



LUNDS UNIVERSITET

Ekonomihögskolan  
Företagsekonomiska Institutionen

FEKH95  
*Examensarbete Kandidatnivå*

VT 2012

# Utdelningsprognoser

*Ett instrument att lita på?*

**Författare:**

Carl Carell

Cecilia Pettersson

Emelie Ranhult

**Handledare:**

Maria Gårdängen

# Sammanfattning

---

<i>Uppsatsens titel</i>	Utdelningsprognoser – Ett instrument att lita på?
<i>Seminariedatum</i>	31 maj 2012
<i>Ämne/kurs</i>	FEKH95, Examensarbete kandidatnivå, 15 högskolepoäng
<i>Författare</i>	Carl Carell, Cecilia Pettersson, Emelie Ranhult
<i>Handledare</i>	Maria Gårdängen
<i>Fem nyckelord</i>	Bransch, Direktavkastning, Investering, Utdelning, Utdelningsprognos
<i>Syfte</i>	Syftet är att undersöka träffsäkerheten i utdelningsprognoser på den svenska marknaden. Vidare ämnar studien undersöka huruvida det finns branscher som prognostiseras med bättre träffsäkerhet än andra och undersöka om det finns ett samband mellan branscher och direktavkastning.
<i>Metod</i>	Studien har en kvantitativ metod med deduktiv ansats och inkluderar sekundärdata samt Kruskal-Wallis hypotestest.
<i>Teoretiska perspektiv</i>	Studien utgår ifrån grundläggande utdelningsteori och dess påverkan, samt tidigare forskning på området.
<i>Empiri</i>	Jämförelser mellan branscher gällande direktavkastning och felmarginal studeras, även risk mätt som volatilitet, vägs in.
<i>Resultat</i>	Studien konstaterar att det finns ett signifikant samband mellan bransch och träffsäkerhet i utdelningsprognoserna så väl som mellan bransch och direktavkastning.

# Abstract

---

<i>Title</i>	Dividend forecasts – an instrument to trust?
<i>Seminar date</i>	31 May 2012
<i>Course</i>	FEKH95, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 University Credit Points (UPC) or ECTS-cr
<i>Authors</i>	Carl Carell, Cecilia Pettersson, Emelie Ranhult
<i>Advisor</i>	Maria Gårdängen
<i>Five Key words</i>	Industry, Dividend Yield, Investment, Dividend, Dividend Forecast
<i>Purpose</i>	The aim is to investigate the accuracy of dividend forecasts for the Swedish market. Furthermore, the study intends to examine whether there are industries that are forecast with better accuracy than others and whether there is a relationship between industries and dividend yield.
<i>Methodology</i>	The study is based on quantitative methodology with a deductive approach. It includes secondary data and Kruskal-Wallis hypothesis test.
<i>Theoretical perspectives</i>	The study is based on the basic distribution theory and its implications and research in this area.
<i>Empirical foundation</i>	Comparisons between the industries current dividend yield and margin of error is studied, including risk measured by volatility, are considered.
<i>Conclusions</i>	The study concludes that there is a significant relationship between industry and accuracy of dividend forecasts as well as between industry and dividend yield.

# Innehållsförteckning

---

KAPITEL 1 Inledning	1
1.1 Introduktion	1
1.2 Bakgrund	1
1.3 Problemdiskussion	2
1.4 Frågeställning	3
1.5 Syfte	3
1.6 Avgränsning	4
1.7 Målgrupp	4
KAPITEL 2 Praktisk Referensram	5
2.1 Branschindelning	5
2.2 Utdelning och börsintroduktioner	6
2.4 Utdelningsprognoser	7
2.3 Volatilitet	7
KAPITEL 3 Teoretisk referensram	8
3.1 Tidigare forskning kring utdelningsprognoser	8
3.2 Tidigare forskning kring utdelningspolicy	9
3.3 Teorier bakom utdelningsbeslut	10
3.4 Utdelningens påverkan på aktiekursen	11
KAPITEL 4 Metod	13
4.1 Val av metod	13
4.1.1 Kvantitativ metod	13
4.2 Datainsamling	13
4.2.1 Sekundärdata	13
4.2.2 Urval och bortfall	14
4.3 Tillvägagångssätt	14
4.3.1 Träffsäkerhet i prognoser	14
4.3.2 Direktavkastning och volatilitet	15
4.3.3 Hypotesprövning	15
4.7 Metodkritik	16
4.7.1 Reliabilitet	16
4.7.2 Validitet	17
4.8 Källkritik	17
KAPITEL 5 Empiriskt resultat	18
5.1 Allmänt	18
5.4 Resultat branscher	18
5.4.1 Basic Materials	18
5.4.2 Consumer Goods	19
5.4.3 Consumer Services	20
5.4.4 Finances	20
5.4.5 Health Care	21
5.4.6 Industrials	22
5.4.7 Oil & Gas	23

5.4.8 Technologies	23
5.4.9 Telecommunications	24
5.4.10 Grafer	25
5.5 Resultat hypotestest	26
Se bilaga 2 Kruskal-Wallis hypotestest - direktavkastning	26
Se bilaga 3 Kruskal-Wallis hypotestest - felmarginal	26
<u>KAPITEL 6 Analys</u>	<u>27</u>
6.1 Felmarginal	27
6.2 Direktavkastning	29
6.3 Volatilitet	30
6.4 Sammanfattande Analys	30
<u>KAPITEL 7 Slutsats</u>	<u>32</u>
7.1 Förslag till vidare studier	33
<u>KAPITEL 8 Källor</u>	<u>34</u>
<u>KAPITEL 9 Bilagor</u>	<u>38</u>
Bilaga 1. Sammanställning av data	38
Bilaga 2. Kruskal-Wallis hypotestest - direktavkastning	40
Bilaga 3. Kruskal-Wallis hypotestest - felmarginal	41

# KAPITEL 1

## Inledning

---

I kapitlet ges en bakgrundsbild om studiens innehåll. Här presenteras även problemdiskussion, studiens syfte, avgränsningar samt målgrupp.

---

### 1.1 Introduktion

Den ekonomiska utvecklingen i Sverige har lett till lägre räntor och en allt mer svängande aktiemarknad. Detta har i sin tur lett till att investerarens fokus, i allt högre grad, har riktats mot aktier med hög direktavkastning.<sup>1</sup>

### 1.2 Bakgrund

Till följd av den globala ekonomiska krisen som bröt ut hösten 2008 sänkte riksbanken reporäntan, och sedan dess har den legat på en konstant låg nivå<sup>2</sup>. Således har även de kommersiella bankernas inlåningsräntor sjunkit, som i sin tur har lett till att intresset för investeringsstrategier med direktavkastning i fokus har ökat<sup>3</sup>.

Manley och Mueller-Glissmann skriver 2008 i *Financial Analyst Journal* att de förväntar sig att handel med utdelningsstarka aktier kommer bli allt mer intressant för fundamentala investerare med ett långsiktigt perspektiv. Denna utveckling kommer ge starka incitament för analytiker att göra korrekta utdelningsprognoser, vilket leder till att banker, hedge-fonder, och andra institutionella investerare kommer lägga större vikt vid utdelningar<sup>4</sup>.

Svenska Dagbladet skriver "*när sparräntorna är pressade kan de börsbolag som traditionellt lämnar hög aktieutdelning vara ett bättre alternativ att satsa på*". De svenska börsbolagen förväntas år 2012 dela 171 miljarder kronor och 60 procent av dem förväntas dela ut mer än föregående år<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup> Aktiespararna. Rolander, Dag. *Hög utdelning lockar i lågräntetider*.

<sup>2</sup> Riksbanken. (2012). *Reporänta, tabell*.

<sup>3</sup> Andersson, Klas. *Utdelning slår bankernas sparräntor*. Svenska Dagbladet. 2012-01-09

<sup>4</sup> Manley, R. & Mueller-Glissmann, C. (2008), *The Market for Dividends and Related Investment Strategies*

<sup>5</sup> Ibid

Investeringar med fokus på direktavkastning är populära strategier hos finansiella institutioner, vars mål är att ha tillgång till likvida medel. En strategi med direktavkastning i fokus är inte enbart lämpad för institutioner utan även ett alternativ för privatpersoner, framförallt om investeraren tänker sig ett långsiktigt sparande<sup>6</sup>.

### 1.3 Problemdiskussion

Med det växande intresset för utdelning och direktavkastning är det av stor vikt för investerare, så väl institutionella som privata, att ha kunskap om det finns bolag som tenderar att generera högre utdelning och direktavkastning än andra. Vilka är då börsbolagen som genererar hög direktavkastning? Vad gäller på Stockholmsbörsen? Vilka av de noterade bolagen genererar hög respektive låg direktavkastning?

Då utdelning och aktiekurs kan skilja sig åt från år till år är det komplicerat att förutspå sin direktavkastning jämfört med exempelvis bankernas inlåningsränta, där avkastning är given. För att avgöra vilket bolag som är lämpligt att placera sina tillgångar i kan investerare ta hjälp av utdelningsprognoser för att ha möjlighet att uppskatta sin avkastning och värdet av en möjlig investering. Således uppkommer frågan hur tillförlitliga dessa prognoser är? Skiljer träffsäkerheten i prognoserna sig åt beroende på vilken bransch ett bolag tillhör? Är olika typer av branscher enklare, respektive svårare, att prognostisera än andra?

Tidigare forskning om utdelningsprognoser har genomförts i Australien, där en studie publicerad i *Pacific-Basin Finance Journal* (PBFJ) undersöker träffsäkerheten i utdelningsprognoser på den australiensiska marknaden. Studien kommer fram till att de undersökta prognoserna har större träffsäkerhet ju större bolaget är, samt ju kortare tidshorisonten för prognosen är.<sup>7</sup> Vidare har samma författare publicerat ytterligare en studie i PBFJ där de jämför träffsäkerheten i utdelningsprognoser för 39 olika länder och jämför dessa med träffsäkerheten i resultatprognoser. Resultatet av studien visar att utdelningsprognoser är mer träffsäkra än resultatprognoser i majoriteten av de 39 undersökta länderna. Forskarna anser att detta beror på att ledningen har mer kontroll över den utdelning de betalar till aktieägarna än det resultat de presenterar.<sup>8</sup>

---

<sup>6</sup> Aktiespararna. Lärke Bredung, Emil. *Utdelning – spararens bästa vän?*

<sup>7</sup> Brown, P. & Clarke, A. & How, J. & Lim, K. (2002), *Analysts' dividend forecasts*.

<sup>8</sup> Brown, P. & How, J. & Verhoeven, P. (2006), *The accuracy of analyst's dividend forecast around the world*.

Förutom de australiensiska studierna har det genomförts ringa forskning runt om i världen, och det finns få studier på den svenska marknaden som behandlar området. Den forskning som finns har fokus på andra typer av prognoser, som exempelvis resultatprognoser. Det finns dock forskning som har studerat sambandet mellan bransch och utdelning, men aldrig sambandet mellan bransch och direktavkastning.

Vi menar att det finns ett gap i forskningen på den svenska marknaden gällande utdelningsprognoser och dess tillförlitlighet. I och med den växande trenden med fokus på utdelning och direktavkastning ligger det i tiden att studera dessa typer av prognoser närmre.

