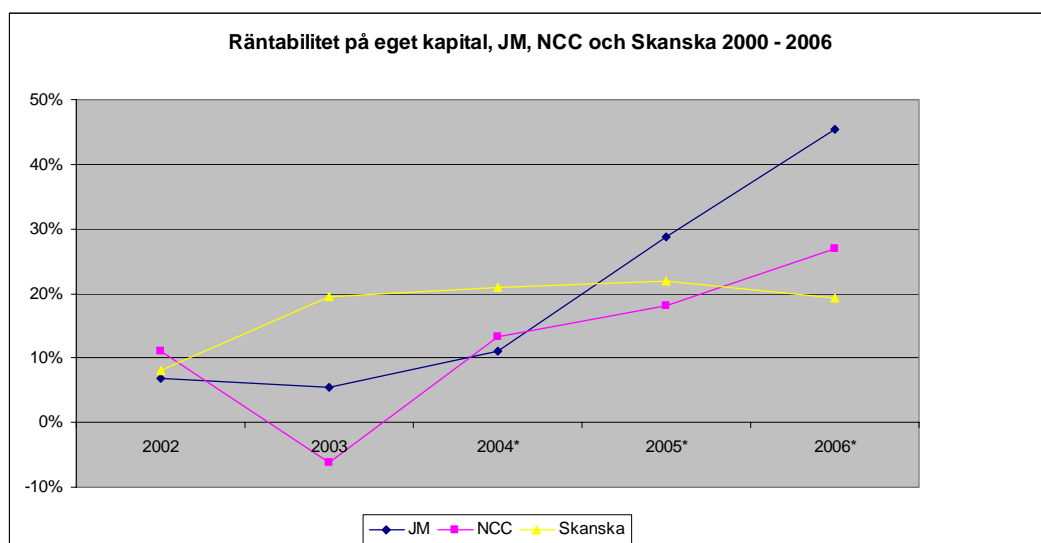
Hur kan då företagen motivera sin starka finansiella ställning? De nämner själva att de ser den som en konkurrensfördel men vissa kritiker menar att man borde dela ut ännu mer. I framförallt Skanskas fall kan deras stora kassa ifrågasättas. Sett ur ett marknadskapitalistiskt synsätt, där den mest effektive förräntaren av kapital skall förfoga över detta, borde samtliga företag dela ut större del av sitt resultat till sina ägare för att ge dem möjlighet att förfoga över kapitalet och låta dem avgöra om de vill återinvestera kapitalet. Här finns således motiv till att detta inte sker.

Tittar vi på utdelningsnivåernas storlek så ser vi att de över tid varit förhållandevis jämna, med en liten nedgång 2002-2004. Dock är detta acceptabelt från aktieägarna och det samtidigt ges information som förklarar och motiverar situationen och borde inte således ha stört bolaget.

NCC och Skanska har en större del aktiva ägare och borde således inte ha behov av signalering i samma utsträckning som JM, vars ägande är betydligt mer fragmenterat. Detta då agentproblematiken är betydligt mindre i bolag med god

insyn från ägarna. Detta motiverar även, som nämnts tidigare, Skanskas stora finansiella slack.

Tittar man på utdelningsnivå i förhållande till resultat har dock JM lägst, varför signaleringseffekten kan först kan ifrågasättas. Men det som gör att JM:s utdelningsnivå ser lägre ut är att deras resultat är förhållandevis högre i relation till aktievärdet vilket ger en högre räntabilitet. Således kan man ändå säga att JM:s aktieägare är de som får ut mest av aktien, vilket stödjer signaleringsteorin samt agentteorin.



Under den studerade perioden har företagen alla strävat mot kostnadsreducering och negativa nettoinvesteringar har gjorts helt enkelt för att de har varit det strategiskt mest gynnsamma. Utifrån den aspekten kan man knappast kritisera företagen för dess agerande, då investeringar skall ske i syfte att skapa bättre framtidsmöjligheter. Utdelningarna har förvisso i förhållande till årets resultat blivit något höga i Skanskas och NCCs fall men detta beror på dåliga resultat snarare än höga utdelningar. Man har främst fokuserat på att skicka trygga signaler till marknaden för att värna om bolagets aktievärde och ägarna. Man har också valt att i viss mån behålla delar av det genererade överskottet i kapital för att ha möjlighet att investera framöver, då företagen faktiskt haft möjlighet att dela ut långt mer. Att stärka sin finansiella ställning och förbereda sig på nästa

period av kraftiga investeringsströmmar och att då kunna välja sin finansiering själv, kan ses som ett långsiktigt tänkande.

