



LUNDS UNIVERSITET

Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 HP

HT 2014

Utdelningspolicy

En kvantitativ och kvalitativ studie om utdelningspolicyn bland
bolag inom fastighetssektorn

Författare:

Alexander Horvath

Freddie Jigmalm

Daniel Oredsson

Handledare:

Erling Green

Sammanfattning

Titel: Utdelningspolicy – En kvantitativ och kvalitativ studie om utdelningspolicyn bland bolag inom fastighetssektorn.

Seminariedatum: 2015-01-15.

Ämne/kurs: FEKH89, Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 HP.

Författare: Alexander Horvath, Freddie Jigmalm & Daniel Oredsson.

Handledare: Erling Green.

Nyckelord: Direktavkastning, utdelning, fastighetsbolag, utjämningsteorin, signaleringsteorin, multipel regression.

Syfte: Studien syftar till att undersöka vilka kvantitativa och kvalitativa faktorer som påverkar utdelningsnivån bland fastighetsbolag listade på Stockholmsbörsens Large- och Mid Cap-listor.

Metod: Uppsatsen utförs utifrån en deduktiv ansats och bygger dels på en kvantitativ studie där multipel regressionsanalys används som huvudverktyg, dels på en innehållsanalys där företagens årsredovisningar studeras samt på en kvalitativ studie där underlaget består av primärdata som inhämtats via intervjufrågor.

Teoretiska perspektiv: Ett flertal utdelningsbaserade teorier ligger till grund för studiens teoretiska perspektiv. De centrala är utjämningsteorin, irrelevante teorin, agentteorin och signaleringsteorin, som tillsammans med tidigare forskning används som grund för denna studie.

Empiri: Studien baseras på data från 15 företag inom fastighetssektorn som är registrerade på Stockholmsbörsens (OMX) Large Cap- och Mid Cap-listor under åren 2009 till 2013. Data har hämtats från företagens årsredovisningar och från databasen Thomson Reuters Datastream.

Resultat: Regressionsanalysen visar att förvaltningsresultat och tidigare års utdelning har en signifikant inverkan på fastighetsföretagens direktavkastning. Sambandet mellan direktavkastning och de oberoende variablerna företagsstorlek, belåningsgrad, kassaflöde, market to book, omsättningstillväxt samt nettomarginal går däremot inte att statistiskt säkerställa. Till följd av ett fåtal specifika omständigheter som det i studien redogörs för, går det heller inte att säkerställa sambandet mellan återköp och direktavkastning. Innehållsanalysen samt korrespondens med företagsrepresentanter visar att kvalitativa faktorer såsom mål, tillväxtstrategier, traditioner och löften gentemot aktieägarna har en stor betydelse vid fastighetsföretagens val av utdelningspolicy.

Abstract

Title: Dividend policy - A quantitative and qualitative study on the dividend policy among companies in the real estate sector.

Seminar Date: 2015-01-15.

Course: FEKH89, Business Administration: Bachelor Degree Project in Financial Management, Undergraduate Level, 15 University Credit Points.

Authors: Alexander Horvath, Freddie Jigmalm & Daniel Oredsson.

Advisor: Erling Green.

Key words: Dividend yield, dividends, real estate companies, smoothing theory, signaling theory, multiple regression.

Purpose: This study aims to investigate the quantitative and qualitative factors affecting the level of dividends among real estate companies listed on the Stockholm Stock Exchange Large and Mid Cap lists.

Methodology: The thesis has a deductive approach based on a quantitative study in which multiple regression analysis were used as the main tool and on a content analysis in which the companies' annual reports were studied, as well as on a qualitative study in which interview questions via e-mail were sent to and answered by some of the companies.

Theoretical perspectives: A number of dividend-based theories underlie the study's theoretical perspective. The most central is balancing theory, irrelevance theory, agent theory and signaling theory, which together with previous research is used as the basis for this study.

Empirical foundation: The study is based on data from 15 companies in the real estate sector, which is listed on the Stockholm Stock Exchange (OMX) Large Cap and Mid Cap lists during the years 2009 to 2013. The data is taken from annual reports and from the database Thomson Reuters Datastream.

Conclusions: The regression analysis shows that EPRA Earnings and the previous year's dividends have a significant impact on the real estate companies' dividend yields. The relationship between dividend yield and the independent variables, firm size, loan to value ratio, cash flow, market to book, revenue growth and net margin, however, are not statistically significant. Due to a few specific circumstances, which are described in the study, nor is it possible to ensure the link between repurchases and dividend yield. The content analysis and correspondence with company representatives indicate that qualitative factors such as goals, growth strategies, traditions and promises to shareholders have a major impact on the real estate companies' choice of dividend policy.

Nyckelbegrepp

Beroende variabel:	Den variabel som påverkas och är beroende av en uppsättning oberoende variabler.
Direktavkastning:	Utdelade kronor per aktie i förhållande till genomsnittlig aktiekurs. Genomsnittlig aktiekurs beräknas genom att de slutkurser som noteras vid varje månads sista handelsdag summeras och sedan divideras med 12.
Förvaltningsresultat:	Redovisat resultat med återläggning av värdeförändringar och skatt.
Multipel regression:	En statistisk metod som används för att undersöka huruvida ett antal oberoende variabler gemensamt och enskilt påverkar en beroende variabel.
Oberoende variabel:	Den uppsättning variabler som i regressionen testas för huruvida de kan förklara den beroende variabeln d.v.s. direktavkastningen.
Paneldata:	Innehåller både tidsseriedata och tvärsnittsdata. Används för att mäta ett visst urval av enheter över en viss tidsperiod.
Signaleffekt:	När ett företag justerar direktavkastningen ger det signaler om den finansiella ställningen och kan även ge indikationer om bolagets prestation i framtiden.

Innehållsförteckning

1. Inledning	6
1.1 Bakgrund	6
1.2 Problemdiskussion	7
1.3 Problemformulering	9
1.4 Syfte	9
1.5 Avgränsningar	9
1.6 Målgrupp	9
1.7 Disposition	10
2. Teoretisk referensram	11
2.1 Grundläggande utdelningsteori	11
2.1.1 Utjämnings teorin och <i>Tidigare utdelning</i>	11
2.1.2 Irrelevansteorin	12
2.1.3 Agentteorin	13
2.1.4 Signalerings teorin	14
2.1.5 Klienteffekten	14
2.2 Teorier om de oberoende variablerna	15
2.2.1 <i>Företagsstorlek, lönsamhet och tillväxt</i>	15
2.2.2 <i>Kassaflöde</i>	16
2.2.3 <i>Belåningsgrad</i>	17
2.2.4 <i>Aktieåterköp</i>	17
2.2.5 <i>Tidigare utdelning</i>	18
2.3 Sammanställning av hypoteser	19
3. Metod	20
3.1 Forskningsansats	20
3.2 Arbetsgång och datainsamling	20
3.2.1 <i>Kvantitativ metod</i>	21
3.2.2 <i>Kvalitativ metod</i>	21
3.2.3 <i>Val av undersökningsobjekt</i>	21
3.2.4 <i>Val av tidsperiod</i>	22
3.3 Mätenheter för regressionsanalys	22
3.3.1 Beroende variabel – <i>Direktavkastning</i>	22
3.3.2 Oberoende variabler	23
3.3.3 <i>Företagsstorlek</i>	23
3.3.4 <i>Lönsamhet</i>	23
3.3.5 <i>Tillväxt</i>	23
3.3.6 <i>Kassaflöde</i>	24
3.3.7 <i>Belåningsgrad</i>	24
3.3.8 <i>Aktieåterköp</i>	24
3.3.9 <i>Tidigare utdelning</i>	25
3.4 Statistisk undersökningsmetodik	25
3.4.1 Regressionsmodellen	25
3.4.2 <i>Paneldata</i>	25
3.4.3 <i>Test inför regressionen</i>	26
3.4.4 <i>Random Effects-modellen</i>	26
3.4.5 <i>OLS-antaganden</i>	26
3.4.6 <i>Justering av extremvärden och exkludering av bolag</i>	27
3.4.7 <i>Föregående års direktavkastning</i>	27
3.4.8 <i>Noll- och mothypoteser</i>	28
3.5 Metodkritik	28
3.5.1 <i>Reliabilitet</i>	28
3.5.2 <i>Validitet</i>	28
3.5.3 <i>Val av bransch, antal företag och tidsperiod</i>	29