Vi anser att prognoser främst används av investerare, institutionella och privata, som har strategier med fokus på direktavkastning. Prognoserna är till för att assistera investerare i sitt urval av vilka aktier som ska inkluderas i vederbörandes portfölj. Beroende på vilken risk investerare vill utsätta sitt kapital för, förklarar det vilken preferens för risk personen har. Därmed behandlar studien även risk, mätt som volatilitet, i de branscher som undersöks. Detta för att kunna jämföra träffsäkerheten i prognoser och direktavkastning med risken i de branscher och aktier som undersöks.

## 1.4 Frågeställning

- *Kan en investerare använda utdelningsprognoser för att beräkna framtida direktavkastning på ett eventuellt innehav?*
- *I vilken/vilka branscher är prognoserna som mest tillförlitliga?*
- *Hur skiljer sig direktavkastningen över tid mellan olika branscher?*

## 1.5 Syfte

Vi ämnar med vår studie undersöka träffsäkerheten för utdelningsprognoser på den svenska marknaden, samt undersöka medelfelet i respektive bransch. Vidare ämnar vi studera huruvida det finns branscher som prognostiseras med bättre träffsäkerhet än andra.

Studien ämnar dessutom undersöka om det finns ett samband mellan branscher och direktavkastning, samt om det finns branscher som både har hög direktavkastning och hög träffsäkerhet i prognoserna kombinerat med låg risk.



## 1.6 Avgränsning

Studien är avgränsad till den svenska marknaden, dels på grund av tillgängligheten av information men även på grund av den ringa forskningen på området. På den svenska marknaden undersöks företag på OMX Stockholms Large Cap-lista, med anledning att den innehåller stora, mogna och stabila företag, vilket är den typ av företag som tenderar generera mest utdelning<sup>9</sup>. Då studien undersöker utdelningsprognoser som alla investerare har tillgång till, hämtas utdelningsprognoser från Affärsvärldens "aktieindikator", vilken är den mest omfattande icke avgiftsbelagda källan.

Studien genomförs på en tioårsperiod för att få ett historisk långsiktigt utfall, samt att längre tidsperspektiv skulle innebära större bortfall av bolag. Studien kompletteras med ett femårsintervall då några bolag har varit börsnoterade färre än tio år. Studien utgår ifrån branschindelningen ICB då andra källor i denna uppsats, Nasdaq OMX Stockholm och Affärsvärlden, använder sig av denna<sup>10</sup>.

## 1.7 Målgrupp

Uppsatsen riktar sig främst till studenter och lärare med grundläggande ekonomisk kunskap. Vi anser även att privatpersoner med kunskap och intresse för finansiella investeringar har möjlighet att finna användbar kunskap i vår studie.

---

<sup>9</sup> Berk, J & DeMarzo, P. (2011) *Corporate Finance*.

<sup>10</sup> Nasdaq OMX Nordic. *Aktier*. & Affärsvärlden. *Affärsvärldens nya börsindex*.

## KAPITEL 2

# Praktisk Referensram

---

I kapitlet behandlas de praktiska delar som är av stor vikt för ökad förståelse av studiens innebörd

---

### 2.1 Branschindelning

Den 1 februari 2001 lanserade både Nasdaq OMX Stockholm och Affärsvärlden ett nytt branschindelningssystem innehållande två nivåer med nio nya branschindex och 31 underindex<sup>11</sup>. Innan 2001 delades branscherna in med hänsyn till företagets tillverkningsprocess<sup>12</sup>, exempelvis tillhörde Hennes & Mauritz "Handel" och Volvo tillhörde "Verkstad". Efter år 2001 är branscherna istället uppdelade efter konsumentanvändandet, vilket innebär att många företag nu tillhör en annan bransch<sup>13</sup>. Hennes & Mauritz ligger nu istället under "Konsumenttjänster" och Volvo under "Industri"<sup>14</sup>. Anledningen till detta är att anpassa branschindelningen till internationell standard då mycket gränsöverskridande handel pågår, och intresset för jämförelser mellan olika börser ökar<sup>15</sup>. Med dagens indelning finns det möjlighet att utvärdera både svenska och globala portföljer på samma villkor<sup>16</sup> vilket kan öka incitamenten till investering på andra marknader.

Det finns två indelningssystem på den internationella marknaden, dels GICS<sup>17</sup> som är framtaget av MSCI<sup>18</sup> och S&P<sup>19</sup>, men även ICB<sup>20</sup> som är framtaget av Dow Jones och FTSE<sup>21,22</sup>

Indelningssystemen ser ut enligt följande:

---

<sup>11</sup> Affärsvärlden. *Framtidens börsindex*. 2001-01-31.

<sup>12</sup> Ibid

<sup>13</sup> Affärsvärlden. *Affärsvärldens nya börsindex*. 2000-10-29.

<sup>14</sup> Nasdaq OMX Nordic. *Aktier*.

<sup>15</sup> Affärsvärlden. *Framtidens börsindex*. 2001-01-31.

<sup>16</sup> Affärsvärlden. *Affärsvärldens nya börsindex*. 2000-10-29.

<sup>17</sup> Global Industry Classification Standard

<sup>18</sup> Morgan Stanley Capital International

<sup>19</sup> Standard & Poor's

<sup>20</sup> Industry Classification Benchmark

<sup>21</sup> Financial Times and the London Stock Exchange

<sup>22</sup> Aktieskolan. *Branschindelning*

Tabell 1, Branschindelning.

<b>GICS</b>	<b>ICB</b>
1. Energi	1. Olja och gas
2. Material och råvaror	2. Råvaror
3. Industrivaror och e-tjänster	3. Industri
4. Sällanköpsvaror och tjänster	4. Dagligvaror
5. Dagligvaror	5. Hälsovård
6. Hälsovård	6. Konsumenttjänster
7. Finans	7. Telekommunikation
8. Informationsteknik	8. Kraftförsörjning
9. Telekommunikation	9. Finans
10. Kraftförsörjning	10. Teknologi

*De innehåller även:*

<b>24 industrigrupper</b>	<b>19 supersektorer</b>
<b>68 industrier</b>	<b>41 sektorer</b>
<b>154 underindustrier</b>	<b>114 undersektorer</b>

*Källa Aktiespararna<sup>23</sup>*

Vilket av de olika indelningssystemen som används skiljer sig åt, exempelvis använder Stockholmsbörsen och Affärsvärlden sig av ICB medan Avanza använder sig av GICS indelning.

Branschindelning är av stor vikt ur en investerares perspektiv då denne får en uppfattning om bolagets verksamhet<sup>24</sup>. De olika branscherna har även individuella egenskaper gällande nyckeltal och regelverk som investerare kan behöva ta hänsyn till innan denne beslutar sig för en investering<sup>25</sup>.

## 2.2 Utdelning och börsintroduktioner

För att bolag ska få göra en så kallad värdeöverföring måste de enligt svensk lag göra det på ett av följande sätt; vinstutdelning, förvärv av egna aktier, minskning av aktiekapitalet eller som gåva<sup>26</sup>. Bolag får inte lov att göra en värdeöverföring

<sup>23</sup> Ibid

<sup>24</sup> Affärsvärden. *Framtidens börsindex*. 2001-01-31.

<sup>25</sup> Aktieskolan. *Branschindelning*

<sup>26</sup> Aktiebolagslagen § 17:2

om de inte har full teckning för det bundna egna kapitalet efter överföringen<sup>27</sup>, samt att inte överföra ett belopp större än det som fanns beräknat till värdeöverföring vid föregående årsstämma<sup>28</sup>. Detta innebär att då ett nyintroducerat bolag inte haft någon årsstämma kan det dröja minst ett år innan utdelning kan ske. Det ligger även i företagets intresse att vänta med utdelning tills de vet de klarar av att hålla utdelningen på en konstant nivå, detta då företag vill undvika att sänka eller utesluta utdelning senare år då det signalerar bristande framtidstro<sup>29</sup>.

## 2.4 Utdelningsprognoser

Det finns två huvudsakliga skäl till att prognostisera utdelning. Dels att intressenter, så som aktieägare samt spekulanter på aktien, söker information om framtida avkastning och utveckling av sitt innehav. Dels att utdelning används i andra värderingsmodeller för att uppskatta värdet på ett företag eller ett företags aktie.<sup>30</sup>

Investmentbolagens analytiker prognostiserar utdelning och dessa prognoser sammanställs sedan av andra företag, som i sin tur säljer prognoserna till media<sup>31</sup>.

## 2.3 Volatilitet

Volatilitet är ett riskmått som visar hur ett värde, exempelvis en aktiekurs, varierar uppåt och nedåt. Ju större variationer, det vill säga volatilitet, desto högre är risken<sup>32</sup>. Volatilitet kan inte användas som ett bevis på nedgång eller uppgång i kurser då den mäter ett kortsiktigt perspektiv och inte påverkas av trender. De senaste åren har den genomsnittliga volatiliteten för Stockholm OMX legat på 20-25 procent<sup>33</sup>.

---

<sup>27</sup> Aktiebolagslagen § 17:3

<sup>28</sup> Aktiebolagslagen § 17:4

<sup>29</sup> Black, Fisher. (1976), *The Dividend Puzzle*.

<sup>30</sup> Dividendforecast. *How the Dividend Forecast tool works and what option prices tell us about future dividends*.

<sup>31</sup> SME-Direkt. *Prognoser*

<sup>32</sup> Oxenstierna, Gabriel. (2011) *Placeringsrådgivning*. Sid 40.

<sup>33</sup> Oxenstierna, Gabriel. (2011) *Placeringsrådgivning*. Sid 42.

## KAPITEL 3

# Teoretisk referensram

---

Det finns ett flertal teorier angående utdelningar och prognoser, i kapitlet redogörs för de teorier som är mest relevanta för denna studie.

---

### 3.1 Tidigare forskning kring utdelningsprognoser

Tidigare forskning på området är mycket begränsad och det är några få forskare som återkommer i de olika studierna. Resultaten från de studier som har utförts stöder varandra i stor utsträckning.

Brown, Clark, How och Lim undersökte 2002 utdelningsprognoser för bolag på den australiensiska marknaden. Deras studie konstaterar att de undersökta prognoserna har en negativ felmarginal, det vill säga att utdelningsprognoserna i genomsnitt är högre än den realiserade utdelningen. Den negativa felmarginalen för prognoserna på den australiensiska marknaden blir mindre ju närmre tidpunkten då bolagen meddelar förslagen utdelning blir. Vid två månader eller mindre når prognoserna en brytpunkt där de inte längre har en genomsnittlig negativ felmarginal. Utdelningsprognoser är däremot mer träffsäkra, och har därmed en lägre felmarginal, än vad motsvarande resultatprognoser har.<sup>34</sup>

Forskarna konstaterar genom en regressionsanalys att utdelningsprognoser blir mer träffsäkra ju mindre tidshorisonten är till dagen då bolagen meddelar förslag till utdelning. Den mest förklarande variabeln till träffsäkerheten i prognoserna är storleken på bolagen - ju större bolag desto mindre felmarginal. Forskarnas teori är att ledningen har större kontroll över de utdelningar som betalas ut till aktieägare än det resultat de presenterar.<sup>35</sup>

Brown, How och Verhoeven undersökte 2006 träffsäkerheten hos utdelningsprognoser för 39 länder för åren 1995 till 2004. Det konstaterades att för majoriteten av de 39 länderna så är utdelningsprognoser mer träffsäkra än resultatprognoser, vilket inkluderar bland annat Sverige. Till skillnad från studien ovan kan forskarna nu konstatera att detta beror på att ledningen har större kontroll över de utdelningar som betalas ut till aktieägare än det resultat som de presenterar.<sup>36</sup>

---

<sup>34</sup> Brown, P. & Clarke, A. & How, J. & Lim, K. (2002), *Analysts' dividend forecasts*.

