



GÖTEBORGS UNIVERSITET

HANDELSHÖGSKOLAN

Är utdelningspolicyn pålitlig?

En studie på Stockholmsbörsens bolag

Kandidatuppsats i Industriell och
finansiell ekonomi

Handelshögskolan vid Göteborgs
Universitet
Vårterminen 2015

Handledare:
Anders Axvärn

Författare:
Daniel Koski 911027
Calle Sundin 900420

Svensk titel: Utdelningspolicy - Är utdelningspolicyn pålitlig?

Engelsk titel: Dividend policy - Is dividend policy trustful?

Utgivningsår: 2015

Författare: Daniel Koski – Calle Sundin

Handledare: Anders Axvärn

Abstract

With today's decreasing savings rates and the possibility that account holders will have to pay to keep their money in the bank could lead to increased opportunities to invest in funds and shares. Interest in high-yield shares increasing in line with the newly opened savings accounts and for the future this may be a substitute to savings accounts. This means that stocks with high dividends at low risk is desirable by investors in order to achieve the same functions as savings accounts, i.e. a regular and stable dividends are desirable, which an investor can take part of through a company's dividend policy. For an investor's understanding of the dividend level to be reliable, the information must be accurate to be able to rely on the company's dividend policy. Since the subject is unexplored the study intend to investigate and answer whether companies listed at the Stockholm Stock Exchange at large, mid and small cap follows their dividend policy, and if it is possible to encounter differences between companies with different sizes. In order to meet the objective of the study, we have answered the questions: What is the dividend policy among companies? Does size differs among companies regarding their dividend policy? Which leads to the main question; Does the companies at Stockholm Stock Exchange follow their dividend policy?

The study's theoretical framework is constructed of only peer review material that examines the most important parts of dividend policy. Together with secondary data from public documents in the form of annual reports has formed the analysis of the study. The survey is based on Stockholm Stock Exchange, in order to create a trustworthy analysis, the companies listed on the small, mid or large cap list since 2005 is included and the companies that do not fulfill the criteria is ignored.

The result presents a variety of policies among the companies where most of the companies have unique levels that cannot be linked to any other. However, the conclusions are that 50 %, 30 %, and "*decisions after financial position*" is the most represented in general. It is noticeable that the size of the company has a large impact where the dividend opportunities as well as dividend increase in line with growth in size of the company. Finally, the study points out that the dividend policies among the listed companies at the Stockholm Stock Exchange cannot be trusted. This is based on that 41- and 34 % over respectively business cycle does not reach its stated policy. The study says that this could be because of the most companies do not choose their dividend policy carefully in view of following it.

Keywords: Dividend policy, dividend stocks

Sammanfattning

Med lägre sparräntor och tänkbarheterna att sparkontoinnehavare blir tvungna att betala för pengar på banken öppnas möjligheter för fonder och aktier i samma syfte. Intresset för högutdelande aktier ökar i takt med nyöppnade investeringssparkonton och inför framtiden kan detta mycket väl stå som substitut till sparkonton. Detta betyder att aktier med hög utdelning till låg risk är det som strävas efter hos investerarna för att uppnå samma funktion som ett sparkonto, dvs. en jämn och stabil utdelning är det som eftertraktas vilket en investerare kan ta del av genom ett bolags utdelningspolicy. För en investerares kunskap om aktiens utdelningsnivå ska vara pålitlig måste denne ha korrekt information och kunna lita på företagets utdelningspolicy. Då ämnet är utforskat ämnar således studiens syfte att undersöka och svara på huruvida Stockholmsbörsens företag inom large, mid och small cap följer sin utdelningspolicy samt ifall det går att påträffa skillnader sinsemellan företag med olika storlek. För att kunna uppfylla studiens syfte har vi svarat på frågeställningarna: *Hur ser utdelningspolicyn ut bland bolagen? Skiljer sig storlek på bolagen åt angående deras utdelningspolicy? Vilket leder till huvudfrågan; Följer Stockholmsbörsens bolag sin utdelningspolicy?*

Studiens teoretiska referensram är uppbyggd av endast peer review-material som undersöker de mest väsentliga delar inom utdelningspolicy. Med denna grund har studien tillsammans med sekundär data från offentliga handlingar i form av årsredovisningar utgjort analysen för studien. Undersökningen är baserad på hela Stockholmsbörsen med bortfall av bolag avseende icke uppfyllda kriterier, för en trovärdig analys, dvs. börsnoterade sedan 2005 på small, mid eller large cap listan har tagits med i studien.

Resultatet presenterar en rad olika policys bland bolagen där flertalet bolag har unika nivåer som inte kan kopplas till någon annan. Däremot kan slutsatser dras att 50 %, 30 % samt ”*beslut efter finansiell ställning*” är de mest representerade generellt sett. Det är märkbart att storleken på bolag har en stor påverkan där deras utdelningsmöjligheter samt utdelningar ökar i takt med storleksmässig ökning av bolaget. Slutligen påvisar studien att utdelningspolicys bland de svenska börsnoterade bolagen inte går att lita på. Detta har sina grunder i att 41- och 34 % över respektive konjunkturcykel inte når upp till sin uttalade policy. Detta menar studien kan bero på att flertalet bolag inte väljer sin utdelningspolicy omsorgsfullt med tanke att kunna följa den.

Nyckelord: Utdelningspolicy, utdelningspolitik, utdelande aktier

Förord

Vi vill främst tacka vår handledare Anders Axvärn för sitt rådgivande och uppmuntrande under uppsatsskrivningen.

Tack!

Göteborg 2015

Daniel Koski

Calle Sundin

Innehållsförteckning

1	INLEDNING	3
1.1	BAKGRUND.....	3
1.2	PROBLEMDISKUSSION.....	7
1.3	PROBLEMFÖRMULERING.....	8
1.4	SYFTE.....	8
2	METOD	9
2.1	METODVAL.....	9
2.2	DEDUKTIV ANSATS.....	9
2.3	INSAMLING AV TEORI.....	10
2.4	DATAINSAMLING.....	11
2.5	ANALYSMETOD.....	11
2.6	UTVÄRDERINGSMETOD.....	12
2.6.1	<i>Reliabilitet</i>	12
2.6.2	<i>Validitet</i>	13
2.7	METODREFLEKTION.....	13
3	TEORETISK REFERENSRAM	15
3.1	STABIL UTDELNINGSPOLICY.....	15
3.2	RESIDUAL UTDELNINGSPOLICY.....	16
3.3	INSTABIL UTDELNINGSPOLICY.....	16
3.4	SIGNALERINGSTEORIN.....	17
3.5	IRRELEVANSTEORIN.....	18
3.6	BIRD IN THE HAND TEORIN.....	18
3.7	UTJÄMNINGSTEORIN.....	19
3.8	PRINCIPAL AGENT-TEORIN.....	20
3.9	SAMMANFATTNING TEORIKAPITEL.....	20
4	RESULTAT	22
4.1	LARGE CAP.....	22
4.2	MID CAP.....	25
4.3	SMALL CAP.....	27
4.4	OMX STOCKHOLM.....	29
5	ANALYS	31
5.1	UTTALAD UTDELNINGSPOLICY.....	32
5.2	REALISERAD UTDELNINGSPOLICY.....	34
6	SLUTSATS	39
6.1	HUR SER UTDELNINGSPOLICYN UT BLAND BOLAGEN?.....	39
6.2	SKILJER SIG STORLEK PÅ BOLAGEN ÅT ANGÅENDE DERAS UTDELNINGSPOLICY?.....	40
6.3	FÖLJER STOCKHOLMSBÖRSENS BOLAG SIN UTDELNINGSPOLICY?.....	41
6.4	FÖRSLAG TILL FORTSATT FORSKNING.....	43
7	KÄLLHÄNVISNING	44
8	BILAGOR	47
8.1	BILAGA 1 – OMX STOCKHOLM, BOLAG MED UTTALAD UTDELNINGSPOLICY SAMT REALISERAD POLICY.....	47
8.2	BILAGA 2 – OMX STOCKHOLM, BOLAGENS UTDELNINGSNIVÅER (PAYOUT RATIO).....	49
8.3	BILAGA 3 – OMX STOCKHOLM, BOLAGENS A- OCH B-AKTIER.....	50

Tabell- och diagramförteckning

TABELL 1: VISAR OM BOLAGEN UNDER DE SENASTE FEM ÅREN ANVÄNT NÅGON AV METODERNA OVAN. (SERVAES & TUFANO, 2006).	5
TABELL 2: VISAR VILKA FAKTORER SOM BOLAGEN ANSER ÄR VIKTIGAST VID METODVAL. (SERVAES & TUFANO, 2006).	6
TABELL 3: VISAR VILKET UTDELNINGSMÅL SOM ÄR MEST FREKVENT BLAND BOLAGEN. (SERVAES & TUFANO, 2006).	6
TABELL 4: VISAR VILKA FAKTORER SOM HAR STÖRST INVERKAN VID VAL AV UTDELNING. (SERVAES & TUFANO, 2006).	7
TABELL 5: VISAR HUR STUDIENS TEORIER KAN KOPPLAS TILL BOLAGS UTDELNINGSPOLICYS.....	32
TABELL 6: PRESENTERAR FÖRST UTTALAD UTDELNINGSPOLICY I SVART TEXT SAMT REALISERAD UTDELNINGSPOLICY I RÖD TEXT... ..	36
DIAGRAM 1: VISAR HUR MÅNGA BOLAG SOM ANVÄNDER SIG AV EN VISS UTDELNINGSPOLICY UNDER RESPEKTIVE KONJUNKTURCYKEL SAMT HUR STOR DEL AV HELA LARGE CAP LISTAN DESSA BOLAG UTGÖR.	22
DIAGRAM 2: VISAR HUR MÅNGA BOLAG SOM ANVÄNDER SIG AV EN VISS POLICY UNDER RESPEKTIVE KONJUNKTURCYKEL SAMT HUR MÅNGA AV DESSA BOLAG SOM INTE UPPNÅR SIN UTTALADE POLICY.	24
DIAGRAM 3: VISAR HUR MÅNGA BOLAG SOM ANVÄNDER SIG AV EN VISS UTDELNINGSPOLICY UNDER RESPEKTIVE KONJUNKTURCYKEL SAMT HUR STOR DEL AV HELA LARGE CAP LISTAN DESSA BOLAG UTGÖR.	25
DIAGRAM 4: VISAR HUR MÅNGA BOLAG SOM ANVÄNDER SIG AV EN VISS POLICY UNDER RESPEKTIVE KONJUNKTURCYKEL SAMT HUR MÅNGA AV DESSA BOLAG SOM INTE UPPNÅR SIN UTTALADE POLICY.	26
DIAGRAM 5: VISAR HUR MÅNGA BOLAG SOM ANVÄNDER SIG AV EN VISS UTDELNINGSPOLICY UNDER RESPEKTIVE KONJUNKTURCYKEL SAMT HUR STOR DEL AV HELA LARGE CAP LISTAN DESSA BOLAG UTGÖR.	27
DIAGRAM 6: VISAR HUR MÅNGA BOLAG SOM ANVÄNDER SIG AV EN VISS POLICY UNDER RESPEKTIVE KONJUNKTURCYKEL SAMT HUR MÅNGA AV DESSA BOLAG SOM INTE UPPNÅR SIN UTTALADE POLICY.	28
DIAGRAM 7: VISAR HUR MÅNGA BOLAG SOM ANVÄNDER SIG AV EN VISS UTDELNINGSPOLICY UNDER RESPEKTIVE KONJUNKTURCYKEL SAMT HUR STOR DEL AV HELA LARGE CAP LISTAN DESSA BOLAG UTGÖR.	29
DIAGRAM 8: VISAR HUR MÅNGA BOLAG SOM ANVÄNDER SIG AV EN VISS POLICY UNDER RESPEKTIVE KONJUNKTURCYKEL SAMT HUR MÅNGA AV DESSA BOLAG SOM INTE UPPNÅR SIN UTTALADE POLICY.	30

1 Inledning

Inledningsvis redogörs bakgrunden till det valda ämnesområdet; utdelningspolicy. En övergripande beskrivning av teoretisk och praktisk genomgång av ämnet ges för att ge läsaren en större förståelse för ämnet. Avslutningsvis följer en problemdiskussion som mynnar ut i en problemformulering samt syfte.

1.1 Bakgrund

Att investeringar i aktier är ett substitut till sparkonton kanske är ännu större idag än tidigare, då de låga sparräntorna möjligen skulle kunna bli negativa och resultera i att en kontoinnehavare får betala för att ha sina pengar på banken. Sparekonomer anser att en aktieportfölj med högutdelande aktier är läge att investera i om det finns möjlighet (Dagens Industri, 2015) Detta kan tänkas vara en bidragande faktor till att investeringssparkonton (ISK) från 2014 till 2015 har ökat med 88 procent. Det öppnas nu lika många konton i månaden som det gjorde på hela föregående året (Dagens Industri, 2015).

*”Det finns ingen annan sparform som är bättre. Inget som är i närheten. ISK är solklart det bästa alternativet för sparare” –
Claes Hemberg, sparekonom (Affärsvärlden, 2015)*

Med detta syftas till att allt fler väljer att investera i aktier med hög utdelning istället för att ha pengarna på sina sparkonton. Då är frågan om vilka aktier som det ska investeras i, vilka som ger högst utdelning till låg risk med syftet att fungera som ett sparkonto där du får en avkastning på ditt kapital. Genom ett bolags utdelningspolicy kan en investerare se hur mycket bolaget vill betala ut till sina aktieägare. Att erhålla en utdelningspolicy som är stabil och jämn över åren oavsett bolagets resultat är vad bolagen strävar efter menar Lintner (1956) och Alkeback (1997). Detta på grund av utdelningspolicyns signaleringsfunktion; sänker du utdelningen kan de ge signaler till aktieägarna att bolaget går sämre samtidigt som en höjning kan innebära det motsatta.

Begreppet utdelningspolicy avser ett bolags mönster gällande utdelningar där bolagen bestämmer hur stora och hur ofta utdelningar ska göras över en viss tid.

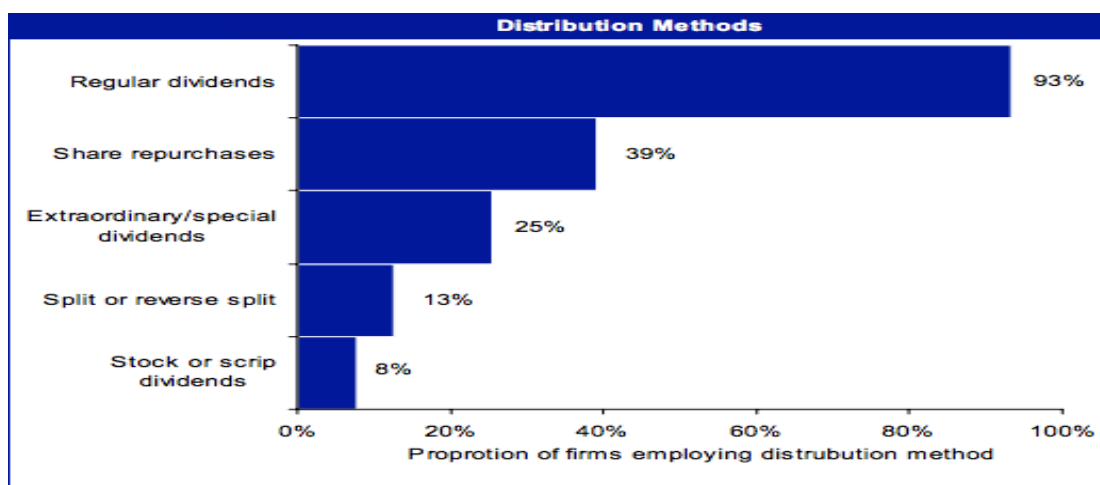
Utdelningarna kan ske på olika sätt, där bolagen ofta delar ut pengar till sina aktieägare men i vissa fall kan det ske genom återköp av aktier eller speciellt utformade utdelningar. (Baker & Weigand, 2015) De två sistnämnda alternativen är mer förekommande i unga bolag där vinsterna inte är tillräckligt stora för att dela ut pengar till aktieägarna. När bolagen åldrats kan vinsterna komma att ökas samtidigt som investeringsmöjligheterna stabiliseras, då kan en utdelning bli aktuell. (DeAngelo, DeAngelo, & Skinner, Corporate Payout Policy, 2008) Enligt Lintners (1956) studie visar sig vinsten vara en starkt betydande faktor som ständigt beaktas vid valet av utdelningsgrad även om det finns flera faktorer. Men alla bolag gör inte utdelningar. Fama & French's studie på den amerikanska marknaden från 2001, visar att tre faktorer spelar en avgörande roll vilka är storlek, lönsamhet och investeringsmöjligheter.

Att välja utdelningspolicy måste ske med noggrannhet där bolagen inte enbart kan ta hänsyn till sina egna krav vad gäller utdelningsmönstret, det måste också tillgodose aktieägarnas. Utöver detta måste bolagen också se över de ekonomiska delarna som kan påverkas av utdelningar. (Lintner, 1956) Banerjee (1990) menar att sätta en utdelningspolicy kan delas in i två grupper där den första är faktorer som påverkar välfärden för aktieägare och den andra är faktorer som påverkar välfärden för bolag. Vidare visar det sig att utdelningsbeslut är kopplat till investerings- och finansieringsbeslut och bolagen kan inte besluta om en viss utdelningspolicy utan att ta hänsyn till dessa. (Pruitt & Gitman, 1991) Vilken utdelningspolicy som ska följas bestäms av bolagets styrelse med hjälp från bolagsledningen. (Baker H. K., 2009)

För att ge en tydligare bild av hur utdelningspolicy uppfattas i praktiken har en undersökning på den globala marknaden gjord 2006 av Servaes och Tufano för Deutsche Bank använts. I studien diskuteras teoretisk och praktisk utdelningspolicy där de bland annat går in på vilka utdelningsmodeller och policys som de undersökta bolagen föredrar. Undersökningen har baserat sig på ett antal av 334 bolag vilket är i liknande storlek med vår undersökning från start.