3.5.4 Direktavkastning som beroende variabel	29
3.5.5 Objektivitet.....	30
4. Resultat och analys	31
4.1 Regressionsanalys – Paneldata.....	31
4.1.1 Resultat från regressionsanalyser.....	32
4.1.2 Val av regression för vidare analys.....	33
4.2 Analys av enskilda variabler	34
4.2.1 Företagsstorlek	34
4.2.2 Lönsamhet.....	35
4.2.3 Tillväxt	36
4.2.4 Kassaflöde.....	36
4.2.5 Belåningsgrad.....	37
4.2.6 Aktieåterköp	38
4.2.7 Tidigare års utdelning	39
4.2.8 Signifikanta variabler.....	40
4.3 Innehållsanalys.....	41
4.3.1 Finansiella mål.....	41
4.3.2 Fastighetsföretagens utdelningspolicy	42
4.3.3 Återköp	48
4.4 Utdelningsrelaterade förhållningssätt bland fastighetsbolag	49
5. Slutsatser.....	56
5.1 Förslag till vidare studier	58
Källförteckning	60
Bilaga 1 Fastighetsföretag som ingår i studien.....	64
Bilaga 2 Bolagens utdelningspolicy och tillväxt	65
Bilaga 3 Intervjufrågor och svar	71
Bilaga 4 Korrelationsmatriser	77
Bilaga 5 Likelihood och Hausman.....	78
Bilaga 6 Histogram och Jarque-Bera	80
Bilaga 7 Regression, alla bolag.....	81
Bilaga 8 Regression, alla bolag (winsorizing).....	82
Bilaga 9 Regression, utan Balder och Victoria Park (winsorizing).....	83

1. Inledning

I inledningskapitlet redogörs för bakgrunden till ämnesområdet, vilket lägger grunden för problemdiskussionen som i sin tur utmynnar i en problemformulering. Vidare förklaras syftet med arbetet och vilka avgränsningar som görs.

1.1 Bakgrund

Vanligtvis delar lönsamma aktiebolag ut en del av vinsten till sina aktieägare. Under åren mellan 2009 och 2013 lämnade 13 av de i denna studie 15 undersökta fastighetsbolagen utdelning (se bilaga 1 för företagslista). Inför varje årsstämma lämnar styrelsen förslag på utdelningens storlek. Förslaget och sedermera årsstämans beslut är viktigt, dels för att det påverkar företagets kapitalstruktur och investeringsmöjligheter, dels eftersom det kan påverka investerarens vilja att behålla eller köpa aktier i bolaget. I en undersökning utförd av Aktiespararna (2011) uppger knappt 12 procent att utdelningar betyder en hel del för privatekonomin. 49 procent anger att utdelningar ger lite guldkant på tillvaron. För 34 procent har utdelningar ingen större betydelse för privatekonomin. Om ett fastighetsbolag delar ut en stor andel av vinsten riskerar företaget att gå miste om att kunna utföra såväl nödvändiga som värdeskapande investeringar i befintliga och nya fastigheter. Om bolaget däremot delar ut en liten andel eller ändrar utdelningspolicy utan att de bibehållna medlen används till värdeskapande investeringar riskerar bolagsledningen vid nästkommande bolagsstämma att inte få förnyat förtroende av besvikna aktieägare.

Fama och French (2001) finner i sin studie att gemensamma nämnare för många av de bolag som ger utdelningar är att de är stora och lönsamma och har få investeringsmöjligheter. Med i synnerhet det sistnämnda i beaktande ger vi nedan en kort beskrivning av den svenska fastighetsmarknaden och vilka investeringsmöjligheter den kan inbjuda till.

Enligt Boverkets senaste bostadsmarknadsenkät (Boverket 2014) anger över hälften av Sveriges 290 kommuner att de har underskott på bostäder i kommunen som helhet. De flesta kommuner inom storstadsregionerna uppger att det finns ett underskott på samtliga delar av bostadsmarknaden. Efterfrågan på små bostäder, bostäder för äldre samt studentbostäder är stor och bristen beskrivs som ett hot mot regionernas utveckling. Enligt Boverkets senaste indikationer (2014b) ökar dock bostadsbyggandet av flerbostadshus, småhus och studentbostäder betydligt såväl inom som utom storstadsregionerna.

Enligt fastighetskonsultföretaget NAI Svefa (2014) har transaktionsvolymen av såväl bostadshyreshus som samhällsfastigheter ökat under den senaste femårsperioden och det är framförallt de privata aktörerna som varit aktiva. Trots svag tillväxt är utvecklingen på svensk fastighetsmarknad stark och den breda efterfrågan tillsammans med mer kapital, förbättrade finansieringsmöjligheter och förmånliga

räntor innebär att transaktionsvolymen under 2014 ligger på nivåer motsvarande den vid en fastighetshögkonjunktur. Bostadsfastigheter som har stått för den största andelen av transaktionsvolymen under några år minskar i andel, delvis på grund av det knappa utbudet, medan omsättningsvolymerna inom handel, samhällsfastigheter och hotell ökar. Transaktioner vad avser industri- och logistikfastigheter minskar något vilket kan vara en indikation på att den tröga återhämtningen i världsekonomin påverkar riskbedömningen och efterfrågan på framför allt tillverkningsindustrins lokaler. På den övriga lokalhyresmarknaden är efterfrågan god och i samtliga storstadsmarknader sker stora investeringar såväl i nyproduktion som i ombyggnation (NAI Svefa 2014).

Bristen på bostäder i storstäderna medför att bostadsfastigheter anses vara en mycket säker investering, då vakansrisken i kommuner med befolkningstillväxt är låg och bostadsdominerade hyreshus har varit mycket attraktiva investeringsobjekt under de senaste åren. Enligt NAI Svefa har totalavkastningen för bostäder under perioden 1993-2013 varit positiv under alla enskilda år, förutom 2008. Totalavkastningen har under den senaste 10-årsperioden i genomsnitt uppgått till 9,3 procent per år (NAI Svefa 2014).

När det finns goda tillväxtmöjligheter och när bostadsfastigheter i svenska storstadsregioner kan generera en totalavkastning på i genomsnitt 9,3 procent under en tid då världsmarknaden drabbats av finansiella kriser och tillväxten generellt sett är svag, varför väljer då majoriteten av de fastighetsbolag som varit noterade på Stockholmsbörsens Large- och Mid Cap-listor under perioden 2009-2013 att göra utdelningar istället för att återinvestera en större andel i verksamheten och på så sätt uppnå högre tillväxt och framtida vinster?

1.2 Problemdiskussion

En del av förklaringen till den avslutande frågan i bakgrundsavsnittet går möjligtvis att finna i några av de utdelningsrelaterade teorier som byggts upp alltsedan John Lintner presenterade sin utjämnings teori och Miller och Modigliani redogjorde för sin irrelevansteori.

John Lintner (1956) fann att mogna företag med stabila vinster tenderar att dela ut en hög andel av sin vinst. Lintners utjämnings teori innebär att företagen är försiktiga med att kortsiktigt förändra utdelningsnivån och jämnar hellre ut utdelningarna så att de följer de långsiktiga vinstnivåerna. Förutom tidigare års utdelningsnivå kom Lintner fram till att faktorer som tillväxt- och investeringsmöjligheter, kapitalbehov och kassaflöden från den löpande verksamheten påverkar företagets val av utdelningspolicy.