<sup>35</sup> Ibid

<sup>36</sup> Brown, P. & How, J. & Verhoeven, P. (2006), *The accuracy of analyst's dividend forecast around the world*.

I undersökningen konstateras att felmarginalen i utdelningsprognoser ökar med en stigande felmarginal i resultatprognoserna. Dock är detta sambandet svagare hos bolag som tenderar utjämna nivån på sina respektive utdelningar. Att prognostisera bolag som tidigare avhållit sig från att ge utdelning, eller sänkt den från tidigare år, är svårare och således har dessa en större felmarginal än andra. De bolag som sänker sin utdelning är svårare att prognostisera än de bolag som utesluter utdelning helt. Detta förklaras av att en sänkning ger en starkare indikation på sämre finansiella tider än vad en uteslutning gör. Sambandet mellan felmarginal i utdelningsprognoser och resultatprognoser är svagare i de länder som har en väl utvecklad lån- och kapitalmarknad. Detta är också de marknader där utdelningsutjämning är ett uttryckt mål bland bolagsledningarna, samt där utdelning har en stark signaleringseffekt. I de länder med välutvecklad finansmarknad förlitar sig bolagen mindre på finansiering via internt kapital då de har bättre tillgång till extern finansiering.<sup>37</sup>

Brown och Higgins undersökte 2005 hur ledningen kan undvika att det resultat som redovisas är lägre än analytikers prognoser för respektive bolag. Detta kan enligt Matsumoto<sup>38</sup> utföras genom att ledningen antingen styr resultatet så att det blir så högt som möjligt eller genom att påverka analytiker att sänka prognoserna.<sup>39</sup>

Fokus i undersökningen är i vilken utsträckning nedåtpåverkan av prognoser genomförs av ledningar runt om i världen, något som tidigare inte undersökts. Studien konstaterar att ledningar i länder där investerare är mer skyddade använder prognospåverkan mer än vad de gör i länder där de inte är lika skyddade. Av de 21 studerade länderna är USA det land med den högsta påverkan från ledningar tätt följt av Sverige på en andra plats.<sup>40</sup>

### 3.2 Tidigare forskning kring utdelningspolicy

Ett flertal studier har försökt förklara företags utdelning i olika avseenden. Det råder dock delad mening om varför företag ger utdelning och vad utdelningen har för betydelse för aktieägarna.

En av pionjärerna inom området var John Lintner som 1956 genomförde en studie på amerikanska marknaden där han intervjuade högt uppsatta företagsledare. Studien visar att den mest betydande variabeln för företags utdelning är föregående års vinst. Beslutsfattare vill inte höja utdelningsnivån

---

<sup>37</sup> Ibid

<sup>38</sup> Matsumoto, D.A. (2002) *Management's Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises*.

<sup>39</sup> Brown, L. & Higgins, H. (2005), *Managers' forecast guidance of analysts: International evidence*.

<sup>40</sup> Ibid

om den sedan måste återjusteras, därför är en jämn och låg utdelningstillväxt att föredra.<sup>41</sup>

Miller och Modigliani genomförde en studie 1961 som ledde fram till irrelevansteorin. Företags investeringsbeslut ska prioriteras först, efter det tas beslut om utdelning av den vinst som återstår. Utdelningen har således ingen påverkan på aktiekursen, endast ett företags investeringsbeslut påverkar företags värdet.<sup>42</sup> Eftersom inte aktiekursen, och därmed inte heller direktavkastningen, påverkas av utdelningsbeslut gynnas aktieägarna av sänkt utdelning i avseendet att de undviker dubbelbeskattning och företaget gynnas då de på ett enkelt sätt får tillgång till kapital som kan investeras i verksamheten.<sup>43</sup>

Det finns dock fler aspekter att ta hänsyn till. Utdelning signalerar ett företags framtidsutsikter, vilket kan leda till att företag ligger på för hög utdelningsnivå. För att kunna upprätthålla denna nivå kan företag tvingas ta på sig skulder eller emittera nya aktier för att få in kapital, och som en negativ följd av detta uppkommer transaktionskostnader. Detta problem benämns "The Dividend Puzzle"<sup>44</sup>. Problemet grundar sig i att beslutsfattare och externa aktieägare har skilda åsikter, där de olika grupperna främst ser till sina egna intressen. Detta leder till att bestämmandet av företags utdelningsnivå inte alltid följer vad som är optimalt för verksamheten och dessutom uppstår så kallade agentkostnader.<sup>45</sup>

### 3.3 Teorier bakom utdelningsbeslut

Föregående avsnitt tar upp både för och nackdelar med utdelning. Trots detta är utdelning vanligt förekommande<sup>46</sup> och forskare har kommit fram till olika teorier som kan förklara utdelningsfenomenet.

"Fågel-i-handen teorin" grundar sig i att investerare föredrar en säker avkastning i form av utdelning framför en aktiekursuppgång. Investerare kan endast förlora det kapital de har satsat och genom att få utdelning istället för att vinsten återinvesteras i företaget, erhåller investerarna en säker avkastning. Om vinsten istället återinvesteras i verksamheten finns det ingen garanti för att

---

<sup>41</sup> John, Lintner, (1956), *Distribution of incomes of corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes*.

<sup>42</sup> Miller, M. & Modigliani, F. (1961), *Dividend policy, growth, and the valuation of shares*.

<sup>43</sup> Black, F. & Scholes, M. (1974), *Effects of dividend yield and dividends policy on common stock prices and returns*.

<sup>44</sup> Black, Fisher, (1976), *The Dividend Puzzle*.

<sup>45</sup> Jensen, M.C. & Meckling, W.H, (1976), *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*.

<sup>46</sup> Andersson, Klas. *Utdelning slår bankernas sparräntor*. Svenska Dagbladet. 2012-01-09

aktiekursen ska öka och det är osäkert om en eventuell ökning är bestående.<sup>47</sup>

Varken ledning eller aktieägare agerar rationellt i alla lägen. För aktieägare kan det vara enklare att ta emot utdelning och behålla sina tillgångar istället för att sälja av sina aktier och på så sätt erhålla likvida medel. Aktieägare kan även vara rädda för att missa en eventuell värdeökning av aktien efter försäljning<sup>48</sup>.

I vissa fall kan utdelning vara ett resultat av att ägare och ledning har tillgång till olika mängd information. Frankfurter och Lane pekar på tradition och informationsasymmetrier mellan aktieägare och beslutsfattare som förklaring till att företag ger utdelning<sup>49</sup>.

Utdelningsnivån varierar även för vilken bransch företaget verkar i. Investeringsmöjligheterna skiljer sig åt från bransch till bransch, vilket gör att det kan vara en förklarande variabel till utdelningsnivån i ett visst företag.<sup>50</sup> Läkemedelsföretag och teknikföretag är exempel som sällan ger utdelning då vinsten måste återinvesteras i ny forskning och utveckling. Detaljhandeln har lägre krav på nyinvestering och kan då istället dela ut en större del av sin vinst. Industrieföretag gör stora investeringar i uppstartsfasen, vilket innebär att utdelning först är aktuell när verksamheten har kommit igång och vinsten är stabil<sup>51</sup>. Studier har även visat att företag följer utdelningsnivån hos andra företag i samma bransch<sup>52</sup>.

De företag som ger utdelning är i de flesta fall stora, mogna och lönsamma företag med få investeringsmöjligheter. De som inte delar ut är små företag med kraftig tillväxt och många investeringsmöjligheter. Denna typ av företag investerar istället kapitalet i verksamheten<sup>53</sup>.

### 3.4 Utdelningens påverkan på aktiekursen

Många studier har behandlat aktiekursens påverkan dagarna kring utdelningsdagen. Tidigare studier på området visar att aktiekursen sjunker med utdelningsbeloppet, då utdelning är värde som försvinner ur företaget<sup>54</sup>. Andra

---

<sup>47</sup> Marikova, E. (1990), *The bird-in-the-hand argument revisited*.

<sup>48</sup> Shefrin, H. & Statman, M. (1984), *Explaining investor preference for cash dividends*.

<sup>49</sup> Frankfurter, G. & Lane, W. (1992), *The Rationality of Dividends*.

<sup>50</sup> Michel, A. (1979), *Industry influences on dividend policy*.

<sup>51</sup> P. Sargent Florence, (1959), *Size of Company and Other Factors in Dividend Policy*.

<sup>52</sup> John, Lintner, (1956), *Distribution of incomes of corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes*.

<sup>53</sup> Fama, Eugene & French, Kenneth, (2001), *Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?*

<sup>54</sup> Miller, M. H. & Modigliani, F., (1961), *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*.



studier visar att nedgången i aktiekursen är lägre än utdelningsbeloppet. Detta kan förklaras med *skatteklienteffekten*, vilken innebär att investerare har olika behov av utdelning beroende på skattesats<sup>55</sup>. Efter detta har mer omfattande studier genomförts med slutsatsen att aktiekursen sjunker åtminstone med utdelningen<sup>56</sup>. Det finns inte lika många studier på lång sikt, därmed uppkommer frågan om värdeminskningen är bestående?

Robert, Arnott och Clifford genomförde en studie på ett längre perspektiv. De kom fram till att lägre utdelning, och därmed mer kapital att investera i verksamheten, leder till ineffektivitet. Om för stort kapital återinvesteras i företaget finns det risk för onödiga investeringar. Bolag som delar ut en större andel av vinsten är mer effektiva med det kapital som investeras i verksamheten<sup>57</sup>, vilket också leder till högre vinsttillväxt.<sup>58</sup>

Eftersom utdelningsförslaget presenteras tillsammans med bolagets resultat i Sverige, är det svårt att isolera föreslagen utdelning som ensam variabel för att studera hur utdelningen påverkar aktiekursen<sup>59</sup> och kan vara en förklaring till den bristande forskningen på området.

---

<sup>55</sup> Elton, E.J. & Grubler, M.J. (1970), *Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect*.

<sup>56</sup> Boyd, F. & Jagannathan, R. (1994), *Ex-dividend Price Behavior of Common Stocks*.

<sup>57</sup> Arnott, R. & Asness, C. (2003), *Surprise! Higher Dividends = Higher Earnings Growth*.

<sup>58</sup> Zhou, P. & CFA. & Ruland, W. (2006), *Dividend Payout and Future Earnings Growth*.