Utdelningsmetoder syftar till på vilka olika sätt ett bolag kan göra utdelningar till sina aktieägare. Det är ordinarie utdelning, återköp av aktier samt extrautdelning. Enligt

undersökningen är det ordinarie utdelning som är den vanligaste metoden bland de tillfrågade bolagen som kan ses i nedanstående diagram. (Servaes & Tufano, 2006)



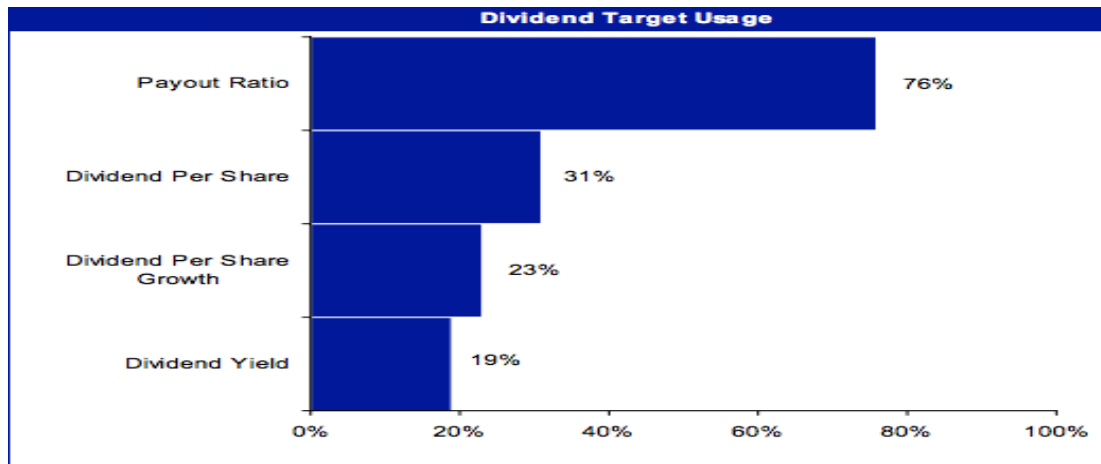
Tabell 1: visar om bolagen under de senaste fem åren använt någon av metoderna ovan. (Servaes & Tufano, 2006)

Undersökningen fortsätter med att förklara varför en specifik metod har valts för utdelning och kan enligt följande diagram först och främst förklaras av signaleringseffekten följt av flexibilitet och skattebefriande. Som kan utläsas är ingen faktor överlägsen den andra dock ligger signalering som den mest viktiga enligt bolagen. (Servaes & Tufano, 2006)

Factors	%4 or 5	N
Signalling	39%	152
Flexibility in changing level of distribution	36%	151
Tax efficiency of the alternatives	31%	156
Attractiveness to different investors	30%	149
Accounting implications	29%	154

Tabell 2: visar vilka faktorer som bolagen anser är viktigast vid metodval. (Servaes & Tufano, 2006)

Med ordinarie utdelning som den mest frekventa bland utdelningsmetoderna fortsätter analysen med hur bolagen sätter sin utdelningspolicy. När ett bolag väljer att sätta sin policy finns de olika utdelningsmål. Den absolut vanligaste är utdelningsratio där bolag ofta väljer att specificera en viss procent av vinsten efter skatt de ska dela ut. Därefter kommer utdelning per aktie som definieras som en specifik summa som ska delas ut per aktie. (Servaes & Tufano, 2006)



Tabell 3: visar vilket utdelningsmål som är mest frekvent bland bolagen. (Servaes & Tufano, 2006)

Att utdelningsratio är av majoritet bland bolagen betyder inte att bolag kommer att följa denna till punkt och pricka. Servaes och Tufan (2006) menar att detta kan vara något av en riktlinje som bolaget vill följa men kan avvika vid vissa omständigheter. Det är därför av stor vikt att man som bolag väljer rätt utdelningsnivå och policy från början. Nedanstående diagram visar vilken eller vilka faktorer som de tillfrågade bolagen tycker är mest viktiga med sin utdelningspolicy. (Servaes & Tufano, 2006)

Factors	%4 or 5	N
Avoid cutting the Dividend per Share	61%	153
Maintain stable Dividend per Share	48%	156
Increase Dividend per Share	41%	157
Maintain stable Dividend Payout Ratio	39%	156
Set Dividend in line with cashflows	38%	135
Increase Dividend Payout Ratio	21%	147
Increase Dividend Yield	18%	144
Maintain stable Dividend Yield	17%	143

Tabell 4: visar vilka faktorer som har störst inverkan vid val av utdelning. (Servaes & Tufano, 2006)

Det som kan utläsas är att de tre mest viktiga faktorer hos de tillfrågade bolagen inte har med utdelningsratio att göra som tidigare nämnts ha majoritet bland bolagen. Detta betyder ändå att de i enlighet med signaleringsteorin vill hålla utdelningsratios nivå genom att undvika att sänka utdelning per aktie, hålla en stabil utdelning och höja den när det finns läge. (Servaes & Tufano, 2006)

1.2 Problemdiskussion

Bolagens tydliga perspektiv på utdelningspolicys ger studien en uppfattning hur viktig en policy är för ett bolag, hur viktigt det är att välja rätt policy från början samt hur viktigt det är att följa sin policy för att inte göra sina aktieägare missnöjda. Som kan ses har tidigare forskning tagit upp en rad olika teorier med utdelningar och dess policys. Forskningen syftar till hur en utdelningspolicy uppstår, vilken nivå den ska vara på eller hur den påverkar värdet på aktien och därtill bolaget. Lintner (1956) hävdar att det fanns ingen i närheten lika viktig diskussion som utdelningspolicy år efter år och i bolag efter bolag, trots detta är utdelningspolicy ett stort problemområde inom finans (Brealey & Myers 2002).

Shefrin & Statham (1984) anser att de flesta investerare anser sig kloka när de placerar pengar i aktier med höga utdelningar baserat på den förväntade inkomsten. Detta ses som en försäkring eller en extra förmån i aktien huruvida aktiens värde skulle fluktuera och möjligen sjunka under inköpspris. Den höga utdelningen skulle då vara värt något jämfört med deras kostnader eller förluster. För en investerares kunskap om aktiens utdelningsnivå ska vara pålitlig måste denne ha korrekt information och kunna lita på bolagets utdelningspolicy. (Shefrin & Statman, 1984)

Vidare menar Alkeback (1997) att i en riskfylld värld existerar inte informationssymmetri det vill säga att investerare och bolagsledning innehar samma information. Detta återfinns i signaleringsteorin vilken syftar till att ledningen har förfogande till mer information än investerare och därmed antas förmedla den informationen genom utdelningar, dvs. som ett kommunikationsverktyg. Dessa utdelningar ska således uppföra investerare och aktieägare rätt information angående bolagets värde. Skulle ett bolags utdelningspolicy inte följas skulle det enligt signaleringsteorin innebära att investerare och aktieägare inte förmedlas korrekt information och ett principal-agent-problem skulle kunna uppstå. (Watts, 1973)

Detta leder uppsatsen vidare till dess huvudsakliga syfte och frågeställning. I skribenternas vetenskap har det inte gjorts någon studie på hur börsnoterade bolag på Stockholmsbörsen följer sin utdelningspolicy och med tanke på hur dagens reform av sparande ser ut ges en kunskapslucka inom detta område som berör både bolagen och aktieägarna. För att kunna besvara detta är det av intresse att undersöka vad för

utdelningspolicys som representeras av bolagen samt hur storlek på bolag definierat till vilken lista de tillhör kan tänkas utgöra skillnader i policyn. Kan en investerare följa sitt tänkbara bolags uttalade utdelningspolicy och vara säker på att de kommer fullfölja det dem faktiskt påstår att de vill dela ut till sina aktieägare i en realiserad utdelningspolicy. Snarare ligger frågan i om bolagen de senaste tio åren från 2005 till 2014 har följt sin utdelningspolicy vilket resulterar i hur tillförlitligt det är att de kommer följa den i framtiden.

För att tydliggöra för problemformulering och syfte har vi också valt att definiera dessa i egna stycken.

1.3 Problemformulering

Studiens avsikt är att svara på följande huvudfråga som är formulerad efter bakgrund och problemdiskussion:

- Följer Stockholmsbörsens bolag sin utdelningspolicy?

För att lättare kunna svara på studiens huvudfråga besvaras även följande delfrågor:

- Hur ser utdelningspolicyn ut bland bolagen?
- Skiljer sig storlek på bolagen åt angående deras utdelningspolicy?

1.4 Syfte

Studiens syfte är att undersöka och svara på hur pålitlig utdelningspolicyn är bland Stockholmsbörsens bolags och detta med aktieägarnas och investerarnas sparande i åtanke.

2 Metod

I detta kapitel presenteras studiens forskningsansats. Till en början beskrivs metodval och studiens tillvägagångssätt vid informationsinsamling samt hur insamlad data analyseras och presenteras. Kapitlet avslutas med en metodreflektion.

2.1 Metodval

För uppfylla syftet och besvara studiens forskningsfråga har en kvantitativ forskning använts. Den kvantitativa forskningen syftar till samla in numerisk data och att lägga vikt vid den snarare än ord som framkommer vid en kvalitativ forskning. Vidare är den kvantitativa metoden att föredra när en undersökning av en stor mängd historisk data analyseras (Bryman & Bell, 2011). Enligt skribenterna passar den kvantitativa ansatsen studien bäst för att på mest lämpliga sätt besvara frågeställningen. Detta eftersom studiens resultat grundar sig på information från sekundär och historisk data över utdelningar och utdelningsmönster hos bolag. Resultatet kvantifieras, och det behövs således ingen djupgående information.

Studiens sekundära data som studeras har erhållits från offentliga handlingar i form av årsredovisningar relaterade till de bolag som är börsnoterade på Stockholmsbörsen. Den historiska data är hämtad från databasen *borsdata.se*.

2.2 Deduktiv ansats

Vid en insamling av teori kan forskare använda sig av två olika sätt, en induktiv ansats och en deduktiv ansats. Den induktiva ansatsen syftar till att resultat från observationer kan generaliseras och skapa teori. Det andra sättet, den deduktiva ansatsen, menar att kopplingen mellan resultat och teori vänds åt andra hållet och därför syftar deduktion till att studera teori för att sedan göra observationer och skapa ett resultat utifrån det. Ofta använder sig en forskare av båda ansatserna då det är svårt att enbart använda den ena. Den induktiva ansatsen har inslag av den deduktiva såväl som den deduktiva ansatsen har inslag av den induktiva. (Bryman & Bell, 2011) I denna studie används den deduktiva ansatsen som den kvantitativa forskningen så ofta använder sig av. I den första delen av studien började den teoretiska referensramen

om utdelningspolicy att struktureras för att sedan analyseras med den datainsamling som gjorts och dra slutsatser utifrån det.

2.3 Insamling av teori

Vid första fasen av studien studerades existerande litteratur. Detta för att se vilka teorier och kunskaper som redan finns inom det valda ämnet, vilket samtidigt ger en grundläggande förståelse. (Bryman & Bell, 2011)

För att bygga upp för den teoretiska referensramen och kunna besvara forskningsfrågorna har relevant teori erhållits genom vetenskapliga artiklar och litteratur. Vidare finns det en mängd teorier inom området utdelningspolicy däremot är området studien undersöker utforskat. Detta har medfört att studiens teorikapitel valt att ta med omfattande delar av tidigare forskning för att få ett brett perspektiv inför analysavsnittet. Den erhållna teorin kommer från peer review-material genom främst sökningar i databaser och på Internet där bland annat de vetenskapliga artiklarna hämtats från Google Scholar, som är ett sökverktyg där journaler och artiklar kan hittas. Även artiklar som där en analytiker gett sina svar samt andra studier på området har studerats för att hitta intressant information och förslag på sökord som leder till existerande litteratur.

Vanliga sökord som använts för att hitta relevant information är bland annat: *utdelningspolicy*, *utdelningspolicy*, *signalerings teori*, *signalteori*, *irrelevantsteorin*, *dividend policy* och *stable dividend policy*.

Vid insamlingen av litteratur har de punkter som Bryman & Bell (2011) presenterar försökt att uppfyllas. Dessa punkter handlar om att bland annat föra noggranna anteckningar om källan där information hämtats, selektivt bestämma vad som ska tas med av all information som läses och vara kritiska till både innehållet och vart det kommer ifrån. (Bryman & Bell, 2011)

2.4 Datainsamling

Studiens datainsamling är utförd på Stockholmsbörsen som idag består av 284 bolag. Av dessa har 195 stycken funnits sedan 2005 då studiens mätning startar. Vidare delas Stockholmsbörsen in i de tre segmenten large, mid och small cap. För en överblick av hur det ser ut idag och hur många av bolagen som har funnits på listorna sedan 2005 visas följande som är hämtat från bilaga 1 och 3:

- Large cap har idag 74 bolag och av dessa har 66 bolag funnits på listan sedan 2005.
- Mid cap har idag 102 bolag och av dessa har 52 bolag funnits på listan sedan 2005.
- Small cap har idag 108 bolag och av dessa har 77 bolag funnits på listan sedan 2005.

Anledningen till att studien omfattar dessa bolag beror på att de varit börsnoterade sedan 2005 till idag. Vare sig de har eller inte har en utdelningspolicy har de tagits med för att visa helheten även om studiens fokus är på de bolagen med uttalad utdelningspolicy. Vidare kan det tilläggas att studien bortser från A- och B-aktier då de endast skiljer sig från varandra genom rösträtt och det innebär att studien endast behöver undersöka en av dem.

2.5 Analysmetod

Den kvantitativa forskningen utgjordes av en så kallad sekundär analys där det studerats offentlig statistik (Bryman & Bell, 2011). Sekundär analys syftar enligt Bryman & Bell (2011) på analys av data som inte är insamlad av författarna själva och ofta handlar det om kvantitativ data, som studien är uppbyggd av. Årsredovisningar tillhörande de börsnoterade bolagen har studerats för att ta reda på den utdelningspolicy som använts av bolagen de två senaste konjunkturcyklerna samt de numeriska data som redovisats i resultaträkningarna under samma tidsperiod.

Fördelarna med att använda sig utav sekundär analys är många, bland annat sparar en forskare både tid och pengar genom att analysera data som redan samlats in av andra. De data som används är också ofta av hög kvalitet då de samlats in av forskare som är

erfarna eller stora institut. Till sist kan sekundär analys också förenkla analys av delmängder, då det ofta innehåller stora datamängder. (Bryman & Bell, 2011)

Genom att jämföra den offentliga statistiken i form av årsredovisningar med de sekundära data kunde en fördelning göras mellan bolagen. Fördelningen av bolagen utgjordes först av vilket segment bolagen tillhör av, small, mid eller large cap listan. Därefter kategoriserades bolagen efter utdelningspolicys där en överblick över varje lista enkelt presenterar bolagens skiljaktiga policys. Avslutningsvis används en sammansättning av de tre separata listorna till en gemensam för att enkelt kunna studera hela OMX Stockholm. De olika grupperna redovisas genom en frekvensfördelning i form av stapeldiagram där varje grupps storlek kan ses och hur stor del de representerar av alla grupper. Vidare visas också vilka bolag som klarar hålla sin utdelningspolicy av de olika grupperna som skapades, i ett nytt cirkeldiagram för varje lista. Som tidigare fördes dessa listor ihop för att bilda ett diagram som representerar hela OMX Stockholm.

2.6 Utvärderingsmetod

Den företgasekonomiska forskningen utvärderas ofta utifrån tre mått som reliabilitet, replikerbarhet och validitet. Framförallt visar sig reliabilitet och validitet vara aktuella då en kvantitativ forskning bedrivs. (Bryman & Bell, 2011)

2.6.1 Reliabilitet

Begreppet handlar främst om hur pålitliga och följdriktiga mätningar av olika slag är. Bryman & Bell (2011) visar att det finns tre betydelser för reliabilitet, vilka är stabilitet, intern reliabilitet och interbedömarreliabilitet.

Stabilitet syftar till frågan om det som mäts är tillräckligt stabilt för att en mätning vid en tidpunkt ger samma resultat vid en annan tidpunkt. (Bryman & Bell, 2011) Tyvärr tenderar stabiliteten på Stockholmsbörsen inte hålla i sig. Det faller bort och tillkommer många bolag som skulle kunna ge ett annat resultat än det som mätts upp i denna studie.

Intern reliabilitet handlar om hur väl flera så kallade indikatorer följer varandra och ifall de är pålitliga. Flera indikatorer kan utgöras av flera frågor i ett intervjuschema och tillsammans skapar de ett mått på ett visst begrepp. Om intern reliabilitet uppfylls ska en viss poäng på ena indikatorn ge samma poäng på andra indikatorn. (Bryman & Bell, 2011) Denna studie använder sig enbart av en indikator, det vill säga om utdelningspolicyn följs eller inte vilket tyder på att det skulle uppfylla den interna reliabiliteten.

Interbedömarreliabilitet handlar om subjektiva bedömningar vid en studie. Ett exempel som kan relateras till denna studie var gruppera den data som undersöktes, där subjektiva åsikter kan vara påverkande. (Bryman & Bell, 2011) För undvikande av detta problem lades riktlinjer för vart ett bolag med vissa egenskaper skulle grupperas.

2.6.2 Validitet

Vidare används validitet vid mätningar, vilket rör sig hur väl ett mått för ett begrepp verkligen mäter begreppet i fråga. Det finns olika sätt att mäta validiteten genom, och denna studie använder sig av två former.

Ytvaliditet syftar till att nya mått som skapas också ska kunna spegla innehållet i begreppet. En metod för att avgöra om ett mått uppnår ytvaliditet är att fråga andra om de anser att måttet fångar begreppet. (Bryman & Bell, 2011) För att öka studiens ytvaliditet har det exempel som Bryman & Bell (2011) presenterade utförts.

Konvergent validitet handlar om att jämföra det uppmätta måttet med ett annat mått på samma begrepp, men som har utvecklats genom andra procedurer. (Bryman & Bell, 2011) Studiens mått är svårt att jämföra med andra eftersom det, i forskarnas vetenskap, inte gjorts någon tidigare studie där liknande mått uppmätts.

2.7 Metodreflektion

Studien är uppbyggd av teori från litteratur och forskningsartiklar inom ämnet. En fördel med detta är att det är skrivet och beaktat av sakkunniga på området vilket bidrar till en högre grad av källkritik.

Vidare bygger den också på sekundärdata vilket gör studien till en sekundäranalys. För att besvara studiens frågeställning behövs inte analys av bolag i ord som den kvalitativa metoden innebär, vilket har medfört att intervjuer och enkäter uteslutits helt då analysen enbart kommer att grundas av numeriska siffror och de utdelningspolicys som finns uttalade i årsredovisningarna. I studiens fall anser vi detta inte påverkar reliabiliteten då sekundärdata är hämtad från bolagens årsredovisningar som måste följa årsredovisningslagar, därav pålitligheten i dem.

För studiens pålitlighet har studiens undersökningsperiod begränsats till tio år definierat på två konjunkturcykler. Detta för att få ett bredare perspektiv på utdelningen och där en konjunkturcykel ger en mer rättvisande bild för utdelningen i förhållande till utdelningspolicyn än vad t.ex. ett år gör. En konjunkturcykel kan beskrivas som ekonomins tillstånd där låg- och högkonjunktur finns med. En cykel är tiden från en högkonjunktur till nästa högkonjunktur med en lågkonjunktur där emellan och denna tidsperiod är oftast 4-7 år (Swedbank, 2015). Vidare kan det vara svårt att uttala sig om exakt hur lång en konjunkturcykel är då den inte är unikt specificerad. Studien har valt att definiera en konjunkturcykel till fem år då vi anser att t.ex. sju år möjligen skulle kunna komma att påverkas av när IT-bubblan sprack dock inte tidigare år. För att få med hela den perioden skulle en studie på tre konjunkturcykler på vardera sju år vara nödvändigt, dock skulle detta överskrida omfattningen för denna uppsats.