Vilken påverkan finns och varför förhåller det sig på detta sätt?

Slutsats B: Då positiva investeringar under perioden inte ur strategisk aspekt kan setts som gynnsamt för något av företagen har man istället byggt en stark kassa av de genererade kapitalströmmarna. Utdelningsnivån har varit förhållandevis jämn under perioden för samtliga bolag vilket tyder på att signaleringsteorin snarare förklarar storleken på utdelningarna.

6 Kritik till uppsats och vidare forskning

I detta stycke tar vi upp brister i vår uppsats som vi är medvetna om. Vi tar även upp möjligheter till vidare forskning utifrån den situation vi beskriver.

De flesta av artiklar eller uppsatser som har studerat eller försökt förklara hur företagsledningar eller styrelser arbetar med att ta fram storleken på utdelningar gör det genom kvantitativa studier. Vi har valt en kvalitativ ansats på vår uppsats. Vi är begränsade från att dra generella slutsatser som kan överföras på andra branscher, marknader eller tidsepoker.

Kriterierna för urvalen av bransch och företag upprättades för att utesluta så många störande variabler som möjligt. Efter att ha avslutat empirinsamlingen upplevde vi att kriterierna gav oss en bransch som var alldeles för mogen och stabil, där det inte existerade en målkonflikt mellan investeringar och utdelningar på grund av företagens finansiella styrka.

Detta har lett till att efter analysen upplever vi att detta faktiskt gav oss ett mervärde då vi kunde bidra med att testa residualteorin i en situation när företagen inte investerar. Denna belysning av teorin har vi inte stött på i något annat sammanhang. Således ökar det relevansen för uppsatsen.

Att göra en abduktiv ansats anses av vissa vara ett "fult" metodval. En mellanväg som inte vågar ta ställning till det ena eller det andra. Wallén (1996) beskriver han behovet att vara väl insatt i ämnet för att kunna dra slutsatser på erfarenhet. Skribenten bör ha studerat fenomenet flertalet gånger för att kunna dra känna igen fenomenen. Vi har försökt att kompensera detta genom att läsa mycket tidigare forskning inom ämnet. I efterhand när analysen är klar upptäckte vi att det är residualteorin som huvudsakligen förklarar frågeställning A. Utifrån den slutsatsen skulle det kunna argumenteras för en deduktiv ansats då vi testat residualteorin i detta sammanhang. Men eftersom vi inte hade den kunskapen

innan analysen började och gick in i analysen förutsättningslöst för att hitta de faktorer som kan förklara problemformulering A passar en abduktiv ansats bäst.

7 Källförteckning

7.1 Publicerade källor

- Alkeback, Per (1997) *Do Dividend Changes Really Signal – Evidence from Sweden*, Första upplagan, Akademitryck
- Allen, D. E. (1992) "Target Payout Ratios and Dividend Policy: British Evidence" *Managerial Finance*, vol. 18, 1992, s. 9-21
- Alli, Kasim, Khan, Qayym & Ramirez, Gabriel (1993) "Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis" *The Financial Review*, vol. 28, 1993, s. 523-547
- Almroth, Lilian (2006) *Starka byggbolag tror ännu mer på 2006*, Dagens Nyheter, 17 februari 2006, s. B02
- Amcoff, Erik (2007) "Ordet som alla direktörer säger – men inte riktigt kan förklara". *Affärsvärlden*, 23 maj, 2007, s.18-22, 24, 26, 28
- Arnold, Glen (2005) *Corporate Financial Management*, Tredje upplagan, Education Limited
- Bengtsson, Per & Giaever, Hedda (2005) "VDs interna innehav och dess påverkan på utdelning –en studie av svenska börsnoterade företag", Kandidatuppsats, Lunds Universitet, FEK12405
- Blecher, Simon (2003) "Bygget är genomruttet" *Affärsvärlden*, 11 maj, 2003, s. 68
- De Angelo, Harry, De Angelo, Linda & Skinner Douglas (1996) "Reversal of Fortune Dividend Signalling and the Disappearance of Sustained Earnings Growth", *Journal of Financial Economics*, s. 341-378
- Davidson, Bo & Patel, R (2003). *Forskningsmetodikens grunder – Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*, tredje upplagan, Studentlitteratur
- Dhanani, Alpa (2005) "Corporate Dividend Policy: The Views of British Financial Managers" *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 32, 2005, s. 1625-1672