Fischer Black (1976) skriver i sin artikel att utdelningar används som en kontrollmekanism av aktieägarna för att reducera de agentkostnader som kan uppstå

då en företagsledning, efter att nödvändiga investeringar och betalningar gjorts, får för mycket kapital att röra sig med. Black (1976) berörde även det faktum att utdelningar kan ge signaler om ett företags finansiella situation och framtidsutsikter. På detta tema menar Jain, Shekhar och Toreby (2002) att en utdelningsökning dels kan tolkas som att företaget inte har tillräckligt bra investeringsalternativ, dels som att företagets nuvarande och framtida investeringar förväntas leda till så pass hög avkastning att företaget har möjlighet att höja utdelningen. Beiner (2001) skriver att ett företag som sänker sin utdelning och därmed inte står fast vid sin vanliga utdelningsnivå kan ge marknaden signaler om att bolaget de kommande åren inte längre kommer kunna generera stabila intäkter.

Frankfurter och Lane (1992) menar att informationsasymmetrier mellan aktieägare och beslutsfattare bidrar till att utdelningar betalas. Utdelningar har blivit en tradition och ledningen tar beslut om att betala utdelning i hopp och tro om att detta ska öka aktiernas attraktivitet.

Enligt Miller och Modiglianis (1961) irrelevansteorem är det endast investeringsbeslut som bidrar till värdeskapande för ett företag och dess aktieägare. Företagets utdelningspolicy bör därför vara underordnad dess investeringspolicy. De menar att investerare kan motverka ett företags utdelningspolicy och skapa den utdelning de själva eftersträvar genom att sälja några av sina aktier eller köpa nya aktier för den utdelning de mottar. Miller och Modiglianis syn på utdelningar har bidragit till att frågan är omstridd och att det debatteras om varför företag väljer att dela ut en viss andel av vinsten. Shefrin och Statman (1984) framhåller att investerare har olika preferenser och värderar utdelning olika. Placeringar i lönsamma företag som delar ut en del av vinsten framstår ofta som trygga och mindre riskfyllda och Lintners (1956) undersökning tyder på att investerare generellt premierar företag med stabila eller stadigt ökande utdelningar.

En stor del av de utdelningsrelaterade teorierna bygger på undersökningar utförda på den amerikanska marknaden. Dessa studier behandlar inte olika branscher separat utan är mer generella till sin karaktär. I studierna undersöks huruvida det finns något samband mellan utdelningsnivån och faktorer som företagsstorlek, lönsamhet, tillväxt, kassaflöde, kapitalstruktur, aktieåterköp och tidigare års utdelning. Resultaten varierar. På den svenska marknaden finner Johansson och Ladan (2014) att lönsamhet, ägarkoncentration och finanskriser har en inverkan på utdelningsnivån medan sambandet mellan kassaflöde, företagsstorlek, skuldsättningsgrad, aktieåterköp och utdelningsnivån inte statistiskt går att säkerställa.

I detta arbete relateras utdelningsfrågan till den svenska fastighetsmarknaden – en marknad inom vilken fastighetsbolag historiskt erhållit en god totalavkastning och som även framgent tycks erbjuda goda investeringsmöjligheter. En sådan utdelningsrelaterad studie med koppling till fastighetssektorn har enligt vår kännedom tidigare inte utförts och vår förhoppning är därmed att kunna tillföra en intressant

infallsvinkel vad gäller utdelningsproblematiken. Med inspiration från tidigare forskning undersöks det kvantitativa sambandet mellan de i föregående stycke nämnda faktorerna och fastighetsföretagens direktavkastning. Dessutom görs en innehållsanalys av företagens årsredovisningar samt en intervjubaserad studie för att få en djupare förståelse för företagens utdelningspolicy.

1.3 Problemformulering

Med hänsyn till ovanstående bakgrundsavsnitt och problemdiskussion formuleras följande två forskningsfrågor:

- Vilka kvantitativa variabler förklarar direktavkastningen bland fastighetsföretag noterade på Stockholmsbörsens Large Cap- och Mid Cap-listor?
- Vilka kvalitativa variabler förklarar utdelningspolicyn bland fastighetsföretag noterade på Stockholmsbörsens Large Cap- och Mid Cap-listor?

1.4 Syfte

Syftet med denna kandidatuppsats är att med hjälp av ett antal befintliga teorier inom området utdelningspolicy undersöka vilka kvantitativa och kvalitativa faktorer som påverkar direktavkastningen respektive utdelningspolicyn bland fastighetsbolag listade på Stockholmsbörsens Large- och Mid Cap-listor.

1.5 Avgränsningar

Uppsatsens kvantitativa data härrör från åren 2008 – 2013 och studien omfattar endast de fastighetsföretag som varit noterade på Stockholmsbörsens Large Cap- och Mid Cap-listor mellan åren 2009 och 2013. Catena exkluderas eftersom bolaget under tidsperioden genomgått allt för stora förändringar för att tas med i denna analys.

I den kvantitativa studien undersöks om det finns något samband mellan företagens ordinarie utdelning och bolagens storlek, lönsamhet, tillväxt, kassaflöde, kapitalstruktur, återköp och tidigare års utdelning. Eventuella inlösenerbjudanden och extrautdelningar beaktas inte medan preferensaktieutdelning endast behandlas i intervjudelen.

1.6 Målgrupp

Uppsatsen riktar sig till studenter och forskare inom områdena finansiering och fastighetsekonomi samt till aktörer verksamma inom fastighets- och finansbranschen.

1.7 Disposition

Kapitel 2 – Teoretisk referensram: I detta kapitel presenteras grundläggande utdelningsteori och teorier hänförliga till de oberoende variablerna. Med utgångspunkt i dessa teorier formuleras den kvantitativa studiens hypoteser.

Kapitel 3 – Metod: I kapitlet redogörs för tillämpade forskningsmetoder, val av undersökningsobjekt och tidsperiod, mätenheter för regressionsanalys, statistisk undersökningsmetodik samt metodkritik.

Kapitel 4 – Resultat och analys: I kapitel 4 presenteras och analyseras resultaten från den statistiska undersökningen, innehållsanalysen samt intervjustudien.

Kapitel 5 – Slutsats: Detta kapitel konkretiserar studiens resultat. Kapitlet innehåller även författarnas egna reflektioner samt förslag till vidare forskning.

2. Teoretisk referensram

Det här kapitlet inleds med en redogörelse för de grundläggande utdelningsteorier som är relevanta för denna studie. Därefter redovisas teorier med koppling till de variabler som förväntas påverka bolagens direktavkastning. Kapitlet avslutas med en sammanställning över hypoteser vilka inkluderar förväntat samband mellan respektive oberoende variabel och företagets direktavkastning.

2.1 Grundläggande utdelningsteori

I 18 kap 1 § Aktiebolagslagen (SFS 2005:551) anges att beslut om utdelning fattas av bolagsstämman som har att ta ställning till det förslag styrelsen lämnar. Allt fritt eget kapital kan delas ut till aktieägarna och i Sverige sker den ordinarie utdelningen vanligtvis en gång om året. Beslut om utdelningens storlek är en avvägning mellan hur mycket av den ansamlade vinsten som ska återinvesteras och hur mycket som ska utbetalas till ägarna. Eftersom företag betalar vinstskatt och delägare med vanlig aktiedepå betalar skatt på utdelningen drabbas dessa aktieägare av dubbelbeskattning. Ur skattemässig synpunkt kan aktieägare därför finna det fördelaktigt att fritt eget kapital återinvesteras istället för att delas ut. Black (1976) menar att eftersom aktieägare tvingas skatta för kapital som hade kunnat investeras i företaget utan att beskattning hade skett går ägarna miste om framtida vinst hänförlig till det beskattade beloppet om de väljer att återinvestera nettoutdelningen.

Alltsedan John Lintner (1956) presenterade sin utjämningssteori och Miller och Modigliani (1961) redogjorde för sin irrelevansteori, har det gjorts många studier kring varför företag lämnar utdelning och vilka faktorer som påverkar utdelningens storlek. Nedan presenteras den grundläggande utdelningsteori som är relevant för detta arbete. I anslutning till texten om utjämningssteorin inkluderas även den oberoende variabeln *tidigare utdelning* då denna variabel grundar sig på liknande teoretiskt resonemang.