Undersökningen i sig är inget urval utan är en analys på hela marknaden för att få en rättvis och sann bild av Stockholmsbörsen utdelningspolicys. Studien har valt att utesluta analys av listor som *aktietorget* och *First North* då dessa inte tillhör Stockholmsbörsen samt att bolag på dessa listor i vissa fall kan betraktas som onoterade tillväxtbolag då de inte bedöms som auktoriserade handelsplatser. Vidare finns det bortfall från Stockholmslistan då alla nuvarande bolag inte varit börsnoterade sedan 2005 vilket är ett måste för att kunna analysera dem över de två konjunkturcyklerna. Likaså de bolag som inte kan tänkas förestå någon uttalad policy kommer falla bort från undersökningen. Detta medför att en lätt negativ påverkan för studiens pålitlighet uppkommer på grund av att flertalet av dagens bolag faller bort trots att det inte är ett urval.

3 Teoretisk referensram

Detta kapitel beskriver de utdelningspolicy och olika teorier som bolag kan förhålla sig till. Även teorier om en utdelningars påverkan beskrivs för att ge läsaren förståelse. Kapitlet ligger till grund för analys och diskussion.

En övergripande förklaring till utdelningspolicy har tagits upp i studiens bakgrund för att tidigt ge läsaren en större uppfattning om ämnet. Vidare följer ett brett teoriavsnitt som utgörs av de mest väsentliga och omtalade teorier inom området utdelningspolicy. För att tydliggöra ytterligare; som tidigare tas upp i metoden används ett brett teorikapitel då området är utforskat vilket gör att det inte går att specificera en enstaka teori till ämnen.

3.1 Stabil utdelningspolicy

En stabil utdelningspolicy syftar till att hålla en jämn utdelningsgrad över en viss period, där de ekonomiska resultaten inte behöver påverka utdelningarna (Fama & French, 2001). Oavsett om verksamhetsåret går bra eller dåligt så ligger utdelningsgraden ungefär på samma nivå. Det innebär att förändringar kan ske men utdelningen ändras då endast partiellt. (Lintner, 1956)

En stabil utdelningspolicy kan enligt Fama & Brigham (2015) utgöras av en konstant utdelning per aktie, konstant procentandel av nettovinsten och konstant utdelning per aktie och extra utdelning. Om ett bolag följer en konstant utdelning per aktie innebär det att utdelningarna ser likadana ut för varje år oavsett om vinsterna varierar. Vid en stor variation av vinsterna från år till år kan bolag lägga bort pengar i reserv vid de bra åren och fortsätta betala utdelning vid de sämre åren. Det andra mönstret är bolagen delar ut en konstant procentandel av nettovinsten och vid år där bolagen går med förlust kan inte en utdelning göras. Detta skulle kunna ses både stabil men också instabil. Då vinsterna varierar kommer också utdelningen att variera vilket liknas vid en instabil utdelning. (Brigham & Houston, 2015)

En stabil utdelningspolicy kan också utgöras av ett mönster som innebär att ledningen försöker sätta en utdelningsgrad som de vet att bolaget kan hålla, som aktieägarna kan

förlita sig på oavsett omständigheterna, samt minimera risken för att en utdelning inte kommer att ske i framtiden. Det kan betyda att utdelningarna håller sig låga men vid goda år betalar bolagen ut extra utdelning. (Brigham E. F., 1979) Denna utdelningspolicy kallas enligt Fama & Brigham för låg ordinarie utdelning plus extra. (Brigham & Houston, 2015)

Normalt sett föredrar investerare en stabil utdelning och söker de en inkomst över en period är ett bolag med stabil utdelning att föredra framför ett bolag med instabil trots liknande vinster och summa utdelning i det långa loppet. (Van Horne & Wachowicz, 2005)

3.2 Residual utdelningspolicy

En residual utdelningspolicy bygger på att ett bolag ska fortsätta med att investera i projekt så länge det höjer aktieägarnas värde, med andra ord handlar det om att investera i det som ger upphov till ett positivt nettonuvärde. Överskottet från detta delas sedan ut till aktieägarna. (Management Decision, 1993) Överskottet består således av bolagets vinst minus de investeringarna som de tar sig an. (Baker & Smith, 2004) Utdelningarna blir därför lika volatila som kassaflödet för bolaget och vid denna policy eftersträvas inte att försöka göra jämna utdelningar. Detta betyder att utbetalningarna inte används för att förmedla någon information till aktieägare och investerare. Storleken på utdelningar kan dock användas av intressenter för att se hur mycket som blir investerat. (Servaes & Tufano, 2006)

3.3 Instabil utdelningspolicy

Då både investeringsmöjligheter och vinster varierar från år till år förändras också utdelningen i vissa bolag. Oavsett om investeringarna eller vinsten är relativt lik föregående år kan en förändring i den ena eller andra faktorn få utdelningen att ändras. En utdelning som varierar på grund av vissa omständigheter kallas instabil utdelning. En residual utdelningspolicy som följs strikt kan därför komma att vara en instabil utdelningspolicy. (Brigham & Houston, 2015)

3.4 Signaleringsteorin

Signaleringsteorins grunder handlar om att ett bolags utdelningsnivå kan delge information till utomstående från bolaget om dess framtidstro och kassaflöde. Miller & Modigliani (1961) beskriver att utdelningar innehåller information som en enskild investerare kan tolka och sker en förändring i utdelningsnivån ses det som att ledningen har en förändrad syn på framtiden. Utdelningsnivån fungerar således som signaler till aktieägarna där en höjd utdelning kan sända en positiv signal om att framtiden ser ljus ut med positivt kassaflöde. Detta skulle också kunna innebära att bolaget kan bibehålla den utdelningsgrad som är satt över en viss tid framåt. Likaså kan en sänkning av utdelningen signalera att bolaget själva inte tror på ett positivt framtida kassaflöde vilket skulle kunna slå negativt mot bolagets aktiepris, då investerarna inte ser några framtida utdelningar. (Berk & DeMarzo, 2014) Detta kan skilja sig vid extrautdelningar menar Fama & Houston, då en investerare har vetskap om att det endast är en tillfällig utdelning och därför inte har någon signaleringspåverkan. (Brigham & Houston, 2015) Dock menar Brickley (1982) att investerare kan behandla extrautdelningar som signaler till en framtida lönsamhet då dessa utdelningar visar att bolaget är lönsamt, däremot i enlighet med Brigham & Houston (2015) menar de att det inte ger lika stora signaler som om den ordinarie utdelningen hade höjts till samma nivå. (DeAngelo, DeAngelo, & Skinner, Special dividends and the evolution of dividend signaling, 1999)

Eftersom en förändring i utdelning kan ge en investerare en indikation av hur framtiden kommer att se ut kan detta påverka bolagets marknadsvärde. Eftersom aktiepriset kan speglas av de framtida, kan en utdelning innebära ett ökat aktiepris. (Baker H. K., 2009)

Dock menar DeAngelo et al (1999) att bolags extrautdelningar varit lika förutsägbara som ordinarie utdelningar och på grund av sin regelbundenhet förväntar sig aktieägare extra utdelning lika mycket som den ordinarie utdelningen. Vidare menar de att bolag som slutar ge extrautdelningar ligger kvar på samma totala nivå av utdelningar trots att de bara ger ut den ordinarie utdelningen. Detta beror på att ledningen inte vill skära ner sin utdelning och göra aktieägare besvikna eller i själva verket inte visa någon tendens till att uppbåda en signaleringsfunktion.

Vidare menar DeAngelo et al (1999) att desto högre volatilitet i utdelningspolicyn ger aktieägarna anledning till att ifrågasätta bolagets välmående och därför skulle fler välja avstå att betala ut extrautdelningar för att få en jämn utdelning i bolaget. Att bolag använt sig av extrautdelningar i samma mån som ordinarie ger enligt Brickleys (1982) syn på signalering en skev funktion och DeAngelo et al anser att om signaleringen är viktig varför förstöra dess funktion genom att använda sig av extrautdelningar som substitut till ordinarie utdelningar. (DeAngelo, DeAngelo, & Skinner, Special dividends and the evolution of dividend signaling, 1999)

3.5 Irrelevantsteorin

Det har pågått en debatt om utdelningspolicy har någon påverkan på bolagsvärdet eller inte. Miller & Modigliani (1961) menar att utdelningar inte har någon påverkan alls utan att det istället är investeringarna och dess kassaflöde som skapar värdet. Med andra ord visar Miller & Modigliani (1961) att ett bolags investeringsbeslut ska prioriteras före utdelningsbeslut. Detta är dock förutsatt att det råder en perfekt marknad som innebär att det är en perfekt kapitalmarknad där alla har tillgång till samma information och det förekommer inte skatter eller transaktionskostnader, det finns ett rationellt beteende hos investerare och det finns en perfekt visshet om framtida intäkter.

Eftersom investerare har ett rationellt beteende som syftar till att de alltid väljer mer rikedom före mindre rikedom så borde en hög avkastning i form av utdelning eller återköp av aktier inte spela någon större roll. I slutändan skulle båda alternativen kunna höja aktiekursen som ökar den personliga vinsten. Miller och Modigliani (1961) menar att aktieägare också kan skapa sina egna utdelningar genom att sälja sina aktier och därför är inte utdelningsbeslutet av någon relevans.

3.6 Bird in the hand teorin

Graham & Dodd kom 1951 med sin teori "the bird in the hand" på grund av den imperfekta värld vi lever i där informationsasymmetri och osäkerhet råder, med andra ord tvärt om vad Miller och Modiglianis teori utgick ifrån. Teorin syftar till att bolag

med hög utdelningspolicy resulterar i högre aktiepriser. Vidare menar Graham och Dodd att aktieägare eller investerare alltid föredrar utdelning framför realisationsvinster (skillnaden mellan anskaffningspris och försäljningspris) eller återinvestering i aktien på grund av minimeringen av osäkerhet i bolagets framtida kassaflöde. Argument för teorin är att utdelningar ger aktieägarna pengar i handen och på så sätt minskar deras risker att förlora de pengar de investerat i aktien. (Graham & Dodd, 1951)

3.7 Utjämnings teorin

Begreppet bygger på att bolag håller en relativt konstant utdelningsgrad från år till år. Trots att bolagen kan ändra sin utdelningsgrad när de vill tenderar de att ändra den väldigt sällan. Genom åren har det också framgått att om utdelningsgraden förändras så ökas den mer frekvent än att den minskas. Enligt denna teori kan det således konstateras att utdelningar är mindre volatila än vinster som genereras från år till år. (Berk & DeMarzo, 2014) Denna teori har sina grunder i Lintners studie *Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes* från 1956. Lintner (1956) menar bland annat att bolagsledningar tror att en jämn utdelningsgrad föredras av aktieägare och detta är såpass betydelsefullt att bolagsledningen tenderar att inte höja utdelningen ena året för att redan i andra eller tredje året behöva sänka den igen. Då bolagsledningen ser en långsiktig ökning av framtida vinster som tenderar att hålla kan de göra utdelningar och utesluta en utdelning som ett sista alternativ. Bolaget sätter därför ofta en utdelningsgrad som de ser att de kan hålla över en tid (Berk & DeMarzo, 2014). Detta resulterade i ett återkommande mönster gällande utdelningsbesluten som innebar att utdelningarna som föreföll endast förändrades med en liten del och så gjordes det även de efterföljande åren också. Denna teori innebär att utdelningarna stabiliseras över en tid vilket kan få aktieägarna att inte reagera negativt på en utdelning som sänks. (Lintner, 1956)

Berk & DeMarzo (2014) förklarar att en utjämnning av utdelningarna trots varierande resultat kan realiseras genom återköp av aktier och de pengar som bolaget bibehåller, men detta håller endast på kort sikt.

3.8 Principal agent-teorin

Principal agent-teorin i bolag kan förklaras genom att ett bolag och dess bolagsledning fungerar som en huvudman (principal) och utser en verkställande direktör (agent) som ska ta beslut och agera i bästa intresse för bolaget. Agenten ifråga tillsätt ofta på grund av den expertis och kunnighet som personen besitter, men detta informationsövertag kan skapa ett så kallat principal-agent problem. (Miller G. J., 2005) Genom självintresse eller brist på förtroende från bolagsledningen kan det uppstå konflikter mellan huvudmannen och agenten (Lee & Lee, 2006). Miller (2005) fortsätter, hur säkra kan bolagsledningen vara att den verkställande direktören agerar sitt bästa i bolagets vägnar.

Problemet kan enligt Kolb (2012) lösas framförallt genom två saker, dels kan huvudmannen (principal) bevaka arbetet som utför av agenten och se till så arbetet sker i enighet med huvudmannen. Dels kan det också lösas genom att huvudmannen skapar incitament som inspirerar agenten att agera i dess vägnar (Kolb, 2012).

För att koppla detta problem till utdelningar och utdelningspolicy kan aktieoptioner ses som en möjlig orsak till problemet. Aktieoptioner erbjuds till de anställda inom bolaget och likaså ledningen. Ledningen erhåller genom detta fler aktier vilket skulle kunna få dem att också vilja dela ut mer, för att på så vis kunna öka sin personliga inkomst. Detta skulle kunna gå emot vad som är det bästa för bolaget och skapa ett principal-agent problem. (Hall & Murphy, 2003)

3.9 Sammanfattning teorikapitel

Teorikapitlets olika delar visar hur en utdelningspolicy kan formars efter redan kända teorier och metoder. Bland annat kan ett bolag anta en stabil utdelningspolicy eller den motsatta residual utdelningspolicy, vilket innebär att bolag delar ut pengar till aktieägarna efter ett visst mönster som de tror tillfredsställer aktieägarna. Vidare påvisar kapitlet hur utdelningar kan skapa en viss tro hos aktieägarna. Dels talas det om hur en utdelning kan fungera som ett kommunikationsverktyg gentemot aktieägarna där högre och lägre utdelningar påverkar utomståendes syn på hur välmående ett bolag är. Men det handlar också om hur bolagets värde kan påverkas eller inte genom en utdelning.

I teorikapitlet har den teori som är väldigt central för diskussionen kring utdelningspolitiken tagits med. De olika delarna har beskrivits eftersom de är relevanta inför studiens analys, då både den uttalade utdelningen och realiserade utdelningen hos ett bolag kan komma att ha påverkats av de många teorierna. Slutligen har studien använt sig av en sammanfattande tabell av teorin som används i analysen för att lättare relatera resultatet till teorin.

4 Resultat

Kapitlet presenterar det empiriska resultatet av undersökningen. Resultatet är baserat på statistik från samtliga svenska börsnoterade bolag med utdelningspolicys mellan 2005 till 2014. För att ge en tydlig överblick är kapitlet uppdelad på de tre listorna; large cap, mid cap samt small cap.

Studiens resultatdel kommer till en början att presentera hur utdelningspolicyn ser ut bland bolagen för varje konjunkturcykel, genom att visa hur många bolag det finns som använder sig av en viss utdelningspolicy. Detta för att som läsare kunna få en tydlig överblick av de svenska bolagen på OMX Stockholm. Vidare kommer den andelen av bolag som inte följer sin utdelningspolicy att presenteras och detta för varje lista, konjunkturcykel samt för hela börsen.

4.1 Large Cap

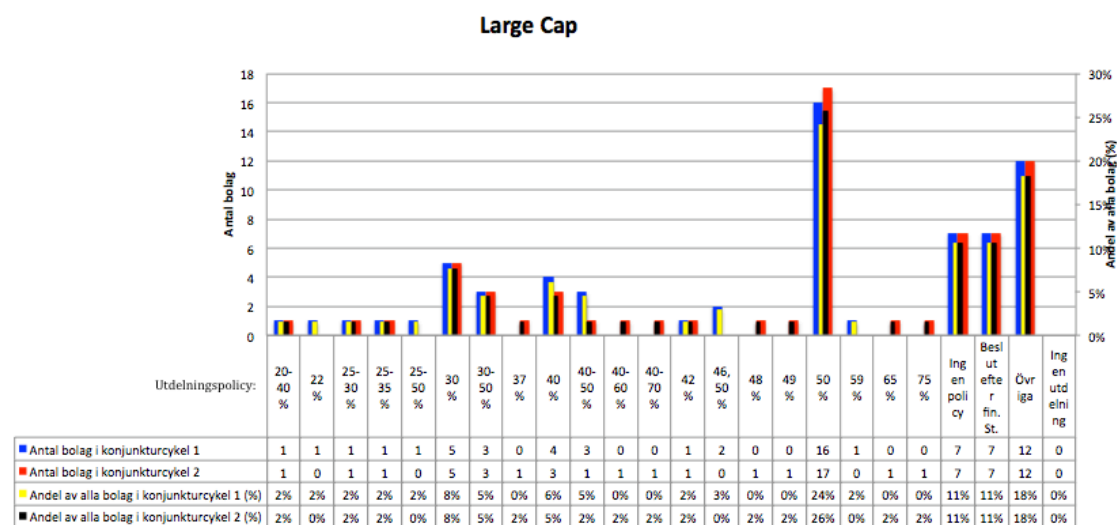


Diagram 1: visar hur många bolag som använder sig av en viss utdelningspolicy under respektive konjunkturcykel samt hur stor del av hela large cap listan dessa bolag utgör.

I diagrammet ovan kan det ses vilka uttalade utdelningspolicys det finns bland bolagen på OMX Stockholms large cap lista för både den första och andra konjunkturcykeln. Den första konjunkturcykel motsvaras som tidigare nämnt av perioden 2005 till 2009 och den andra konjunkturcykeln motsvaras av perioden 2010 till 2014 och detta förhåller sig likadant under hela resultatdelen. I diagrammet går det också att utläsa hur många bolag som använder sig av en viss policy, både i siffror

(blå och röd färgkod) och i y-axeln till vänster, samt hur stor del av hela large cap dessa bolag utgör, både i siffror (gul och svart färgkod) och i y-axeln till höger. Några av de policys som visas är ett framräknat snitt genom att bolagens policy för varje år under en konjunkturcykel summerats ihop och dividerats med cykelns antal år. Diagrammen för small- och mid cap samt OMX Stockholm kommer se likadana som detta diagram.