<sup>59</sup> Alkeback, Per (1997), *Do Dividend Changes Really Signal?*

# KAPITEL 4

## Metod

---

I kapitlet redogörs valet av metod som används för att genomföra studien. Vidare berörs även metodkritik såsom reliabilitet och validitet samt källkritik och tillvägagångssätt.

---

### 4.1 Val av metod

#### 4.1.1 Kvantitativ metod

Studien baseras på en kvantitativ metod då den bygger på standardiserad information med tydlig start- och stoppunkt. Detta innebär att data samlas in och behandlas för att beskriva ett exakt förhållande som sedan mynnar ut i studiens slutsatser<sup>60</sup>. Det är en fördelaktig metod när teorier prövas med hjälp av hypotestester<sup>61</sup>.

#### 4.1.2 Deduktiv ansats

Det finns olika sätt att samla in data från verkligheten, två tillvägagångssätt är induktiv ansats och deduktiv ansats. Induktiv ansats går "från empiri till teori", vilket betyder insamling av relevant information helt utan förutfattade meningar för att sedan behandla den insamlade data. Motsatsen, deduktiv ansats, går "från teori till empiri" vilket innebär att insamlaren skaffar sig förutbestämda antaganden innan sökandet efter data påbörjas.<sup>62</sup> Studien baseras på en deduktiv ansats, då förutbestämda hypoteser formulerats innan studiens genomförande.

### 4.2 Datainsamling

#### 4.2.1 Sekundärdata

Studien bygger på information hämtad från sekundärdata. Sekundärdata är information insamlad av någon annan än författaren själv<sup>63</sup>. Studien ämnar

---

<sup>60</sup> Jacobsen, Dag Ingvar. (2002) *Vad, hur och varför?* s 147.

<sup>61</sup> *Ibid*

<sup>62</sup> *Ibid*, s 34-35

<sup>63</sup> *Ibid*, s 153

undersöka de utdelningsprognoser som finns tillgängliga för allmänheten, således används sekundärdata.

I teoriavsnittet används tidigare forskning i form av vetenskapliga artiklar, även kurslitteratur såväl från innevarande kurs som tidigare kurser från kandidatprogrammet i ekonomi används. I den praktiska referensramen används tidningsartiklar samt en stor del internetkällor, detta då studien är inriktad på den svenska marknaden och de vetenskapliga artiklarna som används i andra delar av studien inte behandlar Sverige specifikt.

#### 4.2.2 Urval och bortfall

Som tidigare nämnts avgränsas studien till Large Cap-listan på Stockholm OMX, vilket innebär ett underlag på 80 aktier. Vid insamling av data angående utdelningsprognoser faller 26 aktier bort på grund av att dessa inte finns med i Affärsvärldens "aktieindikator", vilket resulterar i ett underlag på 54 aktier. Vid närmre analys av bortfallet visar det sig att det huvudsakligen handlar om de redan representerade företagens A- och i vissa fall C- aktier. Med utgångspunkt i att flertalet företag fortfarande finns representerade i urvalet anser vi att bortfallet inte snedvrider resultatet nämnvärt.

Åtta av bolagen är noterade senare än 2001. Dessa är Lundin Mining Corporation SDB, Husqvarna B, Oriflame SDB, Hakon Invest, Faberge, Melker Schörling, Alfa Laval och Millicom int Cellular SDB. Med grund i detta kompletteras studien med ett femårssnitt på direktavkastningen för att om någon skillnad mellan snitten kan påvisas.

### 4.3 Tillvägagångssätt

#### 4.3.1 Träffsäkerhet i prognoser

För att säkerställa träffsäkerhet i prognoser samlas data in från Affärsvärlden samt Börsdata. Utifrån dessa beräknas felmarginal genom att ta realiserad utdelning minus utdelningsprognos, dividerat med utdelningsprognos.

*Ekvation 1, Uträkning av felmarginal*

$$\text{Felmarginal} = \frac{\text{Realiserad utdelning} - \text{Utdelningsprognos}}{\text{Utdelningsprognos}}$$

Efter beräkning av felmarginal tas ett genomsnitt fram baserat på tio år. För att kunna jämföra branscherna mot varandra beräknas även ett branschsnitt. En positiv felmarginal innebär att utdelning varit högre än prognostiserat, medan en negativ innebär att utdelning varit lägre än prognosen. En perfekt prognos ger således en felmarginal på noll procent.

### 4.3.2 Direktavkastning och volatilitet

Direktavkastning är relevant då den bygger på såväl utdelning som aktiekurs. Investerare kan välja att endast se till utdelningsnivån för att göra en investering, risken är då att aktiekursen faller och det investerade kapitalet sjunker kraftigt i värde. Det är då inte säkert att utdelningen väger upp kursfallet. Därmed samlas även aktiekursdata in och sedan beräknas direktavkastning genom att ta utdelning dividerat med aktiekurs.

*Ekvation 2, Uträkning av direktavkastning*

$$\text{Direktavkastning} = \frac{\text{Realiserad utdelning}}{\text{Aktiekurs}}$$

För att förhindra ett kraftigt kursfall vill investerare hitta en så säker investering som möjligt, därför vägs även volatilitet in. Denna bör vara så låg som möjligt för att investeringen ska vara så säker som möjligt, då en låg volatilitet innebär mindre svängningar i aktiekursen<sup>64</sup>.

### 4.3.3 Hypotesprövning

För att statistiskt säkerställa om det finns skillnader mellan branscher gällande direktavkastning och felmarginal genomförs ett icke-parametriskt Kruskal-Wallis test, eller H-test som det även kallas<sup>65</sup>. Testet är användbart om kraven för parametrisk variansanalys inte uppfylls<sup>66</sup>, vilket är fallet i denna studie. Testet bortser från branschen "Oil & Gas", då endast ett bolag ingår samt att bolaget aldrig gett någon utdelning. Tillvägagångssättet är att rangordna alla observationer oberoende vilken grupp de tillhör, för att sedan summera varje grupp och jämför dessa tal. Nollhypotesen accepteras då de summerade talen är

---

<sup>64</sup> Oxenstierna, Gabriel. (2011) *Placeringsrådgivning*. s. 40

<sup>65</sup> Gradin, Ulf. *Dataanalys och hypotesprövning för statistikanvändare* s. 32

<sup>66</sup> Körner, S & Wahlgren L. (2006) *Statistisk dataanalys*. S. 431.

lika varandra<sup>67</sup>.

För att pröva nollhypotesen används följande ekvationen:

*Ekvation 3, Uträkning enligt Kruskal-Wallis testfunktion*

$$H = \frac{12}{n(n+1)} \sum \frac{R_i^2}{n_i} - 3(n-1)$$

n = Totalt antal observationer

n<sub>i</sub> = antal observationer i varje grupp

R<sub>i</sub> = rangsumman i respektive grupp

Sedan används "chi-två"-fördelningen med k-1 frihetsgrader<sup>68</sup>, där k är antalet grupper.

Två hypoteser prövas;

1: H<sub>0</sub> = Det finns ingen skillnad mellan branscher gällande direktavkastning

H<sub>1</sub> = Det finns en skillnad mellan branscher gällande direktavkastning

2: H<sub>0</sub> = Det finns ingen skillnad mellan branscher gällande träffsäkerheten i prognoserna

H<sub>1</sub> = Det finns en skillnad mellan branscher gällande träffsäkerheten i prognoserna

De vanligaste signifikantnivåerna är 5%, 1% och 0,1%<sup>69</sup>. Vi har valt att använda 0,1 % för att utesluta möjligheten att slumpen ska ha någon inverkan.

## 4.7 Metodkritik

### 4.7.1 Reliabilitet

Reliabilitet är då pålitligheten hos ett visst mått kontrolleras<sup>70</sup>. Det som kontrolleras är ifall resultatet skulle bli detsamma om studien genomförs

---

<sup>67</sup> Gradin, Ulf. *Dataanalys och hypotesprövning för statistikanvändare*. s. 32

<sup>68</sup> Ibid

<sup>69</sup> Aktiesite. *Statistik – hypotestestning två varianser, hur göra hypotestesting av två varianser?*

ytterligare en gång<sup>71</sup>. Inspiration till denna studie hämtas från flera tidigare oberoende studier som visar ungefär samma resultat som denna studie förväntas komma fram till. Att ta i beaktning är dock att ingen av de tidigare genomförda studierna har behandlat Sverige explicit.

#### 4.7.2 Validitet

Validitet syftar till om slutsatserna från studien hänger ihop<sup>72</sup>, det vill säga om indikatorerna som använts faktiskt mäter begreppet i fråga.

Studien grundas till viss del på generaliseringar gällande den data som samlas in, vilken endast omfattar det sista numret av Affärsvärldens "aktieindikatorn" för varje år. Hade tid funnits skulle ett årligt genomsnitt varit att föredra. Som tidigare nämnt skiljer branschindelningen sig åt mellan Affärsvärlden/Stockholmsbörsen, som använder ICB, och Avanza, som använder GICS. Detta är dock inte ett problem då endast företagets volatilitet hämtas från Avanza, vilken inte påverkar hypoteserna om huruvida det finns ett samband mellan bransch och direktavkastning samt bransch och felmarginal.

#### 4.8 Källkritik

Då data hämtas från flera olika källor granskas dem kritiskt var och en för sig. Det är svårt att få tag på utdelningsprognoser från dess ursprungliga källa då dessa är avgiftsbelagda, vilket innebär att vi förlitar oss till Affärsvärldens "Aktieindikator". Vi anser att detta är en bra och tillförlitlig källa eftersom det i varje nummer redovisas var data är hämtad ifrån<sup>73</sup>, samt att det är en källa som finns tillgänglig för alla investerare. Så länge en investerare inte väljer avgiftsbelagda utdelningsprognoser blir denne tvungen att förlita sig på prognoser från Affärsvärlden och liknande källor vid val av aktier med hjälp av utdelningsprognoser. Den realiserade utdelningen hämtas från Bördatas hemsida den 13 april 2012. Börndata i sin tur hämtar data från respektive bolags rapporter<sup>74</sup> vilket gör dem till en trovärdig källa. Volatilitet hämtas från Avanzas hemsida och då Avanza är en vedertagen finansiell institution, anser vi detta som en tillförlitlig källa. Vi ser en viss problematik i att hämta data från olika källor, men på grund av brist på rå-data och källa som bistår med all information anser vi det vara ett bra alternativ.

---

<sup>70</sup> Jacobsen, Dag Ingvar. (2002) *Vad, hur och varför?* s. 94

<sup>71</sup> Ibid, s. 48

<sup>72</sup> Ibid

<sup>73</sup> Affärsvärlden, *Aktieindikatorn*, nr 50-52. 2001-2010.

<sup>74</sup> Börndata. *Om Börndata*.

## KAPITEL 5

# Empiriskt resultat

I avsnittet redovisas de beräkningar och hypotesprövningar som genomförts, samt resultatet av dessa.

### 5.1 Allmänt

Som grund för jämförelserna mellan olika branscher beräknas ett marknadssnitt för de 54 undersökta aktierna.

*Tabell 2, Marknadens genomsnitt.*

Genomsnittlig Felmarginal	Direktavkastning Tio år	Direktavkastning Fem år	Volatilitet
9%	2,71%	3,17%	30,56%

Se bilaga 1 Sammanställning av data.