2.1.1 Utjämningssteorin och *Tidigare utdelning*

John Lintner (1956) finner i sin intervjubaserade undersökning i mitten av 1950-talet att företag som befinner sig i mognadsfasen och har stabila vinster tenderar att dela ut en hög andel av sin vinst. Lintner ser ett starkt samband mellan den för året aktuella utdelningen och utdelningen året innan. Undersökningen resulterade i utjämningssteorin vilken innebär att företagen försöker jämna ut utdelningarna så att de följer de långsiktiga vinstnivåerna. Lintner menar att företag har en långsiktig syn på utdelningsnivån och att bolag med vinster som varierar från år till år ogärna ändrar utdelningen i enlighet med vinsternas variation. Bolagen tenderar att vara försiktiga med att kortsiktigt höja utdelningen till en nivå som gör att de sedan behöver justera ner den igen. Utdelningen bör enligt Lintner endast öka om ledningen vet att de kan bibehålla den höga nivån över tid. Förfarandet hänger enligt Deshmukh (2003) ihop

med att företag inte vill ge fel signaler till marknaden om de tvingas sänka utdelningen. På lång sikt tenderar dock högre vinster att leda till högre utdelning (Deshmukh 2003).

Renneboog och Trojanowski (2005) menar i likhet med ovanstående författare att beslutsfattare för att inte tvingas sänka utdelningen i framtiden tycks vara försiktiga med att höja utdelningen i proportion till resultatutvecklingen i perioder av tillfälligt hög vinststillväxt. I Lipsons, Maqueiras och Megginsons (1998) studie visar det sig också att ledningen undviker att göra förändringar i utdelningen om de är osäkra på huruvida en ökad intäktsnivå är hållbar eller bara av tillfällig karaktär. Lintner anser att denna utdelningspolicy är optimal och menar att aktieägare föredrar små ökningar av utdelningen för varje utdelningsperiod.

Förutom tidigare års utdelningsnivå kommer Lintner fram till att faktorer som företagsstorlek, årets vinst, tillväxt- och investeringsmöjligheter, kapitalbehov och kassaflöden från den löpande verksamheten påverkar företagets val av utdelningspolicy.

Företag kan även välja att ha en s.k. residual utdelningspolicy vilket innebär att utdelningen endast görs efter att tillgängliga investeringar har finansierats. Eftersom utdelningsnivån beror på hur många investeringsalternativ företaget har och genomför, kan det skapa en instabil utdelningsnivå över tid (Patel 2013). Enligt Baker (2009) föredrar därför ledningen i bolag att hålla en jämn utdelningsnivå framför att dela ut den residual från kassaflödet som är kvar efter gjorda investeringar.

2.1.2 Irrelevante teorin

Miller och Modigliani (1961) hävdar att det enda som skapar företagsvärde är de investeringar företagen gör och att utdelningsnivån därmed är irrelevant för aktieägarna eftersom utdelningspolicyn inte påverkar företagets värde. Utdelningspolicyn skall därför vara underordnad investeringspolicyn och investeringar med positiva nettonu värden bör alltid prioriteras framför utdelningar. De menar att investerare kan motverka ett företags utdelningspolicy och skapa den utdelning de själva eftersträvar genom att sälja några av sina aktier eller köpa nya aktier för den utdelning de mottar.

Mycket forskning har gjorts för att testa om Miller och Modiglianis teori stämmer och det råder delade meningar kring detta. Black och Scholes (1973) finner i sin artikel inte något positivt samband mellan utdelning och aktieavkastning och ger därmed stöd åt irrelevante teorin. Shefrin och Statman (1984) menar till skillnad från Miller och Modigliani att utdelning och försäljning av aktier inte är perfekta substitut och att aktieägare med olika preferenser värderar utdelningar olika. En del investerare föredrar att få en årlig utdelning eftersom de då slipper arbetet och beslutsvandan som kan uppstå vid försäljning av aktier. Även psykologiska faktorer och graden av

riskaversion påverkar synen på utdelning (Shefrin & Statman 1984). När Baker och Powell (1999) frågar finansdirektörer hur de ser på sambandet mellan utdelningsnivå och aktievärdet är uppfattningen att det finns ett positivt samband. Baker, Powell och Veits (2002) studie tyder på att utdelningspolicyn är relevant för ett företags värde eftersom det exempelvis minskar överinvesteringsproblem.

Det är viktigt att poängtera att Miller och Modigliani förutsätter att investerarna är rationella på en perfekt marknad där utdelningar och kapitalvinster beskattas likvärdigt och inga transaktionskostnader, informationsasymmetrier eller intressekonflikter förekommer. Av denna anledning menar Ball, Brown, Finn och Officer (1979) att det är svårt att göra tester på irrelevante teorin eftersom det förekommer imperfektioner på kapitalmarknaden.

2.1.3 Agentteorin

När företagets kontroll och ledning är separerat från dess ägande finns det risk att ledningens incitament att arbeta i aktieägarnas intressen inte är tillräckligt starka. Det är därför viktigt att utforma ledningens beslutsfattande så att det på bästa möjliga sätt gynnar både ledningen själva och aktieägarna. Detta för att minimera risken för principal-agent-problem (Berk & Demarzo 2014). Personer i ledande positioner fungerar som "agenter" för företaget och tar över beslutsfattandet i vissa frågor. När ledningen inte agerar utifrån ägarnas intressen och mål uppstår agentkostnader (Jensen & Meckling 1976).

Easterbrook (1984) visar att utdelning minskar agentkostnader eftersom det medför att andelen fritt kassaflöde som ledningen har att disponera reduceras. För att finansiera investeringar får företagsledningen därför låna pengar av banker eller andra finansörer, vilka har ett intresse i att övervaka ledningen. Detta medför lägre övervakningskostnader för aktieägarna och minskad risk för att ledningen gör olönsamma investeringar. Även Black (1976), Rozeff (1982) och Jensen (1986) drar liknande slutsatser. Jensen (1986) menar att när ersättningar är kopplade till ledningens förmåga att öka företagets storlek finns risk för att de ledande beslutsfattarna investerar i sådant som inte är ekonomiskt mest lönsamt. Reduktion av fritt eget kapital genom utdelning medför därför minskad risk för att ledningen överinvesterar och därmed minskar aktieägarnas agentkostnader.

Agentteoretikernas resonemang tyder på att utdelningspolicyn har en relevant inverkan på ett företags värde. Agentteorin behandlar dock inte det faktum att ju mer främmande kapital som finansierar verksamheten desto större blir risken. Vid hög belåningsgrad finns därför risk att potentiella aktieägare avstår från att investera i bolaget.

2.1.4 Signaleringsteorin

Signaleringsteorin bygger på att företag genom sin utdelningspolicy kan ge information och indikationer om företagets finansiella situation och framtida intäkter (Black 1976). Enligt Miller och Modigliani (1961) är utdelningsnivån en form av informationsbärare på så sätt att information om företagets framtida intäkter görs tillgänglig via utdelningen. Bhattacharya (1979) menar att marknaden är imperfekt och eftersom företagsledningen har mer information om kassaflöden än de utanför företaget måste ledningen förmedla denna information genom utdelningen och därmed skicka en signal om företagets framtidsutsikter vad gäller resultat och kassaflöden. Även Frankfurter och Lane (1992) hävdar att informationsasymmetrier mellan aktieägare och beslutsfattare bidrar till att utdelningar betalas. De menar att utdelningar har blivit en tradition och ledningen tar beslut om att betala utdelning i hopp och tro om att detta ska öka aktiernas attraktivitet. Jain, Shekhar och Toreby (2002) menar att en utdelningsökning dels kan tolkas som att företaget inte har tillräckligt bra investeringsalternativ, dels som att företagets nuvarande och framtida investeringar förväntas generera så pass hög avkastning att företaget har möjlighet att höja utdelningen. Kalay (1980) menar att ledningen i företag strävar efter att ha en stabil utdelningspolitik då sänkt utdelning ger en negativ signaleffekt till investerare om företagets framtida lönsamhet. Beiner (2001) skriver att ett företag som sänker sin utdelning och därmed inte står fast vid sin vanliga utdelningsnivå kan ge marknaden signaler om att bolaget de kommande åren inte längre kommer kunna generera stabila intäkter.