Det som tydligt framgår av diagrammet är att många av bolagen väljer att sätta sin utdelningspolicy till 50 % både under konjunkturcykel ett och två. Av de totalt 66 bolagen som finns på large cap listan väljs denna utdelningspolicy av 16 stycken bolag i första och 17 stycken i andra konjunkturcykeln vilket också motsvarar en andel på 24 % respektive 26 % av alla bolag. Andra utdelningspolicys som många av bolagen gärna använder sig av är *beslut efter finansiell ställning* och *övriga*. Med *beslut efter finansiell ställning* menas att bolaget väljer från år till år vad och hur mycket de ska dela ut till sina aktieägare. Detta styrs främst av vad bolaget kan dela ut för att inte påverka sin finansiella ställning negativt på någon annan front som t.ex. investeringar och projekt. *Övrig utdelningspolicy*s syftar till bolag som har en speciell policy som är svår att specificera eller granska. Det kan vara att bolag har en *offensiv utdelningspolicy* eller *"nä balans mellan verksamhetens, våra aktieägares och våra långgivares intressen"*. Slutligen visar diagrammet att 11 % av bolagen inte har någon uttalad utdelningspolicy i båda konjunkturcyklerna.

Av diagrammet framgår det också att det finns bolag som har bytt sin utdelningspolicy från första konjunkturcykeln till andra. Exempelvis finns det ett bolag med en utdelningspolicy på 22 % i första konjunkturen, dock inte under andra och detta innebär således att bolaget bytt sin utdelningspolicy mot en annan. Av diagrammet går det se att de flesta bolag ligger kvar på samma utdelningspolicy med få undantag.

Large Cap

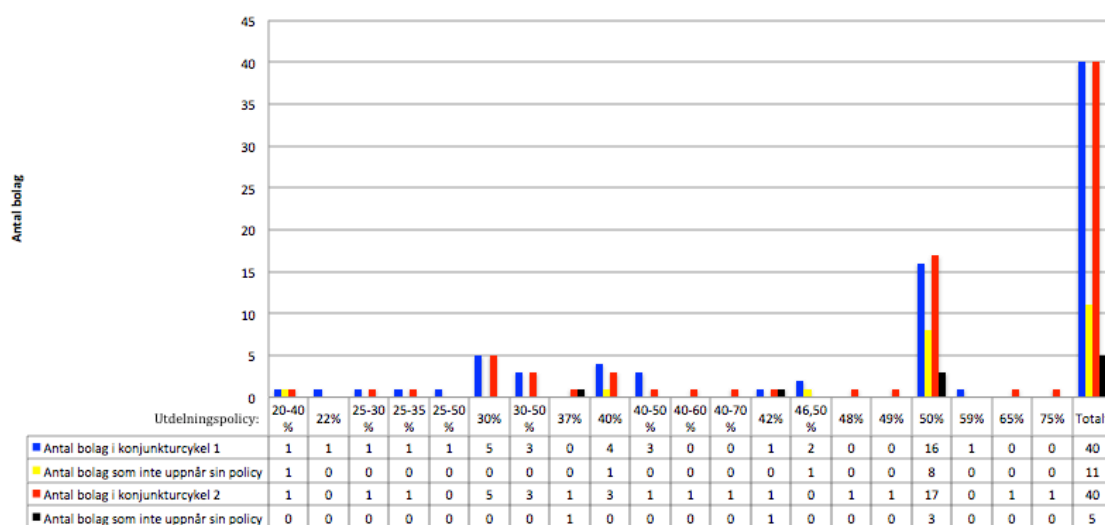


Diagram 2: Visar hur många bolag som använder sig av en viss policy under respektive konjunkturcykel samt hur många av dessa bolag som inte uppnår sin uttalade policy.

Diagrammet ovan visar precis som det första diagrammet hur många bolag på OMX Stockholms large cap lista som följer en viss utdelningspolicy över både första och andra konjunkturcykeln. Det går även se hur många av dessa bolag som inte klarar att hålla sin utdelningspolicy. Det ska tilläggas att endast de bolag med en uttalad policy räknas med här då det inte går att mäta om ett bolag misslyckas med att uppnå sin policy om de inte har någon policy, *beslut efter finansiell ställning*, *övriga* eller *ingen utdelning*. Således är det 31 stycken av alla bolag på large cap listan som kan användas för denna variabelns uträkning. För de övriga listorna och OMX Stockholm i sin helhet tas de bolag som inte har någon policy, *beslut efter finansiell ställning*, *övriga* och *ingen utdelning* också bort. För konjunkturcykel 1 går det se att de bolag som inte klarar att hålla sin utdelningspolicy är totalt elva stycken varav åtta av dessa bolag har en utdelningspolicy som säger 50 %. Dessa elva bolag som inte håller sin utdelningspolicy utgör 27,5 % av alla de 40 bolag som har en uttalad utdelningspolicy.

För den andra konjunkturcykeln visar diagrammet att antalet bolag som inte uppnår sin utdelningspolicy har minskat till fem bolag vilket är till 12,5 % av alla 40 bolag. De flesta bolag som fortfarande inte klarar av att hålla sin utdelningspolicy har en uttalad utdelningspolicy på 50 % trots att antalet har minskat från åtta till tre bolag. De övriga bolag som inte klarar hålla sin policy har ändrats från första

konjunkturcykeln till den andra. Tidigare klarade inte de bolag med en uttalad policy på 46-50%, 40 % och 20-40% att uppnå den men dessa har nu 42 % och 37 % istället.

4.2 Mid Cap

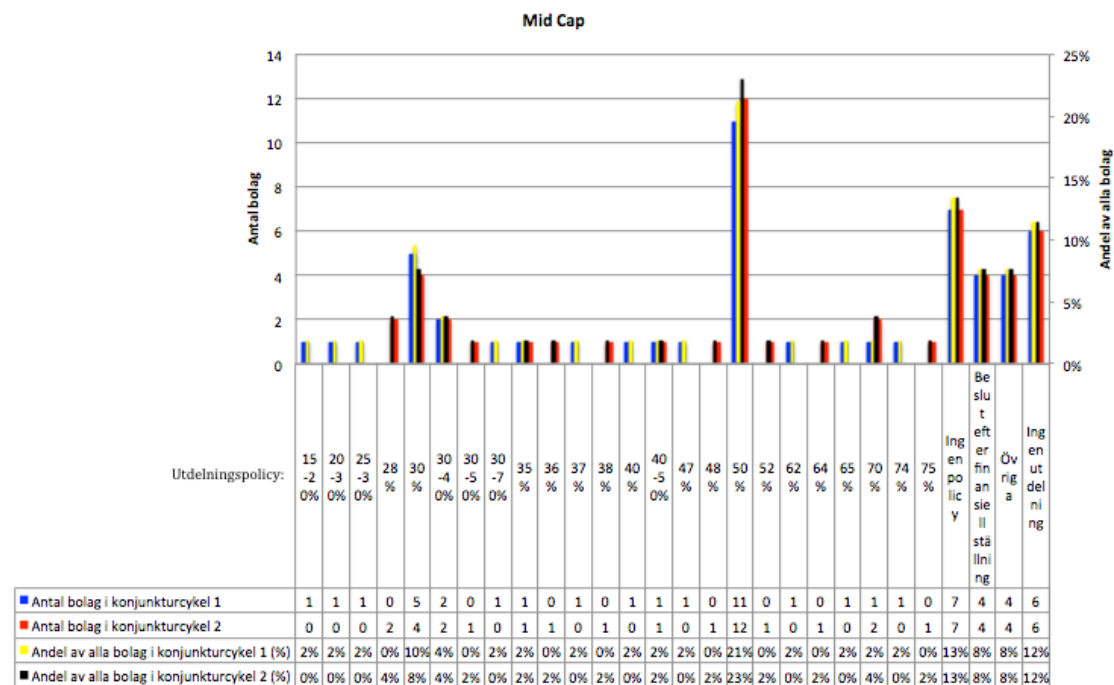


Diagram 3: visar hur många bolag som använder sig av en viss utdelningspolicy under respektive konjunkturcykel samt hur stor del av hela Large Cap listan dessa bolag utgör.

Ses det till bolagen på mid cap listan minskar antalet bolag en aning för den mest använda policyn, 50 %, jämfört med large cap. Bolag som har en utdelningspolicy på 50 % motsvarar i mid cap 21 % av alla bolag i den första konjunkturen och 23 % av alla bolag i den andra konjunkturen jämfört med large caps 24 % och 26 %. Vidare skiljer sig mid cap listan från large cap listan då sex bolag valt att inte ha någon utdelning under någon av konjunkturcyklerna.

Antalet bolag för en viss utdelningspolicy ser i konjunkturcykel två relativt lik den första cykeln, förutom att några enstaka bolag har bytt. Detta uppvisar samma mönster som large cap listan, där endast enstaka bolag byter policy.

Mid Cap

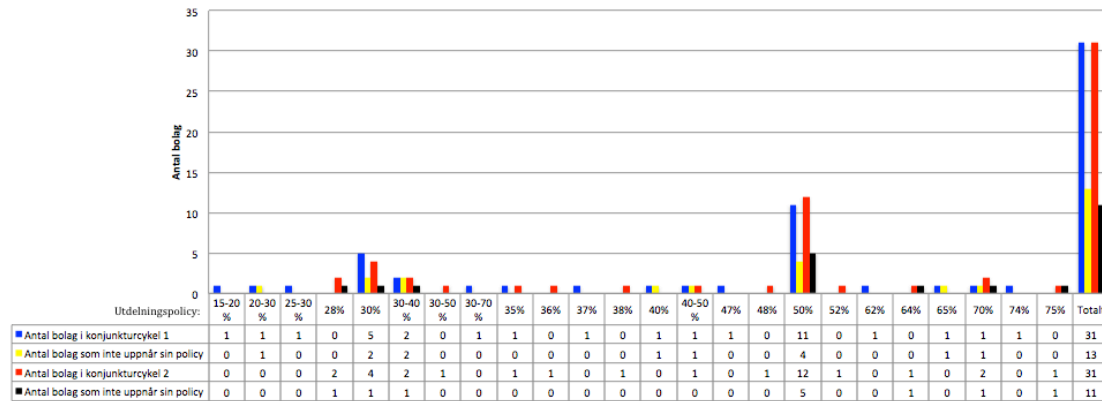


Diagram 4: Visar hur många bolag som använder sig av en viss policy under respektive konjunkturcykel samt hur många av dessa bolag som inte uppnår sin uttalade policy.

Vid den första konjunkturcykeln kan det konstateras att det är drygt 42 % som inte uppnår sin uttalade policy. Av de bolag som inte håller sin policy har majoriteten valt en utdelningspolicy på 50 % och därefter är det relativt utspritt vilka utdelningspolicys som de misslyckanden bolagen har. Båda de bolag som har en policy som säger att de ska dela ut 30-40 % misslyckas med att uppnå sin policy.

I den andra konjunkturcykeln minskar antalet bolag som inte klarar av att uppnå sin policy med 7 % jämfört med första konjunkturcykeln. För andra är det således 35 % av alla bolag som inte uppnår policyn. Det som är märkbart är att det nu är tre av de fem bolag över 50 % som inte klarar att uppnå sin policys.

4.3 Small Cap

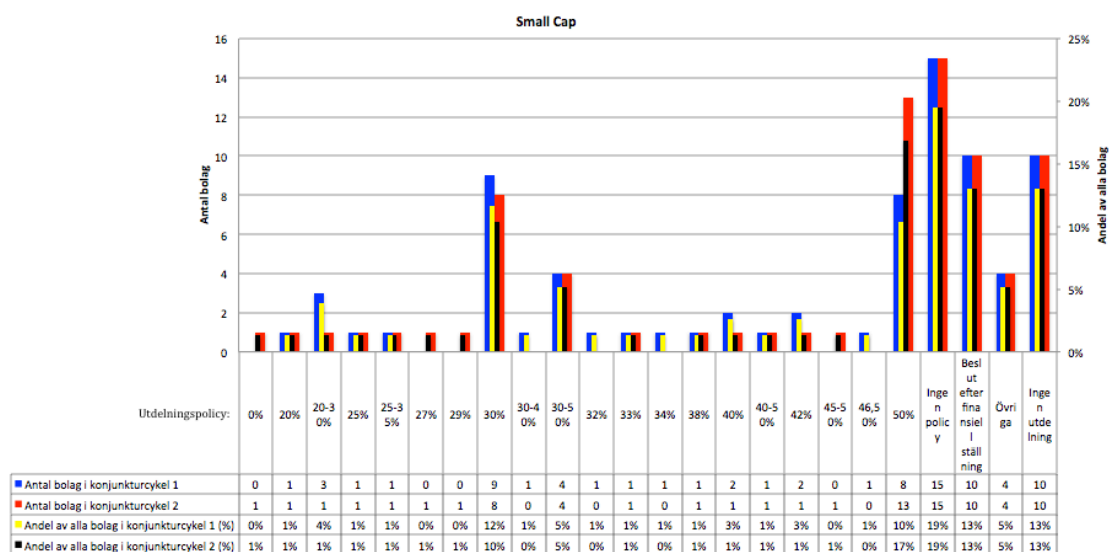


Diagram 5: visar hur många bolag som använder sig av en viss utdelningspolicy under respektive konjunkturcykel samt hur stor del av hela Large Cap listan dessa bolag utgör.

Till skillnad från de två större listorna urskiljer sig small cap listan då bolag som inte har någon uttalad policy är dominerande. Diagrammet visar även att *beslut efter finansiell ställning* och *ingen utdelning* är frekvent använda av bolagen. Den utdelningspolicy som är mest använd under första konjunkturcykeln är 30 %, dock har flertalet bolag bytt till en utdelningspolicy på 50 % under den andra konjunkturcykeln vilket innebär att den blir den vanligaste utdelningspolicyn som används. Utöver en utdelningspolicy på 30- och 50 % använder sig fyra bolag en policy på 30-50 % både under första och andra cykeln.

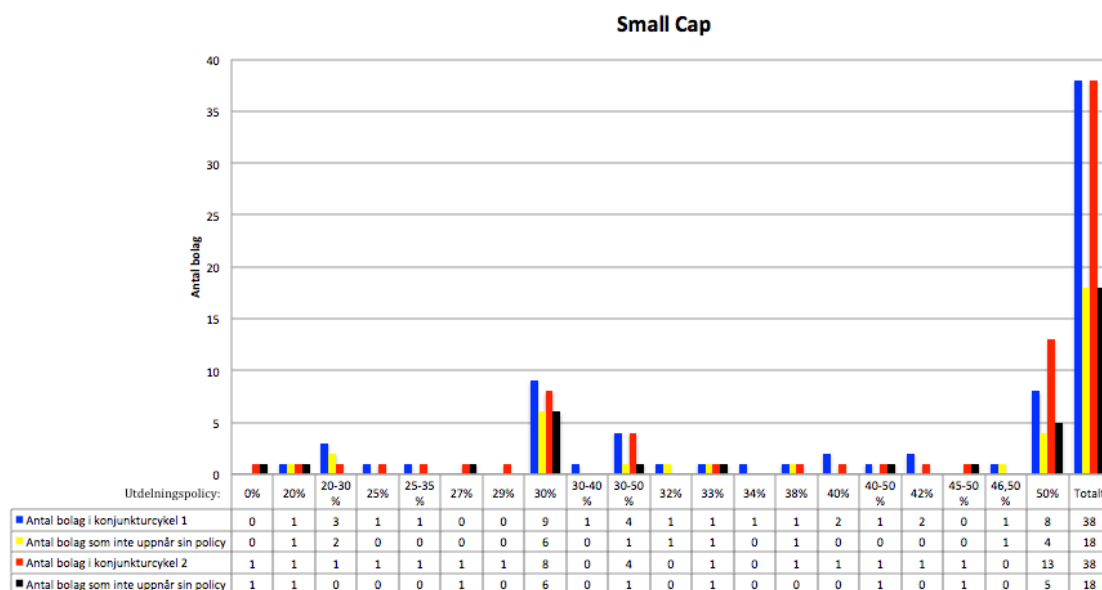


Diagram 6: Visar hur många bolag som använder sig av en viss policy under respektive konjunkturcykel samt hur många av dessa bolag som inte uppnår sin uttalade policy.

Som tidigare går det genom diagrammet ovan se hur stor del av alla bolag på Small Cap listan, under första- och andra konjunkturcykeln, som inte håller sin utdelningspolicy och det är nästan hälften av alla bolag, närmare bestämt 47 %. Denna andel som inte uppnår sin policy är större än både large- och mid cap listorna. Av bolagen som inte klarar hålla sin utdelningspolicy är det varierat vilken typ av utdelningspolicy de har. Majoriteten utgörs av 30 % samt 50 %.

I den andra konjunkturcykeln går det genom diagrammet se att det är lika stor del som inte håller sin utdelningspolicy. Däremot finns det små skillnader mellan vilken utdelningspolicy bolagen har som inte håller policyn.

4.4 OMX Stockholm

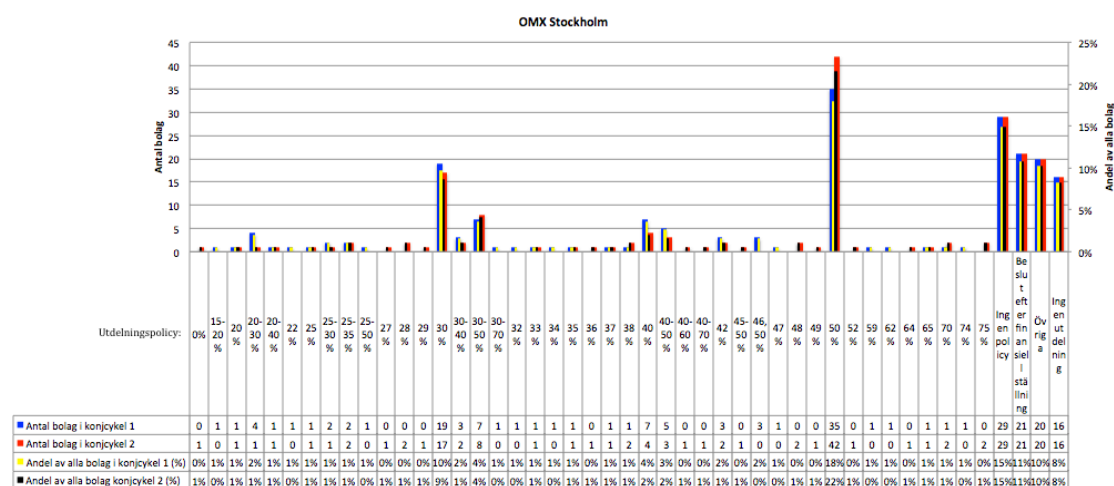


Diagram 7: visar hur många bolag som använder sig av en viss utdelningspolicy under respektive konjunkturcykel samt hur stor del av hela Large Cap listan dessa bolag utgör.

Diagrammet åskådliggör de tre listorna tillsammans dvs. alla bolags utdelningspolicys på hela OMX Stockholm. Det går att se hur många bolag som använder en viss policy och hur stor andel av alla bolag det utgör. Precis som tidigare visar diagrammet att det är 50- och 30 % som ligger i topp, av de policys som används. Det går tydligt se att 15 % av alla bolag faktiskt inte har någon uttalad policy samt 11 % väljer att besluta sin utdelning efter deras finansiella ställning. Dessa policys representeras relativt jämt över de olika listorna även då de är mest populära inom small cap bolag. Däremot de bolag som hamnar under kategorin *övriga* finns majoriteten på large cap listan.