- D'Souza, Juliet & Saxena, Atul (1999) "Agency Cost, Market Risk, Investment Opportunities and Dividend Policy – An International Perspective" *Managerial Finance*, vol. 25, 1999, s. 35-43
- Eksedler, Martin & Norgren Simon (2004) "Vilka faktorer påverkar utdelningen i ett statligt ägt företag? –En fallstudie av LKAB", Kandidatuppsats, Luleå Tekniska Universitet, ISSN: 1404-5508
- Fazzari, Steven, Hubbard, Glenn & Petersen, Bruce (1988) "Financing Constraints and Corporate Investment" *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, 1988, s. 141-206
- Forsberg, Birgitta (2003a) *Lyxbyggarens kollaps* Veckans affärer, 12 maj, 2003, s. 10-12, (2003b) *På skakig grund* Veckans affärer, 20 oktober, 2003, s. 44-45, 47
- Frankfurter, Gary M. & Wood, Bob G. (2002) "Dividend policy theories and their empirical tests" *International Review of Financial Analysis*, vol. 11, 2002, 111-138
- Grant, Robert M. (2005) *Contemporary Strategy Analysis*, Femte upplagan, Blackwell Publishing Ltd
- Gugler, Klaus (2003) "Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment" *Journal of Banking & Finance*, vol. 27, 2003, s. 1297-1321
- Hamberg, Mattias (2001) *Strategic Financial Decisions*, Liber
- Hansson, Thomas & Palmqvist, Jakob (2005) "Direktavkastningens determinanter – En studie på den svenska aktiemarknaden", Kandidatuppsats, Lunds Universitet, FEK12030
- Haskel, Anders (2005) *Högre lönsamhet utan tillväxt*, Veckans Affärer, 5 november 2005, s. 19, 51, 53
- Jensen, Michael & Meckling, William (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure" *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3, s. 305-360
- Lindberg, Staffan (2004) *Blickar framåt*, Dagens Nyheter, 20 september, 2004, s. C06
- Lintner, John (1956) "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes" *The American Economic Review*, 1956, vol. 46, s. 97-113

- Lundahl, Ulf & Skärvad, Per-Hugo (1992) *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, Andra upplagan, Studentlitteratur
- Miller, Merton & Modigliani, Franco (1961) "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares" *The Journal of Business*, 1961, vol. 34, s.411-433
- Nilsson, Henrik, Isaksson, Anders & Martikainen, Teppo. (2002) *Företagsvärdering*, första upplagan, Studentlitteratur
- Olsson, Anders (2005) *Byggkoncernen Skanska håller på kassan*, Dagens Nyheter, 17 februari 2005, s. B04
- Svenning, Conny (2000) *Metodboken*, femte upplagan, Lourentz
- Wallén, Göran (1996) *Vetenskapsteori och forskningsmetodik*, andra upplagan, Studentlitteratur
- Wallmark, Jon & Åhman (2005) "Ägarstrukturens inverkan på sambandet mellan interna medel och investeringar", Magisteruppsats, Lunds Universitet, FEK12101

7.2 Företagsinterna källor

Årsredovisning 2000 – 2006, JM

Årsredovisning 1998, 2000 – 2006, NCC

Årsredovisning 2000 – 2006, Skanska

Kapitalmarknadsdagen (2005), 16 november, 2005 PDF-presentation från JM

7.3 Muntliga källor

Danielsson, Ann-Sofie (2007) *Ann-Sofie Danielson, Chief Financial Officer, NCC*, Telefonintervju, 23 maj, 2007

Perez, Daniel, *Daniel Perez, Analytiker, Morgan Stanley*, Telefonintervju, 29 mars, 2007

Åkesson, Claes-Magnus (2007) *Claes-Magnus Åkesson, Chief Financial Officer, JM*, Telefonintervju, 25 maj, 2007

Östansjö, Marianne (2007) *Marianne Östansjö, Chief Financial Officer, Skanska*,
Telefonintervju, 25 maj, 2007

7.4 Elektroniska källor

Affärsvärden, hemsida (2007), Available: URL:

http://www.industrivarden.se/templates/CurrentPortfolio_____32.aspx?epslanguage=SV [8 juni, 2007]

Bennet, Carl & Johansson, Göran (2001) "Kvartalskapitalismen leder till fördärv",
Dagens nyheter, 16 november, 2001. Available: URL:

<http://www.bankrattsforeningen.org.se/Debatt2/debatt25.html> [10 april, 2007]

Braconier, Per (2005) "Skanskas nya policy ska förhindra fiaskon" Dagens
Industri, 21 februari, 2005, Available: URL:

<http://di.se/Nyheter/?page=%2fAvdelningar%2fArtikel.aspx%3fO%3dIndex%26ArticleID%3d2005%5c02%5c21%5c134209%26src%3ddi> [8 juni, 2007]