### 5.4 Resultat branscher

#### 5.4.1 Basic Materials

Den genomsnittliga felmarginalen inom branschen “Basic Materials”, som innehåller fem aktier, är 7 procent. Branchens felmarginal ligger nära den genomsnittliga felmarginalen för alla aktier. Av de fem aktierna är det enbart en av de fem, Stora Enso R, som har en genomsnittlig negativ felmarginal. Den genomsnittliga direktavkastningen för branschen är 2,76 procent, marginellt högre än det totala genomsnittet. Femårssnittet är något lägre på 2,7 procent. Genomsnittliga volatiliteten för branschen ligger på 35,81 procent, mer än 5 procentenheter högre än den totala genomsnittliga volatiliteten. Av de fem företagen sticker ett ut, med hänsyn både till direktavkastning samt volatilitet, vilket är Holmen B som har en genomsnittlig direktavkastning under tio år på 5,3 procent men även den lägsta volatiliteten på 21,06 procent.

Tabell 3, Resultat Basic Materials.

Företag	Genomsnittlig felmarginal	Direktavkastning 10 år	Direktavkastning 5 år	Volatilitet
Boliden	12%	2,07%	3,43%	36,8%
Holmen B	23%	5,3%	3,98%	21,06%
Lundin Mining	0%	0%	0%	41,44%
SSAB B	5%	2,81%	2,39%	43,32%
Stora Enso	-3%	3,64%	3,72%	36,41%
<b>BRANSCH</b>	<b>7%</b>	<b>2,76%</b>	<b>2,7%</b>	<b>35,81%</b>

Se bilaga 1 Sammanställning av data

#### 5.4.2 Consumer Goods

Den genomsnittliga felmarginalen inom branschen "Consumer Goods", som innehåller sex aktier, är 5 procent. Även denna bransch ligger väldigt nära den genomsnittliga felmarginalen för alla aktier. Däremot är det stora svängningar inom branschen, där Autoliv har en positiv felmarginal på 73 procent medan både Husqvarna B och SCA B har negativa felmarginaler på -36 procent. Den genomsnittliga direktavkastningen för branschen är 2,63 procent, marginellt lägre än det totala genomsnittet. Femårsnittet är något högre, 2,77 procent, och ännu närmre det totala genomsnittet. Det finns bara en av de fem som har låg direktavkastning, Husqvarna B, som har 1,4 procent på båda intervallen. Den genomsnittliga volatiliteten för branschen är 31,86 procent, cirka 1 procentenhet över det totala genomsnittet. Det finns två aktier som båda har relativt låg volatilitet kombinerat med hög direktavkastning, Autoliv SDB och Swedish Match, med 22,51 procent och 2,61 procent respektive 22,63 procent respektive 2,56 procent (direktavkastningen är det tioåriga genomsnittet).

Tabell 4, Resultat Consumer Goods.

Företag	Genomsnittlig felmarginal	Direktavkastning 10år	Direktavkastning 5 år	Volatilitet
Autoliv SDB	73%	2,61%	3,09%	22,51%
Elektrolux B	9%	3,31%	2,55%	46,83%
Husqvarna B	-36%	1,4%	1,4%	35,57%
Oriflame SDB	11%	3,6%	3,45%	30,87%
SCA B	-36%	2,33%	3,46%	32,72%
Swedish match	9%	2,56%	2,69%	22,63%
<b>BRANSCH</b>	<b>5%</b>	<b>2,63%</b>	<b>2,77%</b>	<b>31,86%</b>

Se bilaga 1 Sammanställning av data



### 5.4.3 Consumer Services

Den genomsnittliga felmarginalen för branschen "Consumer Service" är 4 procent, vilket är 3 procentenheter lägre än det totala genomsnittet. Två av de tre aktierna, Axfood och Hakon Invest, har en positiv felmarginal medan H&M B har en negativ felmarginal på hela -22 procent. Den genomsnittliga direktavkastningen på tio år är 3,84 procent vilket är något högre än det totala genomsnittet på 2,71 procent. Genomsnittet på femårsintervallet är även detta högre på 4,13 procent. Branschen har en relativt låg volatilitet på 25,19 procent, mer än 5 procentenheter lägre än det totala genomsnittet. Axfood och Hakon Invest har högst direktavkastning på 4,65 respektive 4,93 procent, men även lägst volatilitet på 24,24 respektive 22,30 procent.

Tabell 5, Resultat Consumer Services.

Företag	Genomsnittlig felmarginal	Direktavkastning 10år	Direktavkastning 5år	Volatilitet
Axfood	29%	4,65%	5,11%	24,24%
Hakon inv.	7%	4,93%	4,89%	22,30%
H&M B	-22%	1,93%	2,38%	29,03%
<b>BRANSCH</b>	<b>4%</b>	<b>3,84%</b>	<b>4,13%</b>	<b>25,19%</b>

Se bilaga 1 Sammanställning av data

### 5.4.4 Finances

Branschen "Finance" har en negativ genomsnittlig felmarginal på -16 procent. Av de 15 aktier inom branschen är det tre stycken som har en positiv felmarginal; Hufvudstaden A, Investor och Sv Handelsbanken A. Av dessa tre sticker Hufvudstaden A ut med en väldigt hög positiv felmarginal på 95 procent. Den genomsnittliga direktavkastningen på tioårsintervallet är 2,66 procent, något lägre än det totala snittet, medan genomsnittet på femårsintervallet är något högre på 2,91 procent. Den genomsnittliga volatiliteten är 29,38 procent, cirka 1 procentenhet lägre än genomsnittet. Av de 15 aktierna är det Hufvudstaden A som har lägst volatilitet, 20,27 procent, men även den högsta direktavkastningen både på tioårsintervallet samt femårsintervallet med 5,1 respektive 5,7 procent.

Tabell 6, Resultat Finances.

Företag	Genomsnittlig felmarginal	Direktavkastning 10år	Direktavkastning 5år	Volatilitet
Castellum	-33%	2,79%	4,32%	27,7%
Fabege	-16%	3,92%	4,35%	28,46%
Hufvudstaden A	95%	5,1%	5,7%	20,27%
Industri- världen V	-33%	3,01%	3,74%	31,88%
Investor B	14%	3,56%	3,13%	32,18%
Kinnevik B	-11%	1,62%	2,26%	22,81%
Latour B	-43%	2,28%	3,05%	31,49%
Lundbergs- företagen B	-49%	1,23%	1,01%	23,83%
Melker Schörling	-3%	0,8%	0,8%	26,30%
Nordea Bank	-3%	3,28%	3,18%	32,52%
Ratos B	-55%	2,03%	2,68%	37,40%
SEB A	-25%	2,40%	1,91%	31,98%
Sv. Handels- banken A	12%	4,12%	4,63%	37,42%
Swedbank A	-6%	3,2%	2,06%	33,13%
Wallen-stam B	-74%	0,58%	0,83%	23,34%
<b>BRANSCH</b>	<b>-16%</b>	<b>2,66%</b>	<b>2,91%</b>	<b>29,38%</b>

Se bilaga 1 Sammanställning av data

#### 5.4.5 Health Care

Branschen "Health Care" har en negativ genomsnittlig felmarginal på -1 procent, 8 procentenheter från det totala genomsnittet. Direktavkastningen på tioårsintervallet är 1,64 procent, markant lägre än genomsnittet. På femårsintervallet är det något högre, 2,32 procent, men fortfarande några procentenheter ifrån genomsnittet. Av de fyra aktierna i branschen är det en som sticker ut vad gäller direktavkastning, vilken är Astra Zeneca med en direktavkastning på 3,23 procent och 4,52 procent på tio- respektive femårsintervallet. Volatiliteten i branschen ligger på 23,63 procent, relativt lågt sett till det totala snittet. Även här finns det en aktie skiljer sig från det andra med en markant lägre volatilitet, Astra Zeneca med 13,2 procent.

Tabell 7, Resultat Health Care.

Företag	Genomsnittlig felmarginal	Direktavkastning 10 år	Direktavkastning 5 år	Volatilitet
Astra Zeneca	1%	3,23%	4,52%	13,2%
Elekta B	13%	0,93%	1,46%	29,13%
Getinge B	-14%	1,58%	1,74%	27,45%
Meda A	-4%	0,82%	1,55%	24,73%
<b>BRANSCH</b>	<b>-1%</b>	<b>1,64%</b>	<b>2,32%</b>	<b>23,63%</b>

Se bilaga 1 Sammanställning av data

#### 5.4.6 Industrials

Även branschen "Industrials" har en negativ felmarginal på -13 procent, vilket innebär en skillnad på 20 procentenheter från det totala genomsnittet. Det är stora fluktuationer mellan felmarginalerna för de olika aktierna. NCC B har den hösta positiva felmarginalen på 101 procent och Volvo B den högsta negativa felmarginalen på -56 procent, vilket innebär en total differens på 157 procent. Den genomsnittliga avkastningen i branschen är 2,63 procent för tioårsintervallet medan femårsintervallet ligger något högre på 3,23 procent. Två aktier sticker ut med hög direktavkastning, NCC B och Skanska B med 8,42 respektive 5,7 procent på tioårsintervallet. Branschens volatilitet är 32,36 procent, vilket är något högre än det totala genomsnittet. Skanska B är den aktie som har relativt låg volatilitet på 27,28 procent och hög direktavkastning på 5,7 procent på ett tioårsintervall.

Tabell 8, Resultat Industrials.

Företag	Genomsnittlig felmarginal	Direktavkastning 10år	Direktavkastning 5år	Volatilitet
ABB Ltd	4%	1,21%	2,22%	21,83%
Alfa Laval	-39%	1,4%	1,8%	32,28%
ASSA ABLOY B	15%	2,22%	2,74%	32,06%
Atlas Copco A	-37%	1,65%	2,65%	37,22%
Hexagon B	-38%	0,7%	1,02%	34,15%
NCC B	101%	8,42%	8,55%	37,12%
Peab B	-17%	3,4%	4,71%	33,34%
SAAB B	5%	2,81%	2,39%	28,06%
SCANIA B	-47%	1,56%	2,17%	32,03%
Securitas B	8%	2,61%	3,21%	26,54%
Skanska B	23%	5,7%	6,85%	27,28%
SKF B	-27%	2,5%	3,53%	35,03%
Trelleborg B	-44%	1,78%	1,46%	34,21%
Volvo B	-56%	1,61%	2,28%	34,86%

<b>BRANSCH</b>	<b>-13%</b>	<b>2,63%</b>	<b>3,23%</b>	<b>32,36%</b>
----------------	-------------	--------------	--------------	---------------

Se bilaga 1 Sammanställning av data

#### 5.4.7 Oil & Gas

Branschen "Oil & Gas" innehåller enbart en aktie som inte ger någon utdelning, vilket innebär att felmarginalen hamnar på noll procent. Den har även noll procent i direktavkastning i både fem- och tioårsintervallet. Aktien har en hög volatilitet på 42,88 procent jämfört med det totala genomsnittet på 30,56 procent.

Tabell 9, Resultat Oil & Gas.