OMX Stockholm utdelningspolicys förändrar sig måttligt till andra konjunkturcykeln, störst är förändringen av bolag som väljer att använda en policy på 50 % som nu representeras av 22 % av alla bolag istället för 18 %.

Vidare kan det utläsas från resultatet att det är cirka sex stycken utdelningspolicys, eller snarare kategorier då en utav dem representeras av de bolag som inte har någon uttalad policy alls som är de mest frekvent använda. Det finns närmast en uppsjö med blandade nivåer som bolagen valt att använda sig utav där de flesta har en andel på 1- till 2 % av hela listan.

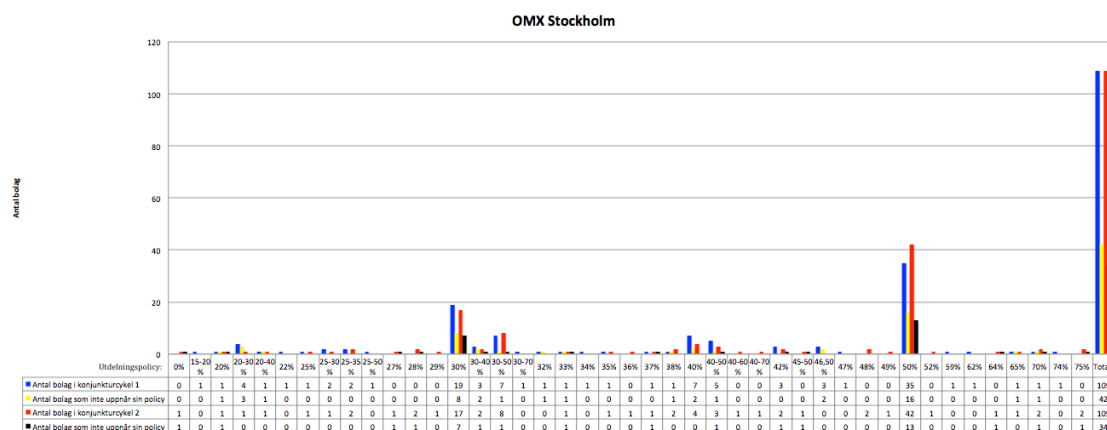


Diagram 8: Visar hur många bolag som använder sig av en viss policy under respektive konjunkturcykel samt hur många av dessa bolag som inte uppnår sin uttalade policy.

Resultatet för hela OMX Stockholm speglas av det som tidigare setts i diagrammen där large cap håller siffrorna nere en aning samtidigt som small cap drar upp statistiken gällande att hålla sin policy. Sett till hela börsen visar studiens resultat på att 42 av 109 bolag, 38 %, över första konjunkturcykeln inte uppnår sin policy, där majoriteten av de bolagen har en uttalad utdelningspolicy på 30 % och 50 %. Andelsmässigt är det nästintill lika många bolag, som använder sig av dessa två policys, som uppnår och inte uppnår sina mål.

Bolagen visar ett bättre resultat i den andra konjunkturcykeln där antalet bolag som inte klarar av att uppnå sin policy sänkts från 42 till 34, vilket är 38 % till 31 % av alla bolag. Det mest anmärkningsvärda är att det är tio fler bolag som håller sin 50-procentiga utdelningspolicy samtidigt som det tre mindre bolag som inte klarar densamma policyn under dessa fem år.

För att sammanfatta resultatet kan det ses att bolagen generellt presterar bättre i att följa sin policy under konjunkturcykel två och framförallt large cap listan där bolagen sänker sig från 27,5 % av alla bolag som inte håller sin policy till 12,5 %. Det är bara i small cap som det är samma andel av alla bolag som når upp till sin policy över båda konjunkturcyklerna.

5 Analys

Detta kapitel beskriver studiens analys som grundar sig i studiens resultat kopplat till den teoretiska referensramen. För att ge kapitlet en tydlig presentation kommer det vara uppdelat i övergripande delar.

Studien kommer på liknande sätt som resultatdelen först att gå igenom vad OMX Stockholms bolag har för utdelningspolicy för att koppla dessa till tidigare forskning. På samma sätt leder analysen vidare till hur den realiserade utdelningspolicy ser ut och varför. Det som framkommit av resultatet är att det finns en mängd mindre policy bland bolagen som är av minoritet representerade. På grund av dess storlek är de mer problematiska att analysera generellt, dock har studien valt att ta med alla policy för helhetens skull.

Då majoriteten av bolagens utdelningspolicy är presenterad som utdelad andel av vinst efter skatt och likväl Servaes och Tufano's (2006) undersökning visar att 76 % av de tillfrågade bolagen har överensstämmande definition på policy, detta ger strukturen för studiens undersökning vilket också är enda sättet att kunna jämföra den uttalade och realiserade policy för bolagen. Det missvisande med detta tillvägagångssätt är att ett bolag kan ha en jämn utdelningsgrad definierat av utdelningssumman dock kan samma bolag ha en mer volatil utdelningsnivå när det syftas till deras utdelningspolicy då denna beror på hur stor vinsten är.

Att hålla en jämn utdelningsgrad är något som stämmer överens med utjämnningsteorin där Berk & DeMarzo (2014) menar att utdelningen är mindre volatil än vinsten från år till år. Studien påpekar dock att utdelningen inte behöver vara mindre volatil i den mån bolag väljer att följa sin policy eftersom utdelningsnivån beror helt på hur vinsten för året ser ut. För att behålla samma utdelningsnivå vid t.ex. en stor vinst kan bolag göra aktieåterköp och på det sättet ha samma summa pengar att dela ut som tidigare år, detta påstående stöds av Berk & DeMarzo, dock fungerar det bara kortsiktigt.

För att ge läsaren en överskådlig blick hur resultatet styrks av den teoretiska referensramen har studien valt att dela in bolagen i fem kategorier för detta; *uppnådd policy*, *ej uppnådd policy*, *beslut efter finansiell ställning*, *ingen policy* samt *ingen utdelning*. Detta för att enkelt kunna illustrera i en tabell hur bolagens policys är kopplade till teorin, tabellen ses nedanför.

Stabil	X	X			
Instabil	X	X	X		X
Residual	X	X	X		
Signalering	X	X			
Irrelevans					
Bird in the hand	X	X	X		
Utjämning	X	X	X		
Principal agent	X	X	X	X	X
	Uppnådd utdelnings policy	Ej uppnådd utdelnings policy	Beslut efter finansiell ställning	Ingen policy	Ingen utdelning

Tabell 5: visar hur studiens teorier kan kopplas till bolags utdelningspolicys.

5.1 Uttalad utdelningspolicy

Enligt Miller och Modiglianis (1961) irrelevansteori finns det ingen anledning till att göra utdelningar i ett bolag då detta inte har någon påverkan eller skapar något värde i sig. Vad som faktiskt måste uppfyllas för att detta ska gälla är att det råder en perfekt marknad där det föreligger informationssymmetri, nollskatter samt inga övriga kostnader. En perfekt marknad är inget som kan förklaras som en verklighet i Sverige, där det finns informationsasymmetri, skatter och kostnader.

Att det inte råder någon perfekt värld för vår undersökning förklarar inte om utdelningar har någon påverkan eller skapar ett värde i sig. Dock förklarar studiens

resultat att Miller och Modiglianis (1961) irrelevante teori i själva verket är irrelevant för de svenska bolagen, överlag. Vad det går att dra kopplingar till är Graham och Dodd's teori som uppkommit ur just den imperfekta värld som råder faktiskt syftar till att bolag med högre utdelningar ger bolaget ett större värde.

Undersökningen av hela Stockholmsbörsen visar att 85 % av alla bolag har en utdelningspolicy, dock uttalar den sig inte något om de övriga 15 % om varför de inte har någon. Möjligen kan kopplingar ses till Graham och Dodd's; *bird in the hand* teori (1951) där de syftar till att aktieägare och investerare hellre ser pengar i handen framför återinvestering i aktien. Banerjee (1990) menar att det finns två faktorer som spelar roll inför att välja en utdelningspolicy; aktieägarnas välfärd samt bolagets välfärd. För att återkoppla Graham och Dodd's (1951) värderingar där de syftar till att bolag med hög utdelningspolicy resulterar i högre aktiepriser dvs. bolagets välfärd samt teorin att investerare föredrar utdelning framför något annat; alltså aktieägarnas välfärd, skulle detta kunna förklaras av den höga andelen med bolag som har en utdelningspolicy.

Fama och French (2001) menar att alla bolag inte gör utdelningar, och detta beror på tre faktorer; *storlek, lönsamhet* och *investeringsmöjligheter*. Dessa faktorer spelar en stor roll i antagandet av en utdelningspolicy och enligt Fama & French hade stora lönsamma bolag med stabila vinster utdelning till sina aktieägare kontra små mindre tillväxtbolag inte hade någon alls. Vidare kan detta förklara delar av studiens resultat där bolag på small cap listan är i majoritet av bolag med ingen utdelning eller ingen uttalad utdelningspolicy. Tendenserna finns även på mid cap listan, dock inte i samma utsträckning. DeAngelo et al. (2008) menar att när bolagen åldras och vinsterna ökar samtidigt som investeringsmöjligheterna stabiliseras kan möjligheter för utdelningar uppstå.

Bevisligen följer även den svenska börsen detta mönster då det inte finns något bolag på large cap listan utan någon utdelning. Resultatet stärks av både Fama & French (2001) och DeAngelo et al. (2008) teorier där mindre bolag i tillväxtfaser har svårare att ha utdelning samtidigt som möjligheterna växer desto mer stabilt bolaget utfaller. Dock finns det fortfarande bolag inom varje lista; large, mid och small som inte har någon uttalad policy alls. Värt att tilläggas är att av Servaes och Tufano's (2006)

tillfrågade bolag är det 93 % som har en ordinär utdelning och föredrar det framför såväl aktieåterköp som extrautdelningar.

Vad det gäller varför den utdelningspolicy bolagen har valt är svår att definiera och skribenterna veterligen kan inte forskare svara på detta heller, som Black definierade det; det är ett pussel. Det som kan förklaras genom studiens samlade statistik är att den generellt vanligaste policyn är att dela ut 50 % av vinsten efter skatt. Att detta är en noga uträknad siffra eller ett mått som låter bra kan studien inte svara på. Enligt Servaes och Tufano's (2006) undersökning om utdelningspolicy väljer majoriteten av bolagen en utdelningspolicy efter signaleringsfunktionen som grundar sig i Miller och Modiglianis (1961) signaleringsteori. Även om det är en majoritet av de undersökta bolagen som anser att signalering är det viktigaste, är det inte en unik faktor då flexibilitet och skattebefriande utgörs av en snarlik andel.

5.2 Realiserad utdelningspolicy

Som med de flesta mål och policys är detta inget krav utan ofta riktlinjer för bolag att följa, där vikten av resultatet beror från bolag till bolag. Att sträva efter att uppnå en utdelningspolicy är självklar i skribenternas ögon och för att en aktieägare ska kunna använda detta som ett nyckeltal eller utdelningsmått beror till stor del hur mycket det faktiskt går att lita på bolagen och deras policy. För att det ska gå att följa om bolagen faktiskt följer sin policy eller inte måste de ha en klar uttalad policy, att analysera i vilken mån ett bolag följer ”*beslut efter finansiell ställning*” är för tidskrävande och utom vår studie.

Miller och Modigliani (1961) beskriver sin signaleringsteori som information som ges av utdelningar och dess nivåförändringar. Där en ökning kan signalera om positiv information kontra en sänkning som signalerar negativ information. Detta har studiens teorikapitel redan tagit upp, dock är det värt att repetera inför kommande stycken. Om signaleringsteorin innehar den styrkan att förmedla positiv/negativ information angående en höjning eller sänkning i utdelningsnivåer, vilken information ger den då till aktieägare om dess bolags utdelningspolicy inte klarar av att uppnås. Resultatet visar att 38 % samt 31 % av de bolag som har en uttalad utdelningspolicy inte uppfyllt den över respektive konjunkturcykel på vardera fem år. Kopplas detta till Miller och

Modiglianis signaleringsteori skulle det betyda att över en tredjedel av den svenska marknadens aktieägare skulle erhålla information som inte bara visar negativa tendenser utan också att bolaget inte håller vad de lovar.

Dock menar Servaes och Tufano (2006) att en utdelningspolicy mer kan framstå som riktlinjer, som nämns i början av avsnittet, däremot anser dem att det därför är oerhört viktigt att från början välja rätt utdelningspolicy för att kunna följa den. Beträffande deras undersökning visar det sig att bolag i enlighet med signaleringsteorin vill hålla en jämn utdelningsnivå, undvika att sänka utdelning per aktie och vid rätt tillfälle höja den till en bestående nivå. Med facit i hand vill de flesta bolagen alltså samma sak; inte göra sina aktieägare missnöjda snarare tvärtom. Dessvärre verkar detta enligt studiens resultat inte följa samma nivå i utförande som i tanke.

Följande citat är hämtat ur teorikapitlet:

”En stabil utdelningspolicy kan enligt Fama & Brigham (2015) utgöras av en konstant utdelning per aktie, konstant procentandel av nettovinsten och konstant utdelning per aktie och extra utdelning. Om ett bolag följer en konstant utdelning per aktie innebär det att utdelningarna ser likadana ut för varje år oavsett om vinsterna varierar”.

Det har tidigare i studien gått igenom att utdelningspolicy definierad som procentandel av nettovinsten är den typ som näst intill alltid används hos Stockholmsbörsens bolag och i samband med signaleringsteorin ses det väldigt angeläget att hålla en jämn utdelningsnivå till sina aktieägare. Vidare betyder det enligt Brigham och Houston (2015) att för bolag ska ha en stabil utdelningsnivå ska bolagen dela ut en konstant procentandel av nettovinsten. Genom studiens resultat kan det övergripande direkt ses som att detta inte stämmer i alla fall då det finns policybyten mellan konjunkturcyklerna. Dock är detta inget som kan följas då det i specifika fall sker förändringar i bolag och just därför valet av studiens tidsperiod på tio år. Däremot har de bolag som inte uppnår sin utdelningspolicy inte heller en stabil utdelningsnivå vilket är en stor del av börsen.

Studiens resultatkapitel är baserat på *bilaga 1 och 2* och för att ge en tydligare överblick över hur bolagen följer sin policy över en konjunkturcykel har studien tagit ett stickprov på 8 bolag verksamma på large cap listan som presenteras i tabellen nedanför.

Bolag	2005	2005	2006	2006	2007	2007	2008	2008	2009	2009	konjunkturcykel	
NCC B	50%	140,00%	50%	113,90%	50%	101,20%	50%	24,00%	50%	51,60%	50%	86,14%
NIBE Industrier	25-30%	38,70%	25-30%	30,70%	25-30%	34,30%	25-30%	29,20%	25-30%	29,80%	25-30%	32,54%
Nobia	30%	31,90%	30%	40,60%	30%	45,50%	30%	39,90%	30%	0%	30%	31,58
Nordea	40%	52,20%	40%	52,10%	40%	53,80%	40%	25,30%	40%	41,70%	40%	45,02%
Oriflame	50%	62,10%	50%	62,30%	50%	75,80%	50%	56,30%	50%	70,60%	50%	65,42%
Peab	50%	29,80%	50%	89,00%	50%	45,70%	50%	34,30%	50%	55,30%	50%	50,82%
Saab	20-40%	36,70%	20-40%	35,70%	20-40%	25,60%	20-40%	-75,80%	20-40%	35,80%	20-40%	11,60%
Sandvik	50%	54,50%	50%	50,40%	50%	52,30%	50%	50,00%	50%	-44,60%	50%	32,52%

Tabell 6: presenterar först uttalad utdelningspolicy i svart text samt realiserad utdelningspolicy i röd text.

Enligt Brigham och Houston (2015) ska ett bolag konstant varje år följa sin utdelningspolicy för att ha en stabil utdelning. Vad som kan sägas om resultatet är att det inte finns något bolag som följer detta exakt från år till år. I genomsnitt över konjunkturcykeln går det dock tydligt att se hur sex av åtta bolag från tabellen håller sin utdelningspolicy. Vidare visar tabellen hur vissa bolag delar ut mer vissa år gentemot lägre andra år och detta menar Brigham och Houston kan ses som ett mönster av en stabil utdelning där bolagets vinst finns i åtanke och resulterar i skillnader mellan utdelningarna. Dock argumenterar de samtidigt för att det är liknelser vid en instabil utdelning på grund av dess volatilitet. Skillnaderna i utdelningen kan däremot ses som en stabil utdelning beroende på att bolagen har satt en policy de vet att de kan följa och vid tillfälle då vinsterna är stora ges extrautdelningar menar Brigham och Houston (2015). Detta kan förklara de stora procentuella skillnaderna i utdelningarna som studien tittat på där resultatet för ett bolags utdelning över en konjunkturcykel ofta är märkbart högre än sin uttalade policy, bortsett från de bolag som inte uppnår sin utdelningspolicy vill säga.

Att utdelningarna ofta är högre än den uttalade policyn kan kopplas Berk och DeMarzo's (2014) skildringar i utjämnings teorin där det framgån att vid en förändring i utdelningsgrad ökas mer frekvent än den minskas. Att utdelningarna har en stor förändring från år till år innebär således att det ger aktieägarna anledning till att ifrågasätta bolagets välmående på grund av den höga volatiliteten. Det skulle också kunna antyda ett principal-agent problem där höjda utdelningar är ett beslut av

ledningen som ser egenintresset av en höjd utdelning vid eventuellt ägande av aktien. För att öka sin personliga vinst skulle de därför kunna dela ut mer vissa år och på så sätt skapas den volatila utdelningen, som kanske inte är önskvärd av styrelsen. DeAngelo et al (1999) antyder därför att fler bolag skulle avstå att göra dessa extrautdelningar för att hålla en jämn nivå av utdelningar mellan åren.

Trots detta visar studiens resultat att de realiserade utdelningarna i vissa fall är högre än den utnämnda policyn och kan bestå över flera år, vilket skulle kunna ses som att det sker extrautdelning varje år. DeAngelo et al (1999) menar att ett bolags extrautdelningar ibland är lika förutsägbara som den ordinarie utdelningen, och att denna inte skärs ner eller tas bort då det kan göra aktieägare besvikna.

Brickley (1982) är inne på samma banor och anser att extrautdelning som substitut till ordinär utdelning ger signaleringen en skev funktion. Mer kritik mot frekventa extrautdelningar ges av DeAngelo et al (1999) som anser att varför förstöra signaleringsteorin när den följaktligen är viktig. Extrautdelningar må vara frekvent använt över åren hos vissa bolag i studien, dock långt ifrån alla. Detta styrks av liknande iakttagelser som även Servaes och Tufano (2006) fått i sin undersökning där endast en fjärdedel av de tillfrågade bolagen använder sig av extrautdelningar.