En sänkning av utdelningsnivån behöver inte alltid vara negativ eftersom det i vissa branscher under en viss tidpunkt kan finnas investeringsmöjligheter som företag vill placera kapital i för att få en högre avkastning på kort och lång sikt (Bhattacharya 1979). Allen och Michaely (2002) kritiserar utdelning som signaleringsmetod eftersom det finns billigare alternativ som exempelvis aktieåterköp. Även Majluf och Myers (1984) hävdar att utdelning är en dyr signaleringsmetod eftersom företag ofta har olika investeringsalternativ som borde prioriteras framför utdelning. De menar dock att eftersom olönsamma företag sällan ger hög utdelning är signalen vid utdelningar svår att imitera och därför uppvisar företag med hög utdelningsnivå ofta även god lönsamhet.

2.1.5 Klienteleffekten

Trots att Miller och Modigliani (1961) i sin irrelevante teori exkluderar förekomsten av transaktionskostnader, berör de även det faktum att sådana kostnader samt olika skattesituationer kan ha en inverkan på vilka aktier olika investerare väljer att placera i. Genom att anpassa sin utdelningspolicy kan företag attrahera olika typer av investerare. Detta förhållande benämns klienteleffekten. Lie och Lie (1999) ser tendenser till att höginkomsttagare med en stor skattebörda i större utsträckning än de med lägre inkomster, har preferenser för aktiebolag som ger låg utdelning. Graham och Kumars (2006) studie tyder på att faktorer som ålder, inkomst och arbetssituation

påverkar investerarnas utdelningspreferenser. Äldre personer verkar ha ett större intresse av att motta utdelningar än de som är yngre och arbetar. Allen, Bernardo och Welch (2000) nämner att pensionärer gärna investerar i aktiebolag som ger en hög och stabil utdelning eftersom denna grupp av investerare tenderar att äga aktierna under lång tid och ofta använder en del av utdelningen till konsumtion. Allen, Bernardo och Welch (2000) finner också att institutionella investerare i exempelvis USA har skattefördelar vid utdelningar och därmed föredrar att investera i företag som ger utdelning. Alkeback (1997) fick genom enkätsvar från verkställande direktörer i företag listade på Stockholmsbörsen bekräftat att företag betalar utdelning dels för att ge signaler om framtida lönsamhet men även för att tillfredsställa aktieägarna.

2.2 Teorier om de oberoende variablerna

2.2.1 Företagsstorlek, lönsamhet och tillväxt

John Lintner (1956) ser i sin undersökning ett positivt samband mellan hög utdelning och företag som är stora, har hög lönsamhet och få investeringsmöjligheter.

Även Fama och French (2001), vars studie omfattar bolag på den amerikanska marknaden under tidsperioden 1926-1999 finner att de företag som ger utdelning har tre saker gemensamt; företagsstorlek, lönsamhet och investeringsmöjligheter. Studien visar att det är stora företag som uppnått mognadsfasen, blivit lönsamma och minskat investerings- och tillväxttakten som ger högst utdelning medan unga företag med hög tillväxt och många investeringsmöjligheter ger lägre alternativt ingen utdelning alls. Av studien framgår det att företag som under perioden 1963 till 1998 inte ger utdelning har en värdetillväxt i totala tillgångar som är betydligt högre än den värdetillväxt i totala tillgångar som företag som ger utdelning har. De företag med hög tillväxttakt men som aldrig gett utdelning visar sig dock vara mindre lönsamma än de bolag som ger utdelning.

Liknande resultat kommer Smith och Watts (1992) fram till när de undersöker utdelningsnivån bland amerikanska bolag i en studie som omfattar perioden 1965 till 1985. Gaver och Gaver (1993) samt DeAngelo, DeAngelo & Skinner (2004) ser också likartade tendenser.

Även Denis och Osobov (2008) finner i en undersökning bland företag i USA, Kanada, Storbritannien, Tyskland, Frankrike och Japan ett positivt samband mellan utdelning och företagens storlek och lönsamhet. Denna studie tar ingen hänsyn till utdelningsnivån i sig utan endast om företaget ger utdelning eller ej.

Enligt DeAngelo, DeAngelo och Stulz (2006) förklarar livscykelteorin varför större företag har en högre utdelning. Under tillväxtfasen används det mesta av tillgängligt kapital till investeringar. När företaget sedan uppnått mognadsfasen, där tillväxten

avtar och investeringsmöjligheterna upplevs vara färre, används en mindre andel av de likvida medlen till investeringar medan en större andel delas ut. De skriver också att det finns ett starkt samband mellan resultat och utdelning och att företag som går med förlust sällan eller aldrig ger någon utdelning.

Även Fama & French (2001) hänvisar till livscykelteorin och skriver att unga företag ofta har många investeringsmöjligheter vilket är nödvändigt för att kunna växa. Dessa företag har sällan tillgång till ett stort eget kapital och vänder sig därför till banker och andra finansiärer som bidrar med kapital vilket i första hand används till investeringar. I det tidiga skedet i företagets livscykel ger företagen därför sällan någon utdelning.

Hypotes 1: Det finns ett positivt samband mellan företagsstorlek och direktavkastning.

Hypotes 2: Det finns ett positivt samband mellan lönsamhet och direktavkastning.

Hypotes 3: Det finns ett negativt samband mellan tillväxt och direktavkastning.

2.2.2 Kassaflöde

Det finns olika teorier kring kassaflödets inverkan på utdelningsnivån. I enlighet med utjämnningsteorin menar Baker (2009) att när kassaflödet tillfälligt ökar eller minskar tenderar bolag att hålla en jämn utdelningsnivå framför att dela ut den residual från kassaflödet som är kvar efter gjorda investeringar. Aivazian (2006) skriver att eftersom det tycks ligga i ett företags intresse att hålla en stabil och jämn utdelning för att inte sända signaler som kan misstolkas av marknaden är det vanligt att kortsiktiga variationer i kassaflödet inte påverkar utdelningen från år till år.

Ett flertal studier visar dock att det finns ett positivt samband mellan kassaflöde och utdelning. John och Williams (1985) finner att företag vars kassaflöde ökar och genererar likvida medel utöver vad företaget anser sig ha behov av, tenderar att öka utdelningen. Benito och Youngs (2001) studie tyder på att företag generellt sett sänker sin utdelning när bolagens kassaflöden minskar.

Jensen (1986) gör en koppling till principal-agent-problemet och menar att sambandet mellan kassaflöde och utdelningsnivå torde vara positivt eftersom bolagen kan minska risken för agentkostnader genom att dela ut mer kapital när kassaflödet ökar.

En teori som kallas för "Pecking order"-teorin tyder på att ett större kassaflöde, givet en viss investeringsnivå, ger högre utdelning (Deshmukh 2003). I första hand används pengarna till investeringar med positivt nettonuvärde men ett kassaflöde som ökar även efter att prioriterade investeringar finansierats, ger en högre utdelning eftersom företag ofta finner det lämpligt att dela ut detta kapital.

Hypotes 4: Det finns ett positivt samband mellan kassaflöde och direktavkastning.

2.2.3 Belåningsgrad

Det finns olika teorier om hur ett företags belåningsgrad påverkar utdelningen. En hög utdelning är ett tecken på ett välmående företag och det kan även hög belåning vara enligt en studie gjord av Ross (1977). Det beror enligt Ross på att välmående företag har möjlighet att dra på sig höga skulder eftersom bara sådana företag har råd med räntor och andra kostnader en hög belåningsgrad medför.

Smith och Watts (1992) och Gaver och Gavers (1993) efterforskningar tyder på att Ross resonemang kan vara riktigt. Deras respektive undersökningar indikerar nämligen att det finns ett positivt samband mellan utdelning och belåningsgrad.