Företag	Genomsnittlig felmarginal	Direktavkastning 10 år	Direktavkastning 5 år	Volatilitet
Lundin Patroleum	0%	0%	0%	42,88%
<b>BRANSCH</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>42,88%</b>

Se bilaga 1 Sammanställning av data

#### 5.4.8 Technologies

Branschen "Technologies" har enbart två aktier som båda har en positiv genomsnittlig felmarginal på 41 procent, vilket är markant högre än det totala genomsnittet. Branschen har en direktavkastning på 4,29 procent och 5,51 procent på tio- respektive femårsintervallet, vilket är relativt högt sett till det totala genomsnittet på båda två intervallen. Volatiliteten är relativt låg och ligger på 25,53 procent. De båda aktierna har både relativt hög direktavkastning och låg volatilitet.

Tabell 10, Resultat Technologies.

Företag	Genomsnittlig felmarginal	Direktavkastning 10 år	Direktavkastning 5 år	Volatilitet
Ericsson B	71%	4,72%	6,66%	23,41%
Tieto Oyj	11%	3,86%	4,36%	27,64%
<b>BRANSCH</b>	<b>41%</b>	<b>4,29%</b>	<b>5,51%</b>	<b>25,53%</b>

Se bilaga 1 Sammanställning av data

### 5.4.9 Telecommunications

Även branschen "Telecommunications" har en positiv genomsnittlig felmarginal på 52 procent. Millicom har ett negativt genomsnitt på -19 procent, medan de två andra aktierna har en positiv genomsnittlig felmarginal på 79 respektive 96 procent. Branschen har en relativt hög direktavkastning på 3,54 procent på tioårsintervallet och 7,47 procent på femårsintervallet. Den genomsnittliga volatiliteten är 29,97 procent, vilket är något lägre än det totala genomsnittet. Tele 2 B sticker ut med både direktavkastning och låg volatilitet, som ligger på 4,03 respektive 24,73 procent.

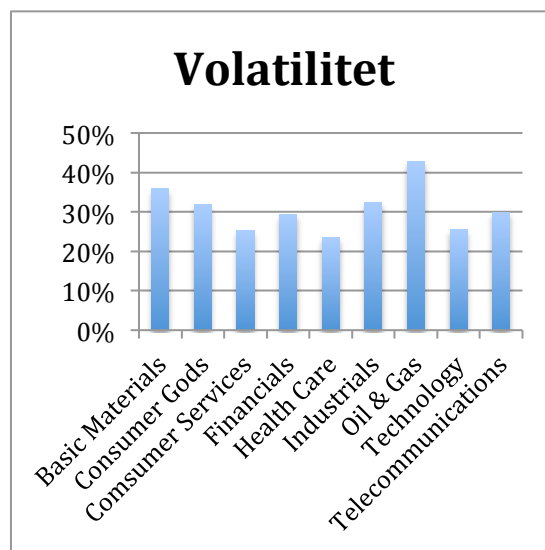
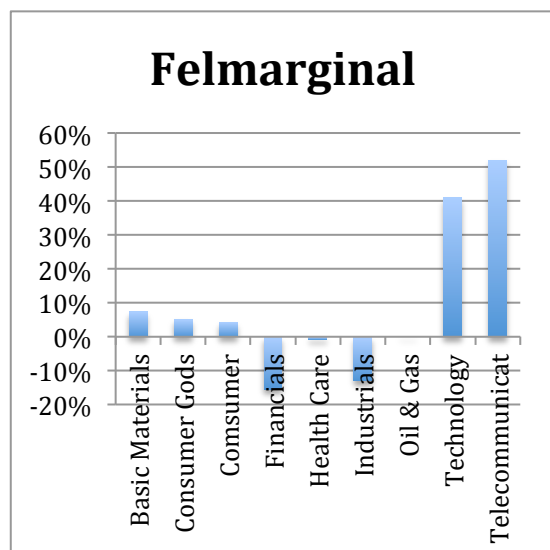
Tabell 11, Resultat Telecommunications.

Företag	Genomsnittlig felmarginal	Direktavkastning 10 år	Direktavkastning 5 år	Volatilitet
Millicom	-19%	1,84%	2,57%	27,55%
TeliaSonera	79%	4,74%	6,36%	37,62%
Tele 2 B	96%	4,03%	7,47%	24,73%
<b>BRANSCH</b>	<b>52%</b>	<b>3,54%</b>	<b>5,47%</b>	<b>29,97%</b>

Se bilaga 1 Sammanställning av data

### 5.4.10 Grafer

Här visar vi resultatet mellan de olika branscherna gällande felmarginal, volatilitet och direktavkastning i grafer.



## 5.5 Resultat hypotestest

När alla grupper är rangordnade och summerade ser siffrorna ut som följer:

Tabell 12, Hypotes 1.

<b>BRANSCH</b>	<b>SUMMA</b>
Basic Materials	414,5
Consumer Goods	379,5
Consumer Services	534,5
Finances	392,0
Health Care	170,5
Industrials	376,0
Technologies	533,0
Telecommunications	440,0
<b>Totalt</b>	<b>3240</b>

Se bilaga 2 Kruskal-Wallis hypotestest - direktavkastning

Genom att sätta in talen i ekvationen 4.3 enligt ovan blir resultatet 81,843, vilket är större än 24,322 (kritiska punkten i chi-två-testet). Detta innebär att nollhypotesen förkastas, det finns alltså skillnad mellan branscherna gällande direktavkastning.

Tabell 13, Hypotes 2.

<b>BRANSCH</b>	<b>SUMMA</b>
Basic Materials	465,0
Consumer Goods	379,5
Consumer Services	400,5
Finances	246,0
Health Care	381,0
Industrials	308,0
Technologies	495,0
Telecommunications	565,0
<b>Totalt</b>	<b>3240</b>

Se bilaga 3 Kruskal-Wallis hypotestest - felmarginal

Även här sätts talen in i ekvation 4.3 och resultatet blir 77,703, vilket även detta är större än 24,322 och därmed förkastas nollhypotesen att det inte finns någon skillnad mellan branscher gällande träffsäkerheten i prognoserna.

## KAPITEL 6

# Analys

---

I kapitlet analyseras resultaten utifrån tidigare diskuterad teori.

---

### 6.1 Felmarginal

Utifrån resultatet i vår studie kan vi konstatera att det skiljer sig mycket mellan de olika branscherna i hur stor felmarginalen är. Vi konstaterar även att det är stor variationen mellan de olika aktierna inom respektive bransch. Då den genomsnittliga felmarginalen har ett positivt resultat innebär det att den realiserade utdelningen över lag överstiger den prognostiserade. Det är att föredra en högre realiserad utdelning, det vill säga att prognosen är för låg, snarare än en lägre realiserad utdelning. Dock är det fortfarande fördelaktigt att prognosen är så nära det verkliga utfallet som möjligt för att kunna beräkna framtida avkastning så precist som möjligt.

Varför ser vi ett positivt resultat för prognoserna? Enligt tidigare forskning är det mer förekommande i länder med hög säkerhet för investerare, att bolagens ledningar påverkar analytikernas prognoser<sup>75</sup>. Av de tidigare undersökta länderna så är Sverige ett av de länder med högst säkerhet för investerare och således ett av de länder med bolag vars ledningar påverkar analytikerna mest. Påverkan sker i riktning att prognoserna ska understiga de redovisade resultatet för att undvika negativa utfall för respektive bolag. Förklaringen innebär att svenska ledningar påverkar analytiker att prognostisera så lågt som möjligt, detta i högre utsträckning än majoriteten av länder runt om världen. Vi tror att detta är en stor del av förklaringen till ett positivt resultat i vår studie.

Utöver ledningens påverkan tror vi även att en del av förklaringen är att analytikerna som utför prognoser hellre tar ett restriktivt ställningstagande istället för ett optimistiskt. Med det menas att analytiker, och dess respektive finansinstitut, föredrar att lämna en för låg prognos framför en för hög prognos. Detta med anledning att den investerare som baserar sina beslut på prognoserna får en negativ konsekvens om det verkliga utfallet understiger prognosen. Med anledning av detta tror vi att analytikerna väljer att prognostisera restriktivt för att undvika risken att tappa sin trovärdighet, något vi tror är möjligt i högre

---

<sup>75</sup> Brown, L. & Higgins, H. (2005), *Managers' forecast guidance of analysts: International evidence*.



utsträckning om användarna av prognoserna får ett negativt resultat snarare än ett positivt resultat.

Som hypotesprövningen visar finns det ett statistiskt säkerställt samband mellan felmarginal och bransch, det vill säga att det finns skillnader i hur väl olika branscher är prognostiserade. Resultatet visar stor variationen mellan de olika branscherna, där exempelvis skillnaden mellan den mest negativa till den högst positiva är 68 procentenheter.

Anledning till skillnaden mellan de olika branscherna kan förklaras av företagens utdelningspolicys, om det ens existerar någon. De branscher med bolag som har uttalade policys bör vara enklare för analytiker att prognostisera, då det finns en policy att utgå ifrån. Detta innebär i sin tur att de branscher som inte består av bolag med uttalade policys kring utdelning bör vara svårare att prognostisera.

Det som även går att konstatera, som tidigare nämnt, är skillnad i felmarginal mellan de olika bolagen inom respektive bransch. Varför är det skillnad även inom de olika branscherna? Forskning visar att storleken på ett bolag förklarar till stor del varför enskilda bolag prognostiseras bättre än andra<sup>76</sup>. Sambandet påvisar att ju större ett bolag är desto enklare är det för analytiker att prognostisera, vilket helt enkelt innebär att storleken på de olika bolagen inom respektive bransch gör dem svårare respektive enklare att prognostisera. Ytterligare studier visar att bolag som tidigare har avhållit sig från att ge utdelning, eller sänkt den från ett tidigare år, har en större felmarginal än andra<sup>77</sup>. Bolag som har uteslutit utdelning helt är dock enklare att prognostisera än vad bolag som sänker sin utdelning är. Detta med anledning att en sänkning av utdelning ger en starkare signal, jämfört med att helt utesluta utdelning, om sämre finansiella tider för bolaget.

Trots skillnaderna mellan branscher och inom respektive bransch, är prognoserna i genomsnitt träffsäkra då det är en genomsnittlig felmarginal på 9 procent. Att genomsnittet dessutom är positivt innebär som tidigare nämnt att investerare kan räkna med att åtminstone få den direktavkastning som prognoserna visar. Även om det är fördelaktigt att prognosen är positiv snarare än negativ så innebär en alltför hög positiv prognos att investerare kan välja bort dessa aktier på grund av rädslan att det verkliga utfallet blir lägre.

---

<sup>76</sup> Brown, P. & Clarke, A. & How, J. & Lim, K. (2002), *Analysts' dividend forecasts*.

<sup>77</sup> Brown, P. & How, J. & Verhoeven, P. (2006), *The accuracy of analyst's dividend forecast around the world*.

## 6.2 Direktavkastning

Vi kan konstatera att även vår andra hypotes om ett eventuellt samband mellan direktavkastning och bransch stämmer. Testet gav ett signifikant samband mellan direktavkastning och bransch, vilket innebär att det finns branscher som är mer respektive mindre benägna att ge utdelning och därmed generera hög direktavkastning.