Som studien tidigare tagit upp finns det inga bolag som uppfyller kraven för en perfekt stabil utdelning, det finns bolag som är långt ifrån och det finns dem som är i närheten av att ha en jämn stabil utdelningsnivå. Det kan härledas från studiens resultat att flertalet bolag ligger på en näst intill jämn utdelningsnivå där något enstaka år utmärker sig antingen negativt eller positivt. Enligt utjämnningsteorin finns det ett återkommande mönster i utdelningarna och vid förändring var påverkan ringa eftersom utdelningarna stabiliseras över en tid. Detta menar Lintner vara utjämnning i utdelningarna, där bolaget följer en någorlunda stabil utdelning men som innehåller negativa och positiva förändringar som tar ut varandra och på det sättet bibehåller samma utdelningsnivå över en längre tid, möjligtvis en konjunkturcykel.

Vidare anser Lintner (1956) genom att bolag verkar på detta sätt görs inte heller aktieägarna missnöjda vid ett års sänkning av utdelningen, då de vet att över en längre tid kommer balansen att återställas igen. Till studien sett är detta ett väl

återkommande fenomen bland bolagen då inga bolag helt och hållet håller en perfekt stabil utdelningsnivå med samma procentuella andel av vinsten år efter år, däremot uppfyller de sin uttalade policy. En stor del av dessa bolag skulle kunna kategorisera sig under rubriken stabil utdelningsnivå med hänsyn till utjämnningsteorin, värt att nämna är att storleken på förändringarna kan variera avsevärt. Det är troligt att kopplingar kan dras mellan utjämnningsteorin och de bolag som ett år delat ut negativa 100 % och ett annat positiva 100 % för att återfå balans i utdelningsnivån.

Nu ska inte alla bolag dras över en kant och kopplas till utjämnningsteorin på grund av dessa tendenser. Det studien vidare kan säga angående resultatet är att det inte behöver vara jämn utdelning i flera år och endast ske förändringar under enstaka år. Det framgår tydligt att bolag som har en uttalad policy och följt denna följer den över en konjunkturcykel, däremot kan utdelningarna variera kraftigt från år till år. Detta kan bero på att bolagen tar utdelningen i andra hand och utdelningen baseras på överblivet kassaflöde från t.ex. investeringar. Kan detta då möjligen kopplas till residual utdelningspolicy som faktiskt innebär precis det att bolag gör utdelningar efter hur den finansiella ställningen ser ut.

Resultatmässigt sett är bolag med utdelningspolicy; *beslut efter finansiell ställning* den tredje största på hela Stockholmsbörsen. Dessa bolag kan klart räknas in under en residual utdelningspolicy, där utdelningar utgörs av överskott från kassaflödet efter investeringar. När bolag har en residual utdelningspolicy uteblir i de flesta fall en stabil utdelning där istället utdelningarna blir lika volatila som kassaflödet över åren och därför inte heller eftersträvar en jämn nivå. Detta kan således inte kopplas till signaleringsteorin då bolagens utdelningar inte används för att förmedla information, dock används ofta storleken på utdelningarna hos aktieägare och investerare för att bedöma omfattning på investeringar.

6 Slutsats

I detta kapitel presenteras studiens slutsats och vad författarna uppnått. Utifrån analysen framkommer slutsatsen som resulterar i besvarande av studiens forskningsfrågor.

6.1 Hur ser utdelningspolicyn ut bland bolagen?

Inledningsvis går det att konstatera att alla bolag inte har någon uttalad utdelningspolicy, andelen av OMX Stockholms bolag som inte har någon utdelningspolicy utgörs av 15 % för den första konjunkturcykeln och 11 % för den andra. Detta betyder inte nödvändigtvis att dessa bolag inte har någon utdelning då det i förekommande fall finns de bolag som delar ut till sina aktieägare trots att de inte har någon policy. Hos de bolagen finns ingen entydig anledning till varför de inte har någon policy. Det kan dock kopplas till hur bolag med utdelningspolicy kan se den som en riktlinje och inget som måste följas vilket i detta fall blir motsatsen där något formellt inte behöver utgöra grunden till en utdelning. Varför bolag skulle välja att inte ha någon utdelningspolicy kopplat till irrelevante teorier anses som väldigt oväsentligt då detta endast fungerar i en perfekt värld som snarare är motsatsen till den värld vi lever i. Skulle bolagen grunda sin policy efter marknaden hade i princip alla bolag haft en, då den imperfekta marknaden visar att bolag med utdelningar har ett högre värde än vice versa.

Beträffande de resterande 85 % för första och 89 % för andra konjunkturcykeln av börsens bolag, innehar dessa en uttalad utdelningspolicy och tillskillnad mot de som inte har någon policy, behöver inte dessa bolag enbart göra utdelningar för att de påstår det. På samma sätt finns det alltså bolag med uttalade policys som inte ger någon utdelning. Att majoriteten av börsens bolag har en utdelningspolicy kan tyckas bero på den signalering som kan utgöras av policyn i sig självt till aktieägarna, med andra ord uppvisas att en utdelning kommer att ske vilket tillfredsställer aktieägarna då de hellre ser pengar i handen snarare än återinvesterade i aktien.

Att välja en utdelningspolicy visar sig bero på faktorer som aktieägarnas och bolagets välfärd. Detta skulle betyda att alla bolag vill ha maximal utdelning pga att detta ökar

värdet för bolaget samt ger aktieägarna en stor summa pengar i handen och därför uppfyller de kriterier som en utdelningspolicy antas bero på. Det är dock inte riktigt lika enkelt i verkligheten då fler faktorer som storlek, lönsamhet och investeringsmöjligheter spelar en stor roll inför beslutandet om en utdelningspolicy. Vidare klargör inte heller studiens resultat huruvida vilken policy ett bolag väljer mer än att den utgör en viktig signaleringsfunktion. Det går heller inte att komma fram till varför en viss utdelningsnivå är vald och hur den är framtagen. Vad som däremot framgår är vilka olika nivåer och policys OMX Stockholms bolag representerar. Det vanligaste alternativet är bolag med 50 % utdelning av resultatet efter skatt, därefter kommer "*beslut efter finansiell ställning*" samt 30 % utdelning av resultatet efter skatt.

6.2 Skiljer sig storlek på bolagen åt angående deras utdelningspolicy?

Som tidigare nämnts ger inte alla bolag utdelningar och detta tycks vara en följd av bolagets storlek, lönsamhet och investeringsmöjligheter. Likaså påverkar dessa faktorer tillsammans med vilken mognadsfas de befinner sig i valet av en utdelningspolicy. Det visar sig på de tre listorna över Stockholmsbörsen att bolag på small cap listan har det mer besvärligt att göra utdelningar och inte sällan är det flertalet bolag som inte delar ut alls, tillskillnad mot bolagen på large cap listan där vartenda bolag gör utdelningar. Studien visar också att bolagen däremellan, på mid cap listan har flertalet bolag som inte delar ut alls däremot inte i samma utsträckning som på small cap listan. Det går att utläsa ett klart mönster där bolagens utdelningsmöjligheter samt utdelningar ökar i takt med tillväxten hos bolagen. Då bolagen åldras och vinsterna ökar och blir mer stabila kan möjligheter för utdelning uppstå.

Det går däremot att se precis som tidigare att det finns ett mönster där bolagens storlek har en påverkande effekt beträffande att inte ha en uttalad utdelningspolicy. Small cap listan utmärker sig rejält till skillnad mot mid- och large cap då majoriteten av small cap bolagen inte utgörs utav en uttalad policy utan snarare består av bolag som inte har någon utdelningspolicy alls. Därefter, likt hela börsen går det även se att den mest återkommande policyn hos bolagen är 50 % som utgör den största delen av alla utdelningspolicys på de tre listorna, med bortseende från small cap listan över den

första konjunkturen. Därefter följer de flesta bolag en utdelningspolicy på 30 % eller *”beslut efter finansiell ställning”*. Som redan tagits upp går det inte heller här att redogöra varför bolagen valt den policy de valt mer än att det inom mindre bolag inte förekommer bestämda policys lika ofta som det gör för större stabilare bolag. Det kan dock tänkas vara kopplat till att en utdelningspolicy kan ses som en riktlinje eller ett finansiellt mål hos bolag och inom mindre bolag anses vara mindre centralt att utforma en formell policy för detta.

6.3 Följer Stockholmsbörsens bolag sin utdelningspolicy?

Det framgår tydligt att signaleringsteorin är av stor vikt hos majoriteten av bolagen enligt studien, det är en av de viktigaste faktorerna och spelar en stor roll inför valet av en utdelningspolicy och dess nivå. Det är ytterst förvånande att med detta i åtanke se huruvida resultaten inte alls återspeglas av detta beträffande hur bolagen följer sin utdelningspolicy. Det är synnerligen få bolag som håller en jämn och stabil utdelning över tiden och genom att ha den volatilitet i utdelningen som uppkommer av detta förmedlas därmed också både negativ och positiv information till aktieägarna beroende på vilket håll utdelning tenderar att utfalla. Detta betyder att aktieägarna kan få en osäker inställning till bolagets välmående även då bolagen håller sin utdelningspolicy över tiden. Om detta kan åstadkomma osäkerhet till aktieägarna, vad för information förmedlar då bolagen när de inte uppfyller sin utdelningspolicy.

Märkbara 38 % och 31 %, av alla de 109 bolag med en uttalad policy, över första respektive andra konjunkturcykeln når inte upp till sin uttalade policy som de angivit till sina aktieägare. Som tidigare nämnts så räknas alltså inte de bolagen med ingen policy, *”beslut efter finansiell ställning”*, *”övriga”* och *”ingen utdelning”* med. Att över en tredjedel av börsens bolag inte håller sin utdelningspolicy antyder att det inte är ett pålitligt mått för att granska ett bolags utdelningsmöjligheter. Detta är den generella synen där alla tre listor är inräknade, jämförs istället large cap med small cap visar resultatet att det är en större del som inte uppfyller sin policy hos bolagen på small cap. Det kan ge en snedvriden bild på bolagens uppfyllda policys bland listorna, dock är frågeställningen att svara huruvida bolagen på börsen klarar att uppfylla sin utdelningspolicy där av det generella antagandet där alla tre listor är inräknade.

Kan slutsatser om detta återigen dras till hur formellt bolagen ser på en utdelningspolicy, är det bara en riktlinje eller är det faktiskt något som bolagen ska följa som misslyckas. Det är problematiskt att generellt uttala sig om detta då flertalet faktorer spelar roll angående val av utdelningspolicy. Däremot är det en sådan stor del som inte lyckas att hålla sin policy skapar funderingar. Är utdelningspolicyn av den vikt bolagen säger, vill bolagen tillfredsställa sina aktieägare och signalerar verkligen volatilitet i utdelningar information med sådan påverkan, varför väljs då en sådan hög policy som inte kan fullföljas från början. Med andra ord påpekar studien att flertalet bolag som inte klarar att fullfölja sin policy helt enkelt har valt för hög nivå från början. Ses det till enstaka år är det svårt att välja en policy som säkert kan följas, däremot har bolag använt samma policy över tio år och ändå inte klarar av att följa den borde det vara läge att tänka om.

Vidare till majoriteten av Stockholmsbörsens bolag som upprätthåller sin policy kan det ses som en omvänd situation där de inte bara klarar av att hålla sin policy utan delar ofta ut mer än vad som uppges i deras policys. Detta te sig förefalla på grund av att bolag gärna delar ut lite extra då det ges tillfälle och går det bra för ett bolag över flera år kan det alltså innebära att extrautdelningar sker kontinuerligt över en viss framtid. De extrautdelningarna kan för aktieägarna bli förutsägbara precis som de ordinarie utdelningarna kan vara. Detta innebär att aktieägarna kan förvänta sig extra utdelning som substitut till ordinarie utdelning vilket kan ge en felaktig bild av bolagets utdelningspolicy. Detta kan resultera i en vana hos aktieägarna där möjliga nedskärning av extrautdelningar skulle kunna upplevas som en utdelningssänkning vilket det i detta fall inte är. Emellertid behöver inte extra utdelning vara anledningen till en högre utdelningsgrad gentemot utdelningspolicyn, utan det kan också bero på att bolag tenderar till att höja sin utdelningsgrad snarare än sänka den. Det finns även bolag som endast ger höga utdelningar stundtals, vilket kan bero på en utjämning av utdelningen eller principal-agent problem där managern efter eget intresse vill maximera sin egen utdelning. De bolag som kan kategoriseras till att följa ett tillvägagångssätt där utjämning sker eller principal-agent problem uppstår är de som har en utdelningsgrad som varierar från år till år. Detta ser inte aktieägarna som någonting negativt då de har vetskap om att bolaget i slutändan når upp till sitt uttalande.

Vidare kan det konstateras att en stor del av alla bolag på Stockholmsbörsen använder sig av en residual utdelning och hit tillhör de bolag som säger att de beslutar om sin utdelning efter finansiell ställning. Då bolagen grundar sin utdelning på överblivet kassaflöde kan det tänkas att de prioriterar utdelningarna i andra hand. Trots det kan det tänkas att bolag som tenderar att följa en residual utdelningspolicy och uttalar att sig om att de bestämmer en utdelning efter finansiell ställning, kan de se en möjlighet att säkerställa sig om att inte göra aktieägarna besvikna. Då de inte sätter en fast utdelningsnivå kan heller inte aktieägarna förvänta sig en angiven utdelning. Vid större utdelningar kan de istället överraska på ett positivt sätt och tillfredsställa aktieägarna.

Slutligen påvisar studien att majoriteten av bolagen klarar av att uppfylla sin policy vilket kan bero på att de angivit en sådan nivå som de kan följa upp eller till och med överskrida över en viss framtid. Att uppfylla sin utdelningspolicy kan både ge aktieägarna ett förtroende för bolaget och göra de tillfreds genom pengar i handen. Att 62 % respektive 69 % uppfyller sin utdelningspolicy över respektive konjunkturcykel är visserligen en övervägande del men det är inte tillräckligt för att kunna anse utdelningspolicy som ett pålitligt mått.

6.4 Förslag till fortsatt forskning

Studien visar att det finns flertalet olika utdelningspolicys att välja på och därför kan det vara av intresse att försöka få en överblick till hur bolag tänker när de väljer en och vad det är som avgör för ett val. Förslagsvis skulle det vara intressant att intervjua bolagsledningarna och få deras perspektiv på hur viktigt det ser på att följa sin egna utdelningspolicy. Vidare fann studien att en stor del av alla bolag beslutar sin utdelningspolicy efter finansiell ställning vilket för denna studie var för tidskrävande att mäta om de följer sin policy eller inte. En kvalitativ fortsatt forskning till studien är av intresse men också en vidareutvecklad studie till detta skulle kunna enbart behandla dessa bolag som har *beslut efter finansiell ställning* för att få en bild om de följer sin policy eller inte.

7 Källhänvisning

- (den 22 03 2015). Hämtat från Dagens Industri:
<http://www.di.se/artiklar/2015/3/20/hog-tid-att-flytta-sparpengarna/> den 04 04 2015
- (den 11 03 2015). Hämtat från Dagens Industri:
<http://www.di.se/artiklar/2015/3/11/rusning-till-formanlig-sparform/> den 05 04 2015
- (den 01 04 2015). Hämtat från Affärsvärlden:
<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article3897967.ece> den 05 04 2015
- (2015). Hämtat från Swedbank: https://www.swedbank.se/privat/spara-och-placera/aktier/lar-mer-om-vardepapper/aktieskola/analyser/index.htm?contentid=OID_518076_SV den 05 04 2015
- Alkeback, P. (1997). *Do Dividend Changes Really Signal?* Edsbruk: Akademitryck AB.
- Baker, H. K. (2009). *Dividends And Dividend Policy*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Baker, H. K., & Smith, D. M. (2004). In search of a residual dividend policy. *Review of Financial Economics* , 15 (1), 1-18.
- Baker, K. H., & Weigand, R. (2015). Dividend policy revisited. *Managerial Finance* , 41 (2), 126-144.
- Banerjee, B. (1990). *Fundamentals of Financial Management*. New Delhi: PHI Learning Pvt. Ltd.
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2014). *Corporate Finance* (Vol. 3). Pearson Education Limited.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy. *The Bell Journal of Economics* , 10 (1), 259-270.
- Black, F. (1976). The Dividend Puzzle. *The Journal of Portfolio Management* , 2 (2), 5-8.
- Bryman, A., & Bell, E. (2011). *Företagsekonomiska Forskningsmetoder*. Liber AB.
- Brealey, R. A. (1994). Does Dividend Policy Matter? (2).
- Brickley, J. A. (1982). Shareholder wealth, information signaling, and the specially designated dividend. *Journal of Financial Economics* , 12 (2), 187-209.

- Brigham, E. F. (1979). *Financial Management: Theory & Practice*. New Delhi: Atlantic Publishers & Distributors.
- Brigham, E., & Houston, J. (2015). *Fundamentals of Financial Management*. Boston: Cengage Learning.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (2008). Corporate Payout Policy. *Foundations and Trends in Finance* , 3, 95-287.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (1999). Special dividends and the evolution of dividend signaling. *Journal of Financial Economics* , 57, 309-354.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics* , 60 (1), 3-43.
- Graham, B., & Dodd, D. L. (1951). *Security Analysis: Principles and Techniques*. New York: McGraw Hill.
- Hall, B. J., & Murphy, K. J. (2003). The trouble with stock options. *Journal of Economic Perspectives* , 17 (3), 49-70.
- Kolb, R. W. (2012). *Too Much Is Not Enough: Incentives in Executive Compensation*. Oxford University Press.
- Lee, C.-F., & Lee, A. C. (2006). *Encyclopedia of finance*. New York: Springer.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review* , 46 (2), 97-113.
- Management Decision. (1993). Dividend Policy.
- Miller, G. J. (2005). Solutions to Principal-Agent Problems in Firms. *Handbook of New Institutional Economics* , 349-370.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business* , 34 (4), 411-433.
- Pruitt, S. W., & Gitman, L. J. (1991). The Interactions between the Investment, Financing, and Dividend Decisions of Major U.S. Firms. *Financial Review* , 26 (3), 409-430.
- Servaes, H., & Tufano, P. (Februari 2006). (J. Ballingall , & A. Crockett , Red.) Hämtat från <http://faculty.london.edu/hservaes/Corporate%20Dividend%20Policy%20-%20Full%20Paper.pdf> den 27 April 2015
- Shefrin, H. M., & Statman, M. (1984). Explaining Investor Preference For Cash Dividends. *Journal of Financial Economics* , 13 (2), 253-282.

Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2005). *Fundamentals of Financial Management*. Edinburgh: Pearson Education.