Rozeff (1986) kommer fram till motsatsen i sin studie. Han menar att utdelningen sjunker när den finansiella hävstången ökar. Även Al-Malkawi (2005) finner ett negativt samband och menar att den negativa korrelationen kan bero på att företag med en hög skuldsättning måste använda likvida medel till amortering och räntebetalningar.

En studie av Beiner (2001) visar att företag bör vara restriktiva med utdelning om de har en hög belåningsgrad. Belåningen bör långsiktigt hållas på en optimal nivå men en redan hög belåningsgrad blir ännu högre vid utdelning.

Ovanstående teorier leder fram till två hypoteser av motsatt karaktär:

Hypotes 5: Det finns ett positivt samband mellan belåningsgrad och direktavkastning.

Hypotes 6: Det finns ett negativt samband mellan belåningsgrad och direktavkastning.

2.2.4 Aktieåterköp

Enligt Prop. 1999/2000:34 tillåts aktieåterköp inom bolag sedan 2000, med begränsningen att återköpet efter godkännande på bolagsstämman endast får vara en tiondel av aktiestocken. Enligt Dittmar (2000) kan aktieåterköp ses som ett substitut till utdelning. Genom aktieåterköp gör sig företaget av med överskott av kapital på samma sätt som vid utdelning. Företaget köper alltså tillbaka sina aktier och behåller dessa i bolaget. Förfarandet kallas ”Treasury stock”. Ju mer återköp ett företag gör desto mindre andel av det fria egna kapitalet kan användas till utdelning (Berk & DeMarzo 2014). Dittmar (2000) menar att det vanligaste motivet till att genomföra återköp av aktier är att aktien anses undervärderad. Aktieåterköp anses också vara en mer flexibel metod än utdelning eftersom det inte innebär ett upprepat åtagande i framtiden.

Vermaelen (1981) menar att återköp dels kan ge en positiv signal då det ger en indikation om att bolaget finner aktien undervärderad, dels en negativ signal då det tyder på att bolaget har brist på bra investeringsmöjligheter. Vermaelen (1981) nämner också att återköp görs eftersom företagsledningen är medveten om utdelningens negativa skatteeffekt och att aktieägarna undgår denna i den mån aktieåterköp istället görs. Denna anledning berörs även av Jagannathan, Stephens och Weisbach (2000) samt Dittmar (2000).

I en studie utförd av Jagannathan, Stephens och Weisbach (2000) ser författarna inget samband mellan återköp och utdelning utan menar att tillfälligt ökade kassaflöden används till återköp som därmed varierar från år till år medan utdelningsnivån i större utsträckning hålls stabil. I sina studier finner dock Dittmar och Dittmar (2004) samt Skinner (2007) att ökad återköpsaktivitet leder till lägre utdelningsnivåer. Dessa resultat leder sammantaget fram till nedanstående hypotes:

Hypotes 7: Det finns ett negativt samband mellan aktieåterköp och direktavkastning.

2.2.5 Tidigare utdelning

Teorier om tidigare utdelning bygger på utjämnings teorin och dessa teorier går att finna under avsnitt 2.1.1 i detta kapitel. Nedan presenteras hypotesen för tidigare utdelning:

Hypotes 8: Det finns ett positivt samband mellan tidigare utdelning och direktavkastning.

2.3 Sammanställning av hypoteser

Tabell 2.1 Sammanställning av hypoteser

Hypotes	Teori	Studie
<i>H1: Det finns ett positivt samband mellan företagsstorlek och direktavkastning.</i>	Agentteorin, Lintners utjämnings teori.	Lintner (1956) Fama & French (2001)
<i>H2: Det finns ett positivt samband mellan lönsamhet och direktavkastning.</i>	Lintners utjämnings teori Signaleringsteorin	Fama & French (2001) DeAngelo, DeAngelo & Stulz (2006)
<i>H3: Det finns ett negativt samband mellan tillväxt och direktavkastning.</i>	Lintners utjämnings teori Irrelevantsteorin	Lintner (1956) Miller & Modigliani (1961)
<i>H4: Det finns ett positivt samband mellan kassaflöde och direktavkastning.</i>	Agentteorin	Benito & Young (2001) Deshmukh (2003)
<i>H5: Det finns ett positivt samband mellan belåningsgrad och direktavkastning.</i>	Agentteorin	Smith & Watts (1992) Gaver & Gaver (1993)
<i>H6: Det finns ett negativt samband mellan belåningsgrad och direktavkastning.</i>		Rozeff (1986) Beiner (2001) Al-Malkawi (2005)
<i>H7: Det finns ett negativt samband mellan aktieåterköp och direktavkastning.</i>	Signaleringsteorin	Dittmar & Dittmar (2004) Allen & Michaely (2002)
<i>H8: Det finns ett positivt samband mellan tidigare års utdelning och direktavkastning.</i>	Lintners utjämnings teori	Lintner (1956)

I tabell 2.1 ovan presenteras en sammanställning av hypoteser vilka inkluderar de oberoende variabler vars samband med fastighetsföretagens direktavkastning prövas genom en multipel regressionsanalys. Sammanställningen innehåller även teorier och studier som har gett upphov till de teorier som sammankopplas med aktuella hypoteser.

3. Metod

I detta kapitel redogörs för tillämpade forskningsmetoder samt val av undersökningsobjekt och tidsperiod. Därefter presenteras mätenheter för regressionsanalys samt den statistiska undersökningsmetodik som ligger till grund för hypotesprövningen. Kapitlet avslutas med en diskussion av metodkritisk karaktär.

3.1 Forskningsansats

Syftet med detta arbete är att undersöka vilka faktorer som påverkar utdelningsnivån bland svenska börsnoterade fastighetsbolag på Stockholmsbörsens Large- och Mid Cap-listor. Studien bygger på en deduktiv ansats då arbetet utgår från tidigare teorier. Utifrån dessa utformas hypoteser som bekräftas eller förkastas. Hypoteserna testas med hjälp av en multipel regressionsanalys. Vid undersökning av en stor mängd historisk data är det enligt Bryman och Bell (2013) lämpligt att använda sig av en kvantitativ ansats. I denna studie ingår 15 fastighetsföretag (bilaga 1) vilket inte är särskilt många men eftersom regressionsanalysen består av paneldata uppgår antalet observationer till sammanlagt 75 stycken.

Bryman och Bell (2013) menar att det i de flesta studier är svårt att få en helhetsbild kring olika påverkande variabler enbart genom att använda sig av kvantitativ data. För att kunna jämföra företagens utdelningspolicy med den faktiska utdelningen och för att få en bredare bild av vad som påverkar utdelningsnivån görs även en innehållsanalys av företagens årsredovisningar där avsnitten som behandlar företagens utdelningspolicy studeras. Arbetet kompletteras också med en kvalitativ ansats där data samlats in via intervjufrågor som skickats och besvarats via email. Kvalitativ forskning är mer öppen än kvantitativ och dess studier bygger på en forskningsstrategi där tonvikten oftare ligger på ord än på kvantifiering vid analys av data (Bryman & Bell 2013). Genom innehållsanalys och intervjufrågor är avsikten att undersöka om och i vilken utsträckning även mjuka värden har någon inverkan på företagens utdelningspolicy.

3.2 Arbetsgång och datainsamling

Denna studie inleddes med en genomgång av tidigare uppsatser inom valt ämnesområde. De källor dessa författare anger i sina arbeten ledde oss vidare till artiklar skrivna och publicerade av framstående forskare inom området. Artiklarna som vi funnit via sökmotorerna ABI/Inform global, Google Scholar och LUBsearch behandlar olika utdelningsrelaterade teorier vilka vi redogör för i uppsatsens teoriavsnitt. I synnerhet Hjalmarsson, Kinnunen och Parlovs (2012) samt Johansson och Ladans (2014) uppsatsarbeten har tjänat som inspirationskälla till upplägget av denna uppsats.