Att det finns en skillnad mellan branscher kan förklaras av att de består av olika sorters bolag. En del har stora investeringskrav och möjlighet till tillväxt, andra kräver färre investeringar samt har mindre tillväxtpotential. Ett exempel är "Health Care" som består av olika typer av läkemedelsföretag som vanligtvis har stora krav på utveckling och forskning för att generera tillväxt och lönsamhet, vilket i sin tur leder till mindre utrymme för utdelning<sup>78</sup>. Detta skulle kunna förklara den låga graden av direktavkastning i branschen. Skillnad i utdelningspolicy, eller avsaknad av den, hos olika branscher bör även som för felmarginalen gälla för direktavkastningen. Således skulle även det kunna förklara en del av skillnaderna för direktavkastning.

Det är även inom branscherna, precis som felmarginalen, stora variationer i hur stor direktavkastningen är. I branscher med en genomsnittligt låg direktavkastning, vilket innebär att de som helhet inte skulle vara intressanta, finns det aktier som har en relativt hög direktavkastning. I exempelvis "Basic Materials", som har en låg genomsnittlig direktavkastning på 2,76 procent, finns Holmen B som ligger på höga 5,3 procent. Detta innebär att om en investerare enbart ser till de branscher som har hög genomsnittlig avkastning så riskerar denne att missa potentiella lyckade placeringar i de aktier som döljer sig i lågpresterande branscher, sett till direktavkastning.

Variationen inom branscherna tror vi kan förklaras, precis som vid variationerna i felmarginal, att de olika branscherna utgörs av bolag med olika typer av utdelningspolicy, eller avsaknad av policy. I och med att direktavkastningen påverkas av att aktiekursen rör sig beror även skillnaderna mellan företag och således mellan branscherna av att aktiekursen rör sig, vilket är ett resultat av hur olika bolag presterar. De flesta bolag försöker hålla en jämn och stabil tillväxt på utdelningarna från år till år, men då kursen rör sig kan direktavkastningen faktiskt vara sämre nästa år trots att bolaget väljer att dela ut mer än föregående år<sup>79</sup>.

---

<sup>78</sup> Michel, A. (1979), *Industry influences on dividend policy*.

<sup>79</sup> John, Lintner, (1956), *Distribution of incomes of corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes*.

Även då kursförändringar påverkar direktavkastning hos enskilda bolag tror vi, som tidigare forskning stödjer, att den huvudsakliga förklaringen ligger i de olika typer av utdelningspolicys som utformats av respektive ledning för varje enskilt bolag<sup>80</sup>. Därmed blir utfallet varierande från bolag till bolag. Detta är i linje med tidigare studier som visar att utdelning är något som ledningen har bättre kontroll över än det redovisade resultatet och således kursförändringar<sup>81</sup>.

### 6.3 Volatilitet

De tre branscher som har den högsta genomsnittliga direktavkastningen, "Technologies", "Telecommunication" och "Consumer Services", är även bland de fem branscher med lägst genomsnittlig volatilitet. Det innebär att dessa tre branscher är extra intressanta för den investerare som letar efter en tryggare investering med hög direktavkastning. Vi tror att detta delvis kan förklaras av att de företag som lämnar hög direktavkastning normalt är stabila icke-tillväxtbolag med låg volatilitet.

Precis som både felmarginal och direktavkastning varierar volatiliteten stort inom respektive bransch. Detta innebär att det inte enbart går att titta på en bransch med låg genomsnittlig volatilitet för att hitta de aktier med lägst volatilitet. Det går att använda branschsnitten för att hitta flera aktier med låg volatilitet, men för att inte missa andra potentiellt tilltalande aktier behövs ett sökande bland alla de olika branscherna då de alla, förutom undantaget oil & gas, innehåller aktier med låg volatilitet.

Det finns aktier med hög direktavkastning men med olika nivåer av volatilitet, vilket innebär att en investerare kan diversifiera sin portfölj efter sin egen preferens av risk. Oavsett riskpreferens finns möjlighet att diversifiera sin portfölj med aktier som samtidigt har en hög direktavkastning. Detta leder till en högre total avkastning än om investeraren enbart väljer att se till kurspotential.

### 6.4 Sammanfattande Analys

Vi kan i vår studie se ett samband mellan bransch och felmarginal, bransch och direktavkastning samt mellan direktavkastning och volatilitet. Trots detta finns det variationer inom varje bransch som måste tas hänsyn till. Vi ser på

---

<sup>80</sup> John, Lintner, (1956), *Distribution of incomes of corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes*.

<sup>81</sup> Brown, P. & How, J. & Verhoeven, P. (2006), *The accuracy of analyst's dividend forecast around the world*.

felmarginalen att det finns aktier som har hög respektive låg felmarginal. Även om vi anser att prognoserna ger ett bra genomsnittligt utfall menar vi att investerare måste titta på andra nyckeltal för att kunna göra en rättvis bedömning av aktien. Det är därför fördelaktigt att titta på hur stor felmarginal prognoserna normalt har.

Då studien utgår ifrån långsiktiga investeringar är det viktigt att titta på den historiska direktavkastningen för att kunna identifiera potentiellt intressanta aktier som enkelt går att förbise om investeraren enbart tittar på utdelningsprognoserna för ett enskilt år. För att maximera avkastningen på ett eventuellt innehav i form av utdelning är det av vikt att återinvestera utdelningen för att kunna erhålla avkastning som motsvarar den så kallade ränta-på-ränta effekten.

Vi anser att prognoserna har en tillförlitlig träffsäkerhet. Detta innebär att det finns en möjlighet att med hjälp av prognoserna investera i en aktie utan att påverkas av de påvisade kursförändringar som sker i samband när bolaget redovisar förslagen utdelning.

## KAPITEL 7

# Slutsats

---

I kapitlet redovisas de slutsatser som dragits utifrån studiens analys.

---

Vi kan genom vår studie konstatera att utdelningsprognoserna har en positiv genomsnittlig felmarginal på 9 procent. Vi kan även konstatera, med hjälp av vår statistiska undersökning, att våra två hypoteser stämmer:

- det finns ett signifikant samband mellan felmarginal i prognoserna och bransch
- det finns ett signifikant samband mellan direktavkastning och bransch

Trots att det finns ett samband för de båda hypoteserna ser vi även att variationen är stor även inom varje respektive bransch, vilket innebär att investerare kan titta efter specifika branscher för att hitta merparten av de aktier som eftersöks. Det är däremot nödvändigt att även söka inom övriga branscher för att inte riskera att förbise potentiellt intressanta aktier.

Vi har observerat att de branscher som har den högsta direktavkastningen också är bland de fem branscher med den lägsta volatiliteten, samtliga under 30 procent. De branscher som fyller ovan kriterier är:

- **Technology:** På tio år en årlig genomsnittlig direktavkastning på 4,29 procent och en volatilitet på 25,53 procent.
- **Consumer Services:** På tio år en årlig genomsnittlig direktavkastning på 3,84 procent och en volatilitet på 25,19 procent.
- **Telecommunications:** På tio år en årlig genomsnittlig direktavkastning på 3,54 procent och en volatilitet på 29,97 procent.

Av de tre branscherna ovan har alla en positiv felmarginal där *Consumer Services* har den lägsta på 4 procent medan *Technology* och *Telecommunications* har en felmarginal på 41 respektive 52 procent.

Slutligen vill vi poängtera att varje enskild investerare bör studera de tre olika variablerna; felmarginal, direktavkastning och volatilitet för att göra en rättvis bedömning om respektive aktie är attraktiv. Med hjälp av dessa tre variabler kan en investerare skapa en diversifierad portfölj med hög direktavkastning och risk efter preferens.

## **7.1 Förslag till vidare studier**

Under studiens fortgång har vi identifierat ett antal intressanta områden för vidare forskning. Vi finner det intressant att undersöka om träffsäkerheten i prognoserna på den svenska marknaden beror på om bolaget är ett tillväxtbolag eller ett moget bolag, samt om det beror på vilken typ av utdelningspolicy bolagen har, eller avsaknad av policy. Det är även av intresse att studera sambandet mellan utdelningsprognoser och resultatprognoser för 2000-talet på den svenska marknaden.

Vidare är det intressant att beräkna direktavkastning på den kurs som aktien köptes till, istället för på innevarande kurs. Ett sådant nyckeltal skulle visa hur mycket grundinvesteringen ger i avkastning. Samtliga förslag till vidare forskning ovan, samt vår utförda studie, är intressant att undersöka även på andra marknader än den svenska.

## KAPITEL 8

### Källor

---

#### Litteratur

Berk, J. & DeMarzo, P. (2011) *Corporate Finance* (2 edition) Boston: Pearson Education Inc.

Jacobsen, Dag Ingvar. (2002) *Vad, hur och varför?* Studentlitteratur AB.

Körner, S & Wahlgren L. (2006) *Statistisk dataanalys* (4 edition) Studentlitteratur AB.

Oxenstierna, Gabriel. (2011) *Placeringsrådgivning* (9:1 edition) Studentlitteratur AB

#### Vetenskapliga artiklar

Alkeback, Per (1997), *Do Dividend Changes Really Signal?*, Evidence from Sweden, 1997, volume 6, School of Business, Stockholm University

Arnott, R. & Asness, C. (2003), *Surprise! Higher Dividends = Higher Earnings Growth*, Financial Analysts Journal, 2003, volume 59, nr 1.

Black, Fisher, (1976), *The Dividend Puzzle*, The Journal of Portfolio Management, 2, 1976, s.5-8

Black, F. & Scholes, M. (1974), *Effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns*, Journal of financial economics, 1, 1974, s.1-22

Boyd, F. & Jagannathan, R. (1994), *Ex-dividend Price Behavior of Common Stocks*, The Review of Financial Studies, volume 7, nr. 4

Brown, L. & Higgins, H. (2005), *Managers' forecast guidance of analysts: International evidence*. Journal of Accounting and Public Policy, Volume 24, Nr 4, s. 280-299.

Brown, P. & How, J. & Verhoeven, P. (2006), *The accuracy of analysts' dividend forecast around the world*, Pacific-Basin Finance Journal, Volume 16, nr. 4, s 411-435.

Brown, P. & Clarke, A. & How, J. & Lim, K. (2002), *Analysts' dividend forecasts*, Pacific-Basin Finance Journal, Volume 10, nr 4, s 371-391.