Watts, R. (1973). The information Content of Dividends. *The Journal of Business* , 46 (2), 191-211.

8 Bilagor

8.1 Bilaga 1 – OMX Stockholm, bolag med uttalad utdelningspolicy samt realiserad policy

8.2 Bilaga 2 – OMX Stockholm, bolagen utdelningsnivåer (payout ratio)

Large cap	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Aerotech	30-50%	-259%	30-50%	95-70%	30-50%	1000%	30-50%	21-1%	30-50%	151%	30-50%	25-50%	30-50%	32-30%	30-50%	33-50%	30-50%	33-50%	30-50%	33-50%	30-50%	32%	30-50%	32-13%	30-50%	32-13%
Alfa Laval	40-50%	64-60%	40-50%	41-30%	40-50%	31-60%	40-50%	25-50%	40-50%	38-9%	40-50%	40-50%	40-50%	40-50%	40-50%	40-50%	40-50%	40-50%	40-50%	40-50%	40-50%	57-0%	40-50%	47-2%	40-50%	47-2%
Alfa Romeo	33-50%	45-60%	33-50%	68-11%	33-50%	38-2%	33-50%	54-5%	33-50%	50-1%	33-50%	33-50%	38-1%	33-50%	43-10%	33-50%	38-6%	33-50%	44-2%	33-50%	44-2%	33-50%	37-0%	40-50%	37-0%	40-50%
Atlas Copco A	40-50%	40-50%	40-50%	18-5%	40-50%	49-3%	40-50%	38-0%	40-50%	58-5%	40-50%	40-50%	49-1%	40-50%	47-1%	50%	48-0%	50%	55-5%	50%	119-9%	49%	63-0%	119-9%	49%	63-0%
Atlas Copco B	50%	16-4%	50%	7-6%	50%	15-9%	50%	156-3%	50%	58-3%	50%	26-3%	50%	34-1%	50%	37-4%	50%	36-0%	50%	35-8%	50%	50%	50%	50%	50%	42-1%
Autovox	50%	119-9%	50%	123-2%	50%	80-6%	50%	97-0%	50%	66-2%	50%	89-3%	50%	73-0%	50%	70-7%	50%	70-5%	50%	81-5%	50%	79-7%	50%	75-9%	50%	75-9%
Betsson	25-30%	0%	25-30%	32-3%	25-30%	109-9%	75%	74-9%	75%	116-6%	46-5%	166-7%	75%	73-7%	75%	76-8%	75%	72-5%	75%	70-8%	75%	70-8%	75%	73-1%	75%	73-1%
Biltema	50%	91-6%	50%	57-6%	50%	63-7%	50%	0%	50%	24-6%	50%	8-8%	50%	51-2%	50%	32-8%	50%	38-8%	50%	69-4%	50%	51-0%	50%	53-6%	50%	53-6%
Boliden	30%	28-3%	30%	18-5%	30%	119-7%	30%	29-2%	30%	32-8%	30%	45-7%	30%	34-6%	30%	32-3%	30%	33-4%	30%	37-1%	30%	32-4%	30%	33-9%	30%	33-9%
Electrolux B	30%	124-0%	30%	43-6%	30%	49-8%	30%	0%	20%	43-7%	30%	50-4%	30%	46-5%	30%	40-2%	30%	71-6%	30%	278-6%	30%	113-9%	30%	113-9%	30%	113-9%
Ekelid	20%	311-5%	20%	31-0%	20%	26-1%	20%	38-2%	20%	33-3%	22%	92-1%	20%	33-0%	20%	38-2%	20%	38-3%	20%	56-8%	20%	66-4%	20%	66-4%	20%	66-4%
Fabrice	50%	27-3%	50%	34-1%	50%	40-1%	50%	-61-1%	50%	77-2%	50%	227-7%	50%	28-9%	50%	42-8%	50%	-555-6%	50%	32-4%	50%	30-5%	50%	-84-3%	50%	-84-3%
Getinge	30%	35-4%	30%	35-4%	30%	38-5%	30%	33-2%	30%	34-3%	30%	35-3%	30%	34-0%	30%	35-3%	30%	39-2%	30%	43-3%	30%	46-6%	30%	39-6%	30%	39-6%
Hennes & Mauritz	50%	0%	50%	88-5%	50%	88-5%	50%	83-8%	50%	80-8%	50%	85-4%	50%	84-1%	50%	99-4%	50%	93-2%	50%	91-7%	50%	80-8%	50%	89-4%	50%	89-4%
Hexagon	25-35%	29-1%	25-35%	33-3%	25-35%	34-6%	25-35%	7-2%	25-35%	25-4%	25-35%	15-5%	25-35%	49-5%	25-35%	20-2%	25-35%	27-7%	25-35%	29-8%	25-35%	30-2%	25-35%	31-2%	25-35%	31-2%
Infocision A	50%	31-8%	50%	45-6%	50%	45-6%	50%	21-3%	50%	12-4%	50%	28-2%	50%	27-4%	50%	35-5%	50%	27-7%	50%	30-2%	50%	29-8%	50%	30-6%	50%	30-6%
Infocision B	0%	0%	25-50%	28-4%	25-50%	23-6%	25-50%	0%	25-50%	61-0%	25-50%	30-7%	25-50%	49-5%	25-50%	86-7%	25-50%	84-3%	25-50%	94-0%	25-50%	114-3%	25-50%	114-3%	25-50%	114-3%
ICA Gruppen	40%	84-7%	40%	84-0%	40%	72-3%	40%	427-4%	40%	132-7%	40%	189-2%	40%	-363-6%	40%	317-3%	40%	0%	40%	16-1%	40%	75-8%	40%	42%	40%	93-2%
Indutrade	40%	49-5%	50%	50-0%	50%	50-1%	50%	50-2%	50%	50-4%	50%	50-0%	50%	50-1%	50%	50-0%	50%	49-0%	50%	48-0%	50%	48-0%	50%	48-0%	50%	48-0%
Intrum Justitia	50%	58-6%	50%	54-0%	50%	55-5%	50%	62-7%	50%	67-8%	50%	59-7%	50%	72-3%	50%	65-1%	50%	68-3%	50%	55-8%	50%	50-8%	50%	52-4%	50%	52-4%
IM	50%	26-8%	50%	27-4%	50%	30-1%	50%	0%	50%	58-8%	50%	28-4%	50%	63-4%	50%	52-0%	50%	57-7%	50%	51-4%	50%	46-8%	50%	52-8%	50%	52-8%
NCC B	50%	140-0%	50%	113-8%	50%	101-2%	50%	24-0%	50%	51-8%	50%	86-1%	50%	71-2%	50%	62-8%	50%	57-1%	50%	65-2%	50%	70-5%	50%	69-3%	50%	69-3%
NIBE Industri	25-30%	38-7%	25-30%	30-7%	25-30%	34-3%	25-30%	29-2%	25-30%	29-8%	25-30%	33-4%	25-30%	30-0%	25-30%	29-1%	25-30%	29-8%	25-30%	30-2%	25-30%	30-3%	25-30%	29-6%	25-30%	29-6%
Nesta	30%	31-8%	30%	45-6%	30%	45-6%	30%	39-9%	30%	0%	30%	71-7%	30%	0%	30%	0%	30%	-15-4%	30-60%	47-6%	30-60%	-1-04%	30%	-103-9%	30%	-103-9%
Nordia	40%	52-2%	40%	52-1%	40%	53-8%	40%	25-5%	40%	41-7%	40%	45-6%	40%	43-9%	40%	40-0%	40%	43-6%	40%	55-8%	40%	75-1%	40%	40%	40%	40%
Outline	50%	62-1%	50%	62-3%	50%	78-8%	50%	55-3%	50%	70-8%	50%	65-4%	50%	72-5%	50%	100-0%	50%	82-2%	50%	83-1%	50%	0%	50%	61-5%	50%	61-5%
Peak	50%	29-8%	50%	89-0%	50%	47-9%	50%	34-3%	50%	55-3%	50%	59-5%	50%	63-3%	50%	64-4%	50%	64-8%	50%	178-2%	50%	64-5%	50%	67-6%	50%	67-6%
Saab	20-40%	38-7%	20-40%	33-7%	20-40%	25-6%	20-40%	-75-8%	20-40%	35-8%	20-40%	11-6%	20-40%	88-2%	20-40%	30-4%	20-40%	30-4%	20-40%	64-5%	20-40%	43-7%	20-40%	49-7%	20-40%	49-7%
Sandvik	50%	54-6%	50%	50-4%	50%	52-3%	50%	50-0%	50%	-44-6%	50%	33-1%	50%	53-7%	50%	70-2%	50%	53-8%	50%	87-5%	50%	73-0%	50%	67-4%	50%	67-4%
SCA B	30%	601-6%	30%	51-6%	30%	43-3%	30%	44-1%	30%	54-6%	30%	159%	30%	50-8%	30%	538-0%	30%	63-7%	30%	60-1%	30%	55-8%	30%	53-9%	30%	53-9%
SEB A	40%	38-1%	40%	32-4%	40%	32-7%	40%	0%	40%	172-4%	40%	151-4%	40%	49-0%	40%	34-7%	40%	49-7%	40%	59-3%	40%	54-1%	40%	49-3%	40%	49-3%
Scanfakt	40-50%	47-1%	40-50%	133-0%	40-50%	215-3%	40-50%	40-50%	40-50%	51-7%	40-50%	198-2%	40-50%	52-5%	40-50%	80-4%	50%	59-1%	40-50%	52-8%	40-50%	59-1%	40-50%	59-1%	40-50%	59-1%
Scanlab	50%	70-1%	50%	59-8%	50%	84-4%	50%	80-8%	50%	84-5%	50%	78-7%	50%	174-8%	50%	22-8%	50%	86-7%	50%	68-4%	50%	68-4%	50%	72-1%	50%	72-1%
SEB B	50%	133-0%	50%	90-1%	50%	34-5%	50%	97-0%	50%	44-3%	50%	85-5%	50%	41-4%	50%	53-0%	50%	275-0%	50%	54-4%	50%	55-8%	50%	59-9%	50%	59-9%
SSAB A	50%	37-4%	50%	30-1%	50%	32-6%	50%	18-7%	50%	-32-4%	50%	143-8%	50%	116-3%	50%	41-5%	50%	2-0%	50%	0%	50%	0%	50%	431-5%	50%	431-5%
Swedish Match	40%	40-9%	40%	49-1%	40%	46-8%	40%	0%	40%	0%	40%	277-4%	40%	32-7%	40%	55-8%	40%	80-7%	40%	99-1%	40%	78-5%	40%	68-9%	40%	68-9%
Swedish Match	30-50%	37-4%	30-50%	30-8%	30-50%	44-8%	30-50%	48-1%	30-50%	38-6%	30-50%	351	30-50%	41-9%	30-50%	53-8%	30-50%	50-8%	30-50%	63-0%	30-50%	56-7%	30-50%	51-3%	30-50%	51-3%
Telia Sonera	30-50%	136-7%	30-50%	166-7%	30-50%	101-5%	30-50%	42-6%	30-50%	53-8%	30-50%	100-2%	30-50%	58-1%	30-50%	67-9%	30-50%	62-1%	30-50%	86-7%	30-50%	89-5%	30-50%	72-8%	30-50%	72-8%
Tieto Corporation	50%	48-6%	50%	38-6%	50%	-11-8%	50%	60-2%	50%	64-8%	50%	134-5%	50%	101-4%	50%	89-5%	50%	202-4%	50%	104-3%	50%	209-0%	50%	143-2%	50%	143-2%
Trafikverket	30-50%	42-4%	30-50%	72-4%	30-50%	71-1%	30-50%	0%	30-50%	29-4%	30-50%	40-8%	30-50%	-40-7%	30-50%	37-3%	30-50%	38-7%	30-50%	54-8%	30-50%	45-8%	30-50%	45-8%	30-50%	45-8%
								11/31		27-5%												5/40				12-5%
Mid cap	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Adtech	50%	50-4%	50%	54-5%	50%	55-9%	50%	41-7%	50%	75-7%	50%	55-6%	50%	59-6%	50%	54-5%	50%	54-8%	50%	53-8%	50%	51-0%	50%	54-7%	50%	54-7%
Avenio	50%	58-4%	50%	70-5%	50%	88-5%	50%	98-7%	50%	97-2%	50%	82-2%	50%	97-3%	50%	143-4%	50%	119-8%	50%	80-8%	50%	71-2%	50%	102-5%	50%	102-5%
Banco	30-70%	42-7%	30-70%	37-0%	30-70%	35-1%	30-70%	29-2%	30-70%	64-5%	30-70%	107-7%	30-70%	41-8%	30-70%	53-0%	30-70%	68-2%	30-70%	66-2%	30-70%	67-2%	30-70%	69-3%	30-70%	69-3%
Baxter Alms	30%	71-0%	30%	57-8%	30%	68-8%	30%	63-3%	30%	84-5%	30%	68-6%	30%	78-6%	30%	87-4%	30%	83-4%								

8.3 Bilaga 3 – OMX Stockholm, bolagens A- och B-aktier

AAK	AAK	SEK	SE0001493776	Consumer Goods	3500
ABB Ltd	ABB	SEK	CH0012221716	Industrials	2700
Alfa Laval	ALFA	SEK	SE0000695876	Industrials	2700
Autoliv SDB	ALIV SDB	SEK	SE0000382335	Consumer Goods	3300
Africa Oil	AOI	SEK	CA00829Q1019	Oil & Gas	500
ASSA ABLOY B	ASSA B	SEK	SE0000255648	Industrials	2300
Atlas Copco A	ATCO A	SEK	SE0006886750	Industrials	2700
Atlas Copco B	ATCO B	SEK	SE0006886768	Industrials	2700
Axfood	AXFO	SEK	SE0006993770	Consumer Services	5300
Axis	AXIS	SEK	SE0000672354	Technology	9500
AstraZeneca	AZN	SEK	GB0009895292	Health Care	4500
Fast. Balder B	BALD B	SEK	SE0000455057	Financials	8600
Fast. Balder pref	BALD PREF	SEK	SE0003949973	Financials	8600
Betsson B	BETS B	SEK	SE0005936911	Consumer Services	5700
BillerudKorsnäs	BILL	SEK	SE0000862997	Basic Materials	1700
Boliden	BOL	SEK	SE0000869646	Basic Materials	1700
Castellum	CAST	SEK	SE0000379190	Financials	8600
Com Hem Holding	COMH	SEK	SE0005999778	Telecommunications	6500
Elekta B	EKTA B	SEK	SE0000163628	Health Care	4500
Electrolux A	ELUX A	SEK	SE0000103806	Consumer Goods	3700
Electrolux B	ELUX B	SEK	SE0000103814	Consumer Goods	3700
EnQuest PLC	ENQ	SEK	GB00B635TG28	Oil & Gas	500
Ericsson A	ERIC A	SEK	SE0000108649	Technology	9500
Ericsson B	ERIC B	SEK	SE0000108656	Technology	9500
Fabege	FABG	SEK	SE0000950636	Financials	8600
Getinge B	GETI B	SEK	SE0000202624	Health Care	4500
Hexagon B	HEXA B	SEK	SE0000103699	Industrials	2700
Hennes & Mauritz B	HM B	SEK	SE0000106270	Consumer Services	5300
Holmen A	HOLM A	SEK	SE0000171506	Basic Materials	1700
Holmen B	HOLM B	SEK	SE0000109290	Basic Materials	1700
HEXPOL B	HPOL B	SEK	SE0007074281	Basic Materials	1300
Hufvudstaden A	HUFV A	SEK	SE0000170375	Financials	8600
Hufvudstaden C	HUFV C	SEK	SE0000170383	Financials	8600
Husqvarna A	HUSQ A	SEK	SE0001662222	Consumer Goods	3700
Husqvarna B	HUSQ B	SEK	SE0001662230	Consumer Goods	3700
ICA Gruppen	ICA	SEK	SE0000652216	Consumer Services	5300
Intrum Justitia	IJ	SEK	SE0000936478	Financials	8700
Indutrade	INDT	SEK	SE0001515552	Industrials	2700
Industrivärden A	INDU A	SEK	SE0000190126	Financials	8700
Industrivärden C	INDU C	SEK	SE0000107203	Financials	8700
Investor A	INVE A	SEK	SE0000107401	Financials	8700
Investor B	INVE B	SEK	SE0000107419	Financials	8700
JM	JM	SEK	SE0000806994	Financials	8600

Kinnevik A	KINV A	SEK	SE0000164600	Financials	8700
Kinnevik B	KINV B	SEK	SE0000164626	Financials	8700
Latour B	LATO B	SEK	SE0000106320	Financials	8700
Lifco B	LIFCO B	SEK	SE0006370730	Industrials	2700
Atrium Ljungberg B	LJGR B	SEK	SE0000191827	Financials	8600
Loomis B	LOOM B	SEK	SE0002683557	Industrials	2700
Lundin Mining Corporation SDB	LUMI SDB	SEK	SE0001134529	Basic Materials	1700
Lundbergföretagen B	LUND B	SEK	SE0000108847	Financials	8700
Lundin Petroleum	LUPE	SEK	SE0000825820	Oil & Gas	500
Meda A	MEDA A	SEK	SE0000221723	Health Care	4500
Melker Schörling	MELK	SEK	SE0001785270	Financials	8700
Millicom Int. Cellular SDB	MIC SDB	SEK	SE0001174970	Telecommunications	6500
Modern Times Group A	MTG A	SEK	SE0000412363	Consumer Services	5500
Modern Times Group B	MTG B	SEK	SE0000412371	Consumer Services	5500
NCC A	NCC A	SEK	SE0000118952	Industrials	2300
NCC B	NCC B	SEK	SE0000117970	Industrials	2300
Nordea Bank	NDA SEK	SEK	SE0000427361	Financials	8300
NIBE Industrier B	NIBE B	SEK	SE0000390296	Industrials	2300
Nobia	NOBI	SEK	SE0000949331	Consumer Goods	3700
Oriflame, SDB	ORI SDB	SEK	SE0001174889	Consumer Goods	3700
Peab B	PEAB B	SEK	SE0000106205	Industrials	2300
Ratos A	RATO A	SEK	SE0000191090	Financials	8700
Ratos B	RATO B	SEK	SE0000111940	Financials	8700
Ratos pref	RATO PREF	SEK	SE0005222841	Financials	8700
SAAB B	SAAB B	SEK	SE0000112385	Industrials	2700
Sandvik	SAND	SEK	SE0000667891	Industrials	2700
SCA A	SCA A	SEK	SE0000171886	Consumer Goods	3700
SCA B	SCA B	SEK	SE0000112724	Consumer Goods	3700
SEB A	SEB A	SEK	SE0000148884	Financials	8300
SEB C	SEB C	SEK	SE0000120784	Financials	8300
Securitas B	SECU B	SEK	SE0000163594	Industrials	2700
Sv. Handelsbanken A	SHB A	SEK	SE0007100599	Financials	8300
Sv. Handelsbanken B	SHB B	SEK	SE0007100607	Financials	8300
Skanska B	SKA B	SEK	SE0000113250	Industrials	2300
SKF A	SKF A	SEK	SE0000108201	Industrials	2700
SKF B	SKF B	SEK	SE0000108227	Industrials	2700
Swedish Orphan Biovitrum	SOBI	SEK	SE0000872095	Health Care	4500
SSAB A	SSAB A	SEK	SE0000171100	Basic Materials	1700
SSAB B	SSAB B	SEK	SE0000120669	Basic Materials	1700
Stora Enso A	STE A	SEK	FI0009007603	Basic Materials	1700
Stora Enso R	STE R	SEK	FI0009007611	Basic Materials	1700
Swedbank A	SWED A	SEK	SE0000242455	Financials	8300
Swedish Match	SWMA	SEK	SE0000310336	Consumer Goods	3700
Tele2 A	TEL2 A	SEK	SE0005190220	Telecommunications	6500
Tele2 B	TEL2 B	SEK	SE0005190238	Telecommunications	6500