Braconier, Per (2001) "Stålbud väntar NCC" Dagens Industri, 14 december, 2001,
www.di.se

Ekonominyheterna TV 4 (2007), 4 juni 2007 kl. 22.20. Available: URL:

<http://tv4nyheterna.se/2.139?videoId=1.115684> [4 juni, 2007]

Dagens Arbeta (2007), Gatu, Harald *Ägarna knäcker svenska företag*, 4 juni
2007, Available: URL:

<http://www.dagensarbete.se/home/da/home.nsf/98770b2ae7748f3541256ce5006dad5f/3f100fa5620480f3c12572f0002a314e> [4 juni, 2007]

Nordstjernen, hemsida (2007), Available: URL:

http://www.nordstjernen.se/vd_har_ordet.asp, [25 maj, 2007]

Bilaga 1

Är det brev vi sände ut till de individer vi intervjuade. Brevet sändes ut ca en vecka innan intervjun och var bifogat till ett e-mail som vi sände till individens sekreterare.

Hej xxxxxxxxxxxxxxxxxxxx,

Bakgrunden till vår uppsats grundar sig i ett intresse av att studera vilket långsiktigt arbete företag bedriver och hur detta skiljer sig åt emellan olika företag. På grund av sträng tidsbegränsning har vi avgränsat oss till att endast studera en faktor. Långsiktigt arbete bedrivs på många sätt. En aspekt är återinvesteringsgrad av interna medel vilket har ett nära samband till utdelningar.

Vi har jämfört utdelning i procent av resultatet i byggbranschen, och funnit skillnader mellan de olika aktörerna. Vi vill nu studera er investeringsfilosofi för att se hur dessa skiljer sig åt i branschen och om detta är en bidragande faktor till skillnader i utdelningsgrad företagen emellan.

Vi har nu fått klartecken från XXX och XXX så vi hoppas kunna få en så klar bild över byggbranschen som möjligt. Vår uppfattning är att företagen ligger så pass lika er i konjunkturfas samt att ni konkurrerar inom samma värdekedja om än med olika positioner.

Vi har läst era årsredovisningar från 2002 och framåt samt tidningsartiklar och andra uppsatser som berör er bransch och ert företag. I intervjun hoppas vi kunna få utökad kunskap rörande era investeringsstrategier och utdelningspolicy samt kopplingen där emellan.

Vår avsikt är inte att jämföra/bedöma hur ni konkurrerar inom branschen utan mer se till de interna faktorerna och hur de skiljer sig åt för att, om möjligt, kunna dra slutsatser om hur investeringsstrategier påverkar återinvesteringsgraden.

Här följer några typfrågor/tankeställare vilka syftar till att ni skall få en uppfattning om vilka områden vi finner intressanta för djupare undersökning. Vi är ute efter en diskussion och övergripande svar, utifrån dessa tar intervju form. Vi kommer alltså inte ifrågasätta en enskild maskinparksinvestering – snarare intresserar vi oss för hur stora framtida investeringar i maskinparken finansieras och således även påverkar ert företags utdelningsnivå.

- Finns det kopplingar mellan utdelning och investeringar/strategier?
- Har ni en övergripande investeringsstrategi mer än vad som står i bokslutet?

- Skiftar ni er finansieringsform beroende på typ av investering?
- Var hämtar ni era underlag om hur er finansiella struktur skall se ut?
- När ni ger förslag på utdelning tar ni er investeringsstrategi, eller andra strategiska aspekter, i beaktande?
- Det finns flera teorier bakom varför företag avser att dela ut olika mängd. Beaktar ni dem när ni bestämmer utdelningsgrad?
- Hur stor betydelse har de andra byggföretagens utdelningsgrad för er?

- Hur stor vikt lägger ni i er soliditet?
- Hur stor förmåga upplever ni att ni har att ändra på utdelningen?
- Är utdelningen en begränsning?
- Begränsar det möjligheten till långsiktighet?
 - Kan du beskriva processen runt när ni bestämmer er utdelning?
 - Hur stor vikt lägger ni vid interna förhållanden?
 - Externa förhållanden?
 - Historiska utdelningsnivåer?
- Vilka är med i processen vid framtagning av storleken på utdelningen, vilka är i beslutande befattning vilka finns som rådgivare?
- Vilka interna mål (investeringar) styr i hur grad ert företag väljer att dela ut (återinvestera)?
- Hur riskfylld anser ni att er aktie är, Betavärdet, gentemot vad marknaden anser. Påverkar det utdelningen?