3.2.1 Kvantitativ metod

Till den kvantitativa undersökningen har vi samlat in och bearbetat sekundärdata. Enligt Bryman och Bell (2013) lämpar sig sekundärdata bäst för kvantitativa undersökningar. Den data som ligger till grund för vår kvantitativa undersökning är att anse som sekundärdata då denna har hämtats från företagens årsredovisningar. Samtliga årsredovisningar är hämtade från respektive bolags hemsida. Årsredovisningarna är att anse som trovärdiga eftersom det finns regelverk och kontroller för hur dessa ska utformas. Den data som har samlats in från respektive företags årsredovisningar härrör från bolagens finansiella rapporter och avser bland annat antal aktier, utdelning per aktie, kassaflöde, totala tillgångar, totala skulder, eget kapital och aktieåterköp. För att säkerställa att alla variabler som används i denna studie är uträknade på samma sätt har alla relationstal beräknats i Excel. Det är också nödvändigt i vissa fall eftersom en del bolag exempelvis inte redovisar sitt förvaltningsresultat som en egen post.

För uträkning av den beroende variabeln direktavkastning har kursdata hämtats från Thomson Reuters Datastream. Denna informationskälla används av professionella aktörer världen över och ses således som en trovärdig källa. En regressionsanalys förutsätter kvantitativ data. Regressionsanalysen och kompletterande tester har genomförts med hjälp av IHS EViews.

3.2.2 Kvalitativ metod

Det kvalitativa underlaget består av primärdata som inhämtats via intervjufrågor. Dessa sändes per email till finansansvariga inom respektive bolag. Av de företag som lämnar utdelning till sina stamaktieägare valde Castellum, Wallenstam, Diös, Klöver och Wihlborgs att besvara frågorna. Likaså gjorde Balder och Victoria Park, som inte ger utdelning till stamaktieägarna. Hufvudstaden angav att de inte hade möjlighet att svara på frågorna medan FastPartner uppgav tidsbrist som skäl. Trots att ett påminnelsemail skickades ut en vecka efter att det första utskicket gjordes och att ännu ett påminnelsemail sändes ut ytterligare en vecka senare uteblev respons från övriga bolag. Kontakt med företagen togs i slutet av november vilket innebär att bolagens representanter kan anses ha haft rimligt gott om tid till att besvara frågorna innan storhelgernas intåg. Anledningen till att inte ett fåtal av bolagen valdes ut för fysiska möten och muntliga intervjuer är för att författarna gjorde bedömningen att det nu valda tillvägagångssättet skulle leda till fler svar och därmed intressantare jämförelseanalyser.

3.2.3 Val av undersökningsobjekt

Då författarna till denna studie har ett särskilt intresse för den svenska fastighetsbranschen faller det sig naturligt att undersöka noterade fastighetsbolag som bedriver verksamhet i Sverige.

De 15 bolag som denna undersökning bygger på har hämtats från Nasdaq OMX branschindelning för fastighet och finans. Enbart fastighetsföretag som har varit noterade på Stockholmsbörsens Large- och Mid Cap-listor under perioden 2009-2013 ingår i studien. Eftersom studien inte avser att generalisera resultatet anses studiens urval vara representativt för de svenska fastighetsbolag som undersöks. Balder och Victoria Park, som inte lämnar någon utdelning, inkluderas för att ge en så rättvisande bild som möjligt om huruvida det finns gemensamma faktorer som förklarar fastighetsbolagens utdelningsnivå.

I statistiska undersökningar råder osäkerhet om ifall urvalet är representativt för den population man undersöker. Bryman och Bell (2013) menar att det är svårt att svara på hur många observationer som ska ingå i en kvantitativ studie eftersom urvalet är beroende av ett flertal faktorer. Dock menar de att när stickprovets storlek ökar, ökar också dess precision men i avtagande grad. I denna studie utgör urvalet inget stickprov utan samtliga fastighetsbolag som uppfyller uppsatta kriterier, ingår i arbetet. Avsikten är att undersöka utdelningspolicyn bland dessa bolag och utreda huruvida det finns utdelningsrelaterade samband mellan aktuella fastighetsföretag.

3.2.4 Val av tidsperiod

Eftersom studien avser att behandla aktuell data väljs tidsperioden över de senaste fem åren, det vill säga 2009-2013. På så sätt exkluderas även den värsta inverkan av lågkonjunkturen som inträffade i samband med finanskrisen. Vid uträkning av förvaltningsavkastning på totalt kapital används ett genomsnitt i nämnaren och därför inkluderas även respektive bolags balansomslutning för 2008 vid uträkning av 2009 års förvaltningsavkastning på totalt kapital.

3.3 Mätenheter för regressionsanalys

Nedan följer en genomgång av de mätenheter som används vid beräkning av den beroende variabeln och de förklarande variablerna i regressionen. Mätenheterna för de förklarande variablerna är beräknade enligt de metoder som ett flertal av forskarna använt sig av i tidigare studier kring utdelningsnivåer.

3.3.1 Beroende variabel – Direktavkastning

Direktavkastningen beräknas genom att antalet utdelade kronor per aktie divideras med aktiepriset. På så sätt jämförs utdelningen i procent istället för i kronor. Genom denna beräkning kan jämförelser i utdelningsnivå göras mellan olika företag av varierande storlek. För att kunna ge en rättvis bild av direktavkastningen räknas ett genomsnittligt aktiepris ut. Genomsnittet beräknas genom att de slutkurser som noteras vid varje månads sista handelsdag summeras för att därefter divideras med 12. Det genomsnittliga aktiepriset används i sin tur som nämnare vid beräkning av direktavkastning.

Mätenhet:

$$\text{Ekvation 1} \quad DA = \frac{\text{Total utdelning/Antal aktier}}{\text{Genomsnittligt aktiepris}}$$

3.3.2 Oberoende variabler

Variabeln företagsstorlek grundar sig på företagets totala tillgångar. För den rättvisa jämförbarhetens skull logaritmeras denna variabel så att ett linjärt samband uppstår. Övriga variabler är relationsmått och anges i procent.

3.3.3 Företagsstorlek

Liksom Fama och French (2001) använder denna studie totala tillgångar som ett mått på företagsstorlek. Alternativt skulle marknadsvärde kunna användas som mått men till följd av att börsvärdet i större utsträckning tenderar att fluktuera och att balansomslutningen därmed uppvisar större stabilitet föredras det första alternativet. För att få en rättvis jämförbarhet logaritmeras företagets totala tillgångar.

Mätenhet:

$$\text{Ekvation 2} \quad \text{Log (TT)} = \text{Logaritmen av totala tillgångar}$$

3.3.4 Lönsamhet

Som ett mått på lönsamhet använder bland andra Fama och French (2001) EBITDA i förhållande till totala tillgångar. För att exkludera effekterna av förändringar i fastighetsvärden används i denna studie istället förvaltningsresultat i relation till totala tillgångar som ett mått på lönsamhet.

Mätenhet:

$$\text{Ekvation 3} \quad \text{Förvaltningsresultat/Totala tillgångar}$$

3.3.5 Tillväxt

Som måtenhet för tillväxt används två variabler; Market to Book (M/B) och omsättningstillväxt. Ett högt M/B-tal tyder på att marknaden ser en hög tillväxtpotential. Eftersom fastighetsföretagen numera redovisar fastigheterna till verkligt värde och inte gör löpande avskrivningar anser författarna till denna studie att M/B-måttet som använts i en del tidigare studier även kan användas vid denna fastighetsrelaterade undersökning. Omsättningstillväxten visar fastighetsföretagets förmåga att öka intäkterna och anses därmed även vara relevant som måtenhet för tillväxt.

Mätenhet:

Ekvation 4 Market to book = Marknadsvärde/Bokfört värde

Ekvation 5 Omsättning år t/Omsättning år t-1*100

3.3.6 Kassaflöde

För beräkning av kassaflödets inverkan på direktavkastningen sätts kassaflödet från den löpande verksamheten i relation till totala tillgångar. Detta kassaflöde ger en bild av effektiviteten i den operativa verksamheten och påverkas varken av investeringsverksamheten eller finansieringsverksamheten. Ett högt relationstal tyder på att verksamheten genererar gott om likvida medel som kan användas till investeringar och utdelningar.