Elton, EJ. & Grubler, MJ. (1970), *Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect*, Review of Economics and Statistics, volume 52, nr.1

- Fama, E. & French, K. (2001), *Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?*, Journal of financial economics, 60, 2001, s.3-62
- Frankfurter, G. & Lane, W. (1992), *The Rationality of Dividends*, International Review of Financial Analysis, 1, 1992, s. 115-129
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976), *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, volume 3, nr 4, s. 305-360
- John, Lintner. (1956), *Distribution of incomes of corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes*, American Economics Review, 46, 1956, s. 97-113
- Manley, R. & Mueller-Glissmann, C. (2008), *The Market for Dividends and Related Investment Strategies*, Financials Analysts Journal, Volume 64, nr 3.
- Marikova, E. (1990), *The bird-in-the-hand argument revisited*, Atlantic Economic Journal, Volume 18, nr 4, s. 77-78
- Matsumoto, D.A. (2002) *Management's Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises*. The accounting Review, Volume 77, Nr 3, s.483-514.
- Michel, A. (1979), *Industry influences on dividend policy*, Financial Management, autumn, s. 22-26
- Miller, M. & Modigliani, F. (1961), *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, The Journal of Business, volume 34, nr. 4, s. 411-433
- Sargent Florence, P. (1959), *Size of Company and Other Factors in Dividend Policy*, Journal of the Royal Statistical Society, Serie A (General), volume 22, 1, s. 77-98
- Shefrin, H. & Statman, M. (1984), *Explaining investor preference for cash dividends*, Journal of Financial Economics, 13, 1984, s. 253-282
- Zhou, P. & CFA. & Ruland, W. (2006), *Dividend Payout and Future Earnings Growth*, 2006, volume 62, nr 3.

### **Elektroniska källor**

Affärsvärlden. *Affärsvärldens nya börsindex*. 2000-10-29. Hämtad från Affärsvärldens hemsida: <http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article2530616.ece> Hämtad 2012-04-08.

Affärsvärlden. *Framtidens börsindex*. 2001-01-31. Hämtad från Affärsvärldens hemsida: <http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article2566214.ece> Hämtad 2012-04-08.

Aktiesite. *Statistik – hypotestestning två varianser, hur göra hypotestesting av två varianser?* Hämtat från Aktiesites hemsida:



[http://www.aktiesite.se/Statistik/Hypotestestning/hypotestestning\\_tva\\_varianser.htm](http://www.aktiesite.se/Statistik/Hypotestestning/hypotestestning_tva_varianser.htm) , 2012-05-11.

Aktieskolan. *Branschindelning*. Hämtat från Aktieskolans hemsida: <http://www.aktieskolan.se/pages/gics.php?select=aktieskola> , 2012-04-05.

Aktiespararna. Rolander, Dag. *Hög utdelning lockar i lågräntetider*. Hämtad från Aktiespararnas hemsida: <http://www.aktiespararna.se/artiklar/Analyser/Hog-utdelning-drar-i-lagrantetider/> 2012-05-25

Aktiespararna. Lärke Bredung, Emil. *Utdelning – spararens bästa vän?* Hämtad från Aktiespararnas hemsida: <http://www.aktiespararna.se/ungaaktiesparare/Nyheter-och-artiklar/Utdelningen---spararens-baste-van/> , 2012-04-05

Avanza. *Kurslista*. Hämtat från Avanzas hemsida: <https://www.avanza.se/aza/aktieroptioner/kurslistor/kurslistor.jsp> , 2012-04-13

Avanza. *Ordlista*. Hämtat från Avanzas hemsida: <https://www.avanza.se/aza/kunskapscenter/ordlista.jsp?action=disp&id=145> , 2012-04-17.

Börldata. *Nyckelsorteraren*. Hämtat från Börslatas hemsida: <http://borsdata.se/nyckeltalssorteraren> , 2012-04-13.

Börldata. *Om Börldata*. Hämtat från Börslatas hemsida: <http://borsdata.se/om-borsdata> , 2012-04-13

Compriser. *Jämför sparräntor och sparkonton*. Hämtat från Comprisers hemsida: [http://www.compricer.se/sparande/?gclid=CK\\_Dz\\_SXjLACFYZzmAodkjuxqA](http://www.compricer.se/sparande/?gclid=CK_Dz_SXjLACFYZzmAodkjuxqA) , 2012-05-19

Dividendforecast. *How the Dividend Forecast tool works and what option prices tell us about future dividends*. Hämtat från Dividendforecasts hemsida: <http://dividendforecast.com/howitworks.php> , 2012-05-25.

Nasdaq OMX Nordic. *Aktier*. Hämtat från Nasdaq OMX Nordics hemsida: <http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/> , 2012-04-13.

Naturskyddsverket, Grandin, Ulf. *Dataanalys och hypotesprövning för statistikanvändare*, 2003-01-13. Hämtad från Naturskyddsverkets hemsida: [http://naturvardsverket.com/upload/02\\_tillstandet\\_i\\_miljon/Miljoovervakning/handledning/utformn/dataanalys\\_hypotesprovn.pdf](http://naturvardsverket.com/upload/02_tillstandet_i_miljon/Miljoovervakning/handledning/utformn/dataanalys_hypotesprovn.pdf) 2012-05-17 s. 32.

Riksbanken. (2012-04-18) *Reporänta, tabell*. Hämtat från Riksbankens hemsida: <http://www.riksbank.se/Rantor-och-valutakurser/Reporantan-tabell/>, 2012-04-05.

SME-Direkt. *Prognoser*. Hämtat från SME-Direkts hemsida: <http://www.direkt.se/Direkt/Estimates.aspx> , 2012-05-17

### **Tidningar**

Affärsvärlden, *Aktieindikatorn*, nr 50-52 år 2001

Affärsvärlden, *Aktieindikatorn*, nr 50-52 år 2002

Affärsvärlden, *Aktieindikatorn*, nr 50-52 år 2003

Affärsvärlden, *Aktieindikatorn*, nr 50-52 år 2004

Affärsvärlden, *Aktieindikatorn*, nr 50-52 år 2005

Affärsvärlden, *Aktieindikatorn*, nr 50-52 år 2006

Affärsvärlden, *Aktieindikatorn*, nr 50-52 år 2007

Affärsvärlden, *Aktieindikatorn*, nr 50-52 år 2008

Affärsvärlden, *Aktieindikatorn*, nr 50-52 år 2009

Affärsvärlden, *Aktieindikatorn*, nr 50-52 år 2010

### **Lagar**

SFS 2005:551, Aktiebolagslagen, Stockholm, Justitiedepartementet

### **Orefererade källor**

Bryman, A. & Bell, E. (2005) *Företagsekonomiska forskningsmetoder* (1:1 edition)  
Liber AB.

## KAPITEL 9

# Bilagor

Här redovisas relevanta bilagor innehållandes den data som studien bygger på.

### Bilaga 1. Sammanställning av data

Företag	Genomsnittlig Direktavkastning 10 år	Genomsnittlig Direktavkastning 5 år	Volatilitet	Genomsnittlig Felmarginal
Boliden	2.07%	3.43%	36.80%	12%
Holmen B	5.30%	3.98%	21.06%	23%
Lundin mining corporation SDB	0.00%	0.00%	41.44%	0%
SSAB B	2.81%	2.39%	43.32%	5%
Stora Enso R	3.63%	3.72%	36.41%	-3%
<b>Basic Materials</b>	<b>2.76%</b>	<b>2.70%</b>	<b>35.81%</b>	<b>7%</b>
Autoliv SDB	2.61%	3.09%	22.51%	73%
Electrolux B	3.31%	2.55%	46.83%	9%
Husqvarna B	1.40%	1.40%	35.57%	-36%
Oriflame SDB	3.60%	3.45%	30.87%	11%
SCA B	2.33%	3.46%	32.72%	-36%
Swedish Match	2.56%	2.69%	22.63%	9%
<b>Consumer Goods</b>	<b>2.63%</b>	<b>2.77%</b>	<b>31.86%</b>	<b>5%</b>
Axfood	4.65%	5.11%	24.24%	29%
Hakon Invest	4.93%	4.89%	22.30%	7%
Hennes & Mauritz B	1.93%	2.38%	29.03%	-22%
<b>Consumer Services</b>	<b>3.84%</b>	<b>4.13%</b>	<b>25.19%</b>	<b>4%</b>
Castellum	2.79%	4.32%	27.70%	-33%
Fabege	3.92%	4.35%	28.46%	-16%
Hufudstaden A	5.10%	5.70%	20.27%	95%
Industrivärlden A	3.01%	3.74%	31.88%	-33%
Investor B	3.56%	3.13%	32.18%	14%
Kinnevik B	1.62%	2.26%	22.81%	-11%
Latour B	2.28%	3.05%	31.49%	-43%
Lundbergföretagen B	1.23%	1.01%	23.83%	-49%
Melker Schörling	0.80%	0.80%	26.30%	-3%
Nordea Bank	3.28%	3.18%	32.52%	-3%
Ratos B	2.03%	2.68%	37.40%	-55%
SEB A	2.40%	1.91%	31.98%	-25%
Sv. Handelsbanken A	4.12%	4.63%	37.42%	12%
Swedbank A	3.20%	2.06%	33.13%	-6%
Wallenstam B	0.58%	0.83%	23.34%	-74%
<b>Finances</b>	<b>2.66%</b>	<b>2.91%</b>	<b>29.38%</b>	<b>-16%</b>

Utdelningsprognoser – Ett instrument att lita på?

AstraZeneca	3.23%	4.52%	13.20%	1%
Elekta B	0.93%	1.46%	29.13%	13%
Getinge B	1.58%	1.74%	27.45%	-14%
Meda A	0.82%	1.55%	24.73%	-4%
<b>Health Care</b>	<b>1.64%</b>	<b>2.32%</b>	<b>23.63%</b>	<b>-1%</b>
ABB Ltd	1.21%	2.22%	21.83%	4%
Alfa Laval	1.40%	1.80%	32.28%	-39%
ASSA ABLOY B	2.22%	2.74%	32.06%	15%
Atlas Copco A	1.65%	2.65%	37.22%	-37%
Hexagon B	0.70%	1.02%	34.15%	-38%
NCC B	8.42%	8.55%	37.12%	101%
Peab B	3.40%	4.71%	33.34%	-17%
SAAB B	2.81%	2.39%	28.06%	5%
Sandvik	1.90%	2.94%	39.34%	-45%
SCANIA B	1.56%	2.17%	32.03%	-47%
Securitas B	2.61%	3.21%	26.54%	8%
Skanska B	5.70%	6.85%	27.28%	23%
SKF B	2.50%	3.53%	35.03%	-27%
Trelleborg B	1.78%	1.46%	34.21%	-44%
Volvo B	1.61%	2.28%	34.86%	-56%
<b>Industrials</b>	<b>2.63%</b>	<b>3.23%</b>	<b>32.36%</b>	<b>-13%</b>
Lundin Petroleum	0.00%	0.00%	42.88%	0%
<b>Oil &amp; Gas</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>42,88%</b>	<b>0%</b>
Ericsson B	4.72%	6.66%	23.41%	71%
Tieto Oyj	3.86%	4.36%	27.64%	11%
<b>Technologies</b>	<b>4.29%</b>	<b>5.51%</b>	<b>25.53%</b>	<b>41%</b>
Millicom int. Cellular SDB	1.84%	2.57%	27.55%	-19%
TeliaSonera	4.74%	6.36%	37.62%	79%
Tele2 B	4.03%	7.47%	24.73%	96%
<b>Telecommunications</b>	<b>3.54%</b>	<b>5.47%</b>	<b>29.97%</b>	<b>52%</b>
<b>Marknad</b>	<b>2.71%</b>	<b>3.17%</b>	<b>30.56%</b>	<b>9%</b>