Tieto Oyj	TIEN	SEK	FI0009000277	Technology	9500
TeliaSonera	TLSN	SEK	SE0000667925	Telecommunications	6500
Trelleborg B	TREL B	SEK	SE0000114837	Industrials	2700
Volvo A	VOLV A	SEK	SE0000115420	Industrials	2700
Volvo B	VOLV B	SEK	SE0000115446	Industrials	2700
Wallenstam B	WALL B	SEK	SE0000115008	Financials	8600
Active Biotech	ACTI	SEK	SE0001137985	Health Care	4500
Addtech B	ADDT B	SEK	SE0005568136	Industrials	2700
ÅF B	AF B	SEK	SE0005999836	Industrials	2700
Arcam	ARCM	SEK	SE0005676160	Industrials	2700
Avanza Bank Holding	AZA	SEK	SE0000170110	Financials	8700
Bactiguard Holding	BACTI B	SEK	SE0005878741	Health Care	4500
B&B TOOLS B	BBTO B	SEK	SE0000101362	Industrials	2700
Beijer Alma B	BEIA B	SEK	SE0000190134	Industrials	2700
Beijer Ref B	BEIJ B	SEK	SE0000112906	Industrials	2700
Bilia A	BILI A	SEK	SE0000102295	Consumer Services	5300
BioGaia B	BIOG B	SEK	SE0000470395	Health Care	4500
Byggmax Group	BMAX	SEK	SE0003303627	Consumer Services	5300
Bufab Holding	BUFAB	SEK	SE0005677135	Industrials	2700
Bure Equity	BURE	SEK	SE0000195810	Financials	8700
Catena	CATE	SEK	SE0001664707	Financials	8600
Cavotec	CCC	SEK	CH0136071542	Industrials	2700
Cloetta B	CLA B	SEK	SE0002626861	Consumer Goods	3500
Clas Ohlson B	CLAS B	SEK	SE0000584948	Consumer Services	5300
Concentric	COIC	SEK	SE0003950864	Industrials	2700
Corem Property Group	CORE	SEK	SE0002257402	Financials	8600
Corem Property Group Pref	CORE PREF	SEK	SE0003208792	Financials	8600
Creades A	CRED A	SEK	SE0004390516	Financials	8700
D. Carnegie & Co B	DCAR B	SEK	SE0005594728	Financials	8600
Diös Fastigheter	DIOS	SEK	SE0001634262	Financials	8600
Duni	DUNI	SEK	SE0000616716	Consumer Goods	3700
Dustin Group	DUST	SEK	SE0006625471	Consumer Services	5300
East Capital Explorer	ECEX	SEK	SE0002158568	Financials	8700
Eltel	ELTEL	SEK	SE0006509949	Industrials	2700
Eniro	ENRO	SEK	SE0000718017	Consumer Services	5500
Eniro pref	ENRO PREF	SEK	SE0004633956	Consumer Services	5500
Fagerhult	FAG	SEK	SE0005935558	Industrials	2300
Fingerprint Cards B	FING B	SEK	SE0000422107	Industrials	2700
Fenix Outdoor International B	FOI B	SEK	CH0242214887	Consumer Goods	3700
Fast Partner	FPAR	SEK	SE0000224446	Financials	8600
Fast Partner Pref	FPAR PREF	SEK	SE0005217320	Financials	8600
Gränges	GRNG	SEK	SE0006288015	Consumer Goods	3300
Gunnebo	GUNN	SEK	SE0000195570	Industrials	2700
HEBA B	HEBA B	SEK	SE0000236515	Financials	8600
Hemfosa Fastigheter	HEMF	SEK	SE0007126115	Financials	8600

Hemfosa Fastigheter Pref	HEMF PREF	SEK	SE0007126123	Financials	8600
HiQ International	HIQ	SEK	SE0006886727	Technology	9500
Haldex	HLDX	SEK	SE0000105199	Consumer Goods	3300
HMS Networks	HMS	SEK	SE0002136242	Technology	9500
Hoist Finance	HOFI	SEK	SE0006887063	Financials	8700
Industrial & Financial Syst. A	IFS A	SEK	SE0000189953	Technology	9500
Industrial & Financial Syst. B	IFS B	SEK	SE0000189946	Technology	9500
Inwido	INWI	SEK	SE0006220018	Industrials	2300
ITAB Shop Concept B	ITAB B	SEK	SE0005992567	Industrials	2700
KappAhl	KAHL	SEK	SE0001630880	Consumer Services	5300
Kungsleden	KLED	SEK	SE0000549412	Financials	8600
Klövern A	KLOV A	SEK	SE0006593901	Financials	8600
Klövern B	KLOV B	SEK	SE0006593919	Financials	8600
Klövern pref	KLOV PREF	SEK	SE0006593927	Financials	8600
Lagercrantz Group B	LAGR B	SEK	SE0000808396	Industrials	2700
Lindab International	LIAB	SEK	SE0001852419	Industrials	2300
Lucara Diamond Corp	LUC	SEK	CA54928Q1081	Basic Materials	1700
Lundin Gold	LUG	SEK	CA5503711080	Basic Materials	1700
Mekonomen	MEKO	SEK	SE0002110064	Consumer Goods	3300
Munksjö Oyj	MUNK1S	SEK	FI4000048418	Basic Materials	1700
Medivir B	MVIR B	SEK	SE0000273294	Health Care	4500
Mycronic	MYCR	SEK	SE0000375115	Industrials	2700
NetEnt B	NET B	SEK	SE0007074828	Consumer Services	5700
New Wave B	NEWA B	SEK	SE0000426546	Consumer Goods	3700
NGEx Resources	NGQ	SEK	CA65339B1004	Basic Materials	1700
Nederman Holding	NMAN	SEK	SE0002000083	Industrials	2300
Nordnet B	NN B	SEK	SE0000371296	Financials	8700
Nolato B	NOLA B	SEK	SE0000109811	Industrials	2700
NP3 Fastigheter	NP3	SEK	SE0006342333	Financials	8600
Oasmia Pharmaceutical	OASM	SEK	SE0000722365	Health Care	4500
OEM International B	OEM B	SEK	SE0005876968	Industrials	2700
Opus Group	OPUS	SEK	SE0001696683	Industrials	2700
Öresund	ORES	SEK	SE0000115610	Financials	8700
Orexo	ORX	SEK	SE0000736415	Health Care	4500
Platzter Fastigheter Holding B	PLAZ B	SEK	SE0004977692	Financials	8600
Proffice B	PROE B	SEK	SE0000470700	Industrials	2700
BlackPearl Resources SDB	PXXS SDB	SEK	SE0002060863	Oil & Gas	500
Qliro Group	QLRO	SEK	SE0003652163	Consumer Services	5300
Recipharm	RECI B	SEK	SE0005757267	Health Care	4500
Rezidor Hotel Group	REZT	SEK	SE0001857533	Consumer Services	5700
Sagax A	SAGA A	SEK	SE0004635878	Financials	8600
Sagax B	SAGA B	SEK	SE0005127818	Financials	8600
Sagax pref	SAGA PREF	SEK	SE0001629288	Financials	8600
SAS	SAS	SEK	SE0003366871	Consumer Services	5700
SAS PREF	SAS PREF	SEK	SE0005704053	Consumer Services	5700

Scandi Standard	SCST	SEK	SE0005999760	Consumer Goods	3500
SECTRA B	SECT B	SEK	SE0006168530	Health Care	4500
SkiStar B	SKIS B	SEK	SE0000241614	Consumer Services	5700
Semafo	SMF	SEK	CA8169221089	Basic Materials	1700
SWECO A	SWEC A	SEK	SE0000489080	Industrials	2300
SWECO B	SWEC B	SEK	SE0000489098	Industrials	2300
Swedol B	SWOL B	SEK	SE0001733841	Consumer Services	5300
Systemair	SYSR	SEK	SE0002133975	Industrials	2300
Tethys Oil	TETY	SEK	SE0001176298	Oil & Gas	500
Thule Group	THULE	SEK	SE0006422390	Consumer Goods	3700
Tobii	TOBII	SEK	SE0002591420	Technology	9500
Tribona	TRI	SEK	SE0005126885	Financials	8600
Transmode	TRMO	SEK	SE0001471103	Technology	9500
Troax Group	TROAX	SEK	SE0006732392	Industrials	2300
Transcom WorldWide	TWW	SEK	SE0006168316	Industrials	2700
Unibet Group	UNIB SDB	SEK	SE0001835588	Consumer Services	5700
VBG GROUP B	VBG B	SEK	SE0000115107	Consumer Goods	3300
Victoria Park A	VICP A	SEK	SE0002216713	Financials	8600
Victoria Park B	VICP B	SEK	SE0005932795	Financials	8600
Victoria Park Pref	VICP PREF	SEK	SE0005250487	Financials	8600
Vitrolife	VITR	SEK	SE0000816043	Health Care	4500
Vostok Nafta Investment, SDB	VNIL SDB	SEK	SE0005191475	Financials	8700
Wihlborgs Fastigheter	WIHL	SEK	SE0001413600	Financials	8600
Acando B	ACAN B	SEK	SE0000105116	Technology	9500
Aerocrine B	AERO B	SEK	SE0000434292	Health Care	4500
Allenex	ALNX	SEK	SE0000619181	Health Care	4500
Addnode Group B	ANOD B	SEK	SE0000472268	Technology	9500
Anoto Group	ANOT	SEK	SE0000547929	Technology	9500
Arise	ARISE	SEK	SE0002095604	Utilities	7500
Arctic Paper	ARP	SEK	PLARTPR00012	Basic Materials	1700
AllTele A	ATEL A	SEK	SE0001625534	Telecommunications	6500
Avega Group B	AVEG B	SEK	SE0002180539	Technology	9500
Black Earth Farming SDB	BEF SDB	SEK	SE0001882291	Consumer Goods	3500
BE Group	BEGR	SEK	SE0001852211	Basic Materials	1700
Beijer Electronics	BELE	SEK	SE0000671711	Industrials	2700
Besqab	BESQ	SEK	SE0005991411	Financials	8600
Biolnvent International	BINV	SEK	SE0000789711	Health Care	4500
Biotage	BIOT	SEK	SE0000454746	Health Care	4500
Bong	BONG	SEK	SE0000396061	Industrials	2700
Björn Borg	BORG	SEK	SE0006965240	Consumer Goods	3700
Boule Diagnostics	BOUL	SEK	SE0000437402	Health Care	4500
Bergs Timber B	BRG B	SEK	SE0000101297	Basic Materials	1700
BTS Group B	BTS B	SEK	SE0000805426	Industrials	2700
Bulten	BULTEN	SEK	SE0003849223	Consumer Goods	3300
Concordia Maritime B	CCOR B	SEK	SE0000102824	Industrials	2700

CellaVision	CEVI	SEK	SE0000683484	Health Care	4500
Consilium B	CONS B	SEK	SE0000236382	Industrials	2700
C-RAD B	CRAD B	SEK	SE0002016352	Health Care	4500
CTT Systems	CTT	SEK	SE0000418923	Industrials	2700
Cybercom Group	CYBE	SEK	SE0000702169	Technology	9500
Dedicare B	DEDI	SEK	SE0003909282	Health Care	4500
DGC One	DGC	SEK	SE0002571539	Telecommunications	6500
DORO	DORO	SEK	SE0000215493	Technology	9500
Duroc B	DURC B	SEK	SE0000331266	Industrials	2700
Elanders B	ELAN B	SEK	SE0000119299	Industrials	2700
Electra Gruppen	ELEC	SEK	SE0001572520	Consumer Services	5300
Elos B	ELOS B	SEK	SE0000120776	Health Care	4500
Endomines	ENDO	SEK	SE0001803131	Basic Materials	1700
Enea	ENEA	SEK	SE0006964508	Technology	9500
Eolus Vind B	EOLU B	SEK	SE0002109330	Oil & Gas	500
Episurf B	EPIS B	SEK	SE0003491562	Health Care	4500
Etrion	ETX	SEK	CA29786T1057	Utilities	7500
eWork Scandinavia	EWRK	SEK	SE0002402701	Industrials	2700
Feelgood Svenska	FEEL	SEK	SE0000381840	Health Care	4500
FormPipe Software	FPIP	SEK	SE0001338039	Technology	9500
G5 Entertainment	G5EN	SEK	SE0001824004	Technology	9500
Global Health Partner	GHP	SEK	SE0002579912	Health Care	4500
Geveko B	GVKO B	SEK	SE0000105264	Industrials	2300
Havsfrun Investment B	HAV B	SEK	SE0000312043	Financials	8700
Hemtex	HEMX	SEK	SE0000698268	Consumer Services	5300
I.A.R Systems Group	IAR B	SEK	SE0005851706	Technology	9500
Intellecta B	ICTA B	SEK	SE0000135287	Industrials	2700
Image Systems	IS	SEK	SE0006421871	Industrials	2700
KABE B	KABE B	SEK	SE0000107724	Consumer Goods	3700
Karo Bio	KARO	SEK	SE0000571416	Health Care	4500
Karolinska Development B	KDEV	SEK	SE0002190926	Health Care	4500
Knowit	KNOW	SEK	SE0000421273	Technology	9500
Lammhults Design Group B	LAMM B	SEK	SE0000386138	Consumer Goods	3700
Malmbergs Elektriska B	MEAB B	SEK	SE0000507659	Industrials	2700
Midway A	MIDW A	SEK	SE0000122657	Financials	8700
Midway B	MIDW B	SEK	SE0000122673	Financials	8700
Moberg Pharma	MOB	SEK	SE0003613090	Health Care	4500
MQ Holding	MQ	SEK	SE0003303460	Consumer Services	5300
Micro Systemation B	MSAB B	SEK	SE0000526626	Technology	9500
MSC Konsult B	MSC B	SEK	SE0000395105	Technology	9500
Midsona A	MSON A	SEK	SE0000565210	Consumer Goods	3700
Midsona B	MSON B	SEK	SE0000565228	Consumer Goods	3700
MultiQ International	MULQ	SEK	SE0000353898	Technology	9500
NAXS Nordic Access Buyout Fund	NAXS	SEK	SE0001965369	Financials	8700
Net Insight B	NETI B	SEK	SE0000366098	Technology	9500

Nordic Mines	NOMI	SEK	SE0001672809	Basic Materials	1700
NOTE	NOTE	SEK	SE0001161654	Industrials	2700
Novestra	NOVE	SEK	SE0005392529	Financials	8700
Nordic Service Partn. Holdings	NSP B	SEK	SE0000476954	Consumer Services	5700
NOVOTEK B	NTEK B	SEK	SE0000567752	Technology	9500
NeuroVive Pharmaceutical	NVP	SEK	SE0002575340	Health Care	4500
Odd Molly International	ODD	SEK	SE0002017657	Consumer Goods	3700
Oscar Properties Holding	OP	SEK	SE0005095601	Financials	8600
Oscar Properties Holding PREF	OP PREF B	SEK	SE0006992335	Financials	8600
Opcon	OPCO	SEK	SE0000426652	Consumer Goods	3300
Ortivirus A	ORTI A	SEK	SE0000188930	Health Care	4500
Ortivirus B	ORTI B	SEK	SE0000123085	Health Care	4500
Proact IT Group	PACT	SEK	SE0000412991	Technology	9500
PA Resources	PAR	SEK	SE0005126729	Oil & Gas	500
PartnerTech	PART	SEK	SE0000394165	Industrials	2700
Poolia B	POOL B	SEK	SE0000567539	Industrials	2700
Precise Biometrics	PREC	SEK	SE0001823303	Industrials	2700
Prevas B	PREV B	SEK	SE0000356008	Technology	9500
Pricer B	PRIC B	SEK	SE0000233934	Industrials	2700
Probi	PROB	SEK	SE0001280355	Health Care	4500
Profilgruppen B	PROF B	SEK	SE0000393860	Basic Materials	1700
RaySearch Laboratories B	RAY B	SEK	SE0000135485	Health Care	4500
Rejlers	REJL B	SEK	SE0000123671	Industrials	2700
RNB RETAIL AND BRANDS	RNBS	SEK	SE0005223674	Consumer Services	5300
Rottneros	RROS	SEK	SE0000112252	Basic Materials	1700
Seamless Distribution	SEAM	SEK	SE0000857369	Technology	9500
Semcon	SEMC	SEK	SE0000379497	Industrials	2700
Sensys Traffic	SENS	SEK	SE0000567729	Industrials	2700
Shelton Petroleum B	SHEL B	SEK	SE0000514572	Oil & Gas	500
SinterCast	SINT	SEK	SE0000950982	Industrials	2700
Softronic B	SOF B	SEK	SE0000323305	Technology	9500
Sportamore	SPOR	SEK	SE0004777241	Consumer Services	5300
Stockwik Förvaltning	STWK	SEK	SE0001159344	Technology	9500
Svedbergs B	SVED B	SEK	SE0000407991	Industrials	2300
Studsvik	SVIK	SEK	SE0000653230	Industrials	2700
Svolder A	SVOL A	SEK	SE0000205932	Financials	8700
Svolder B	SVOL B	SEK	SE0000205940	Financials	8700
Trigon Agri	TAGR	SEK	DK0060083566	Consumer Goods	3500
Traction B	TRAC B	SEK	SE0000391716	Financials	8700
TradeDoubler	TRAD	SEK	SE0001552357	Consumer Services	5500
Uniflex B	UFLX B	SEK	SE0001283607	Industrials	2700
Vitec Software Group B	VIT B	SEK	SE0000514630	Technology	9500
Venue Retail Group B	VRG B	SEK	SE0000396822	Consumer Services	5300
Viking Supply Ships B	VSSAB B	SEK	SE0000143521	Industrials	2700
XANO Industri B	XANO B	SEK	SE0000119224	Industrials	2700