Mätenhet:

Ekvation 6 KF/Totala tillgångar = Operativt kassaflöde/Totala tillgångar

3.3.7 Belåningsgrad

Belåningsgraden mäts genom att totala räntebärande skulder divideras med totala tillgångar. Alternativt skulle marknadsvärde kunna användas i täljaren men eftersom totala tillgångar normalt sett uppvisar större stabilitet än börsvärdet, föredras det första alternativet. En högre belåningsgrad är ofta förknippad med högre risk och Berk och DeMarzo (2014) menar att måttet ger en bra bild av ett företags finansiella flexibilitet.

Mätenhet:

Ekvation 7 Totala räntebärande skulder/Totala tillgångar

3.3.8 Aktieåterköp

När Fama och French (2001) undersöker variabeln aktieåterköp räknar de på den procentuella förändringen i antalet egenägda aktier under ett kalenderår mellan den sista dagen föregående år och den sista dagen det undersökta året. I denna studie används en förenklad mätenhet där aktieåterköp definieras som en dummyvariabel. När återköp har gjorts används värdet 1 och vid uteblivet återköp används värdet 0 i regressionen.

Mätenhet:

Ekvation 8 Aktieåterköp = Värde 1 vid återköp, annars 0 (dummyvariabel)

3.3.9 Tidigare utdelning

DA_{t-1} är utdelningen för föregående år och beräknas på samma sätt som den beroende variabeln DA. Användning av denna variabel syftar till att undersöka huruvida direktavkastningen föregående år påverkar direktavkastningen under undersökningsåret.

Mätenhet:

Ekvation 9 DA_{t-1} = Direktavkastningen föregående år

3.4 Statistisk undersökningsmetodik

3.4.1 Regressionsmodellen

För att undersöka huruvida de i denna studie utvalda oberoende variablerna påverkar fastighetsföretagens direktavkastning görs en multipel linjär regressionsanalys. Allt arbete med regressionen sker med hjälp av statistikprogrammet EViews 8.

Grundmodellen för regressionen ser ut på följande sätt:

$$Y_i = \alpha + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \dots + \beta_n X_{ni} + \varepsilon_i$$

För att undersöka om det finns ett statistiskt samband mellan den beroende variabeln och de oberoende variablerna ställs nedanstående regressionsmodell upp:

$$\text{Direktavkastning} = c + \beta_1 * \text{Återköp} + \beta_2 * \text{Balansomslutning} + \beta_3 * \text{Belåningsgrad} + \beta_4 * \text{Förvaltningsresultat} + \beta_5 * \text{Kassaflöde} + \beta_6 * \text{Market to book} + \beta_7 * \text{Nettomarginal} + \beta_8 * \text{Omsättningstillväxt}$$

Den beroende variabeln, direktavkastning, står ensam på vänster sida om likhetstecknet medan alla oberoende variabler står på höger sida om likhetstecknet. Bokstaven c är en konstant (skärningspunkt på y-axeln) och $\beta_n X$ är koefficienten för varje enskild variabel.

3.4.2 Paneldata

Studien behandlar data över tid (tidsseriedata) och observationer av olika variabler vid en och samma tidpunkt (tvärsnittsdata). En kombination av dessa kallas paneldata. De 75 observationer som ingår i undersökningen sträcker sig över fem år och varje variabel har ett värde för vart och ett av åren. Denna typ av data kallas balanserad paneldata (Baltagi 2013) och skiljer sig från obalanserad paneldata där tvärsnitten har olika antal observationer vid varje tidpunkt.

3.4.3 Test inför regressionen

Användning av paneldata ger flera fördelar. Till följd av ett större antal observationer uppnås större variationen, kollinearitet mellan variablerna minskar och förklaringsgraden kan antas bli större till följd av fler frihetsgrader.

I studien estimeras paneldata med hjälp av OLS-metoden. För att hantera problemet med att modellen beräknar variablernas medelvärden och att relationen mellan variablerna är konstant över såväl tidsperiod som tvärsnitt utförs ett likelihood-test (bilaga 5) för att ta reda på om det är relevant att använda sig av Fixed- eller Random Effects-modellen (Brooks 2008). Eftersom p-värdet är signifikant på 5-procentsnivån utförs ett Hausman-test (bilaga 5) i syfte att ta reda på vilken av de två modellerna som bör användas. Ett signifikant p-värde visar att nollhypotesen kan förkastas och att Fixed Effects-modellen bör användas. Eftersom testet i denna studie visar att nollhypotesen ej kan förkastas används Random Effects-modellen (bilaga 5).

3.4.4 Random Effects-modellen

Random Effects-modellen gör mer strikta antaganden och anses generellt sett vara mer effektiv än Fixed Effects-modellen. Modellen har olika intercept för varje enhet men dessa intercept är konstanta över både tidsperiod och tvärsnitt. Modellen innehåller även en slumpmässig variabel som är konstant över tiden men varierar över tvärsnitten (Brooks 2008).

3.4.5 OLS-antaganden

Regressionen bygger på OLS-metoden (Ordinary least squares). För att regressionsmodellen ska kunna generera ett rättvisande resultat måste ett antal antaganden vara uppfyllda. För paneldata som används i denna studie är enligt Vilhelmsson¹ tre antaganden relevanta:

Multikollinearitet

De oberoende variablerna får inte vara för högt korrelerade med varandra eftersom de då mäter samma sak, vilket kan begränsa förklaringsvärdet i modellen. Korrelationen mellan variablerna testas med hjälp av en korrelationsmatris där perfekt korrelation visar 1 och perfekt negativ korrelation visar -1. När korrelationen är högre än 0,8 eller lägre än -0,8 anses korrelationen mellan två variabler vara för stor, vilket innebär att endast en av variablerna bör användas i regressionen (Brooks 2008). Detta test har utförts (bilaga 4) och påvisade ingen multikollinearitet.

¹ Anders Vilhelmsson, Ekonomie Doktor vid Företagsekonomiska institutionen, Lunds universitet. Handledning 2014-12-04. De OLS-antaganden som inte är nödvändiga att beakta är homoskedasticitet, stationaritet och autokorrelation.

Normalfördelning av residualer

Normalfördelningen av residualerna har testats med hjälp av ett Jarque-Bera test (bilaga 6). Testets nollhypotes (som förkastas på fem procentsnivån) är att varje felterm är normalfördelad. Visar det sig att residualerna inte är normalfördelade kan detta hanteras genom att extremvärden, så kallade "outliers" justeras eller plockas bort (Brooks 2008). Jarque-Bera testet uppvisar ett p-värde på 0,06 vilket är strax över fem procentsnivån. Av denna anledning väljer författarna att göra regressioner som både inkluderar och exkluderar extremvärden. Detta motiveras av att en del variabler uppvisar stora variationer beroende på om extremvärden inkluderas eller ej.

Linjära samband

För att testa om det råder ett linjärt förhållande mellan den beroende och de oberoende variablerna kan ett Ramseys RESET-test användas (Brooks 2008). I denna studie har testet dock inte varit nödvändigt att utföra eftersom det endast är totala tillgångar som anges i kronor medan övriga variabler anges i relativa (procentuella) termer. I syfte att uppnå ett linjärt samband mellan direktavkastning och totala tillgångar har totala tillgångar logaritmerats.

3.4.6 Justering av extremvärden och exkludering av bolag

Regressionsarbetet inleds med en multipel regressionsanalys där inga data justeras. Eftersom några av observationerna uppvisar extremvärden utförs även en multipel regressionsanalys där funktionen "Winsorize" i Microsoft Excel används för att identifiera och justera de värden som ligger bland de fem procent som är mest extrema, 2,5 procent i toppen och 2,5 procent i botten. Denna justering görs för samtliga oberoende variabler men inte för den beroende variabeln.

Två av bolagen, Balder och Victoria Park, har under undersökningsperioden inte utgett någon utdelning. För att testa utfallet vid exkludering av dessa görs ytterligare en multipel regressionsanalys. Även här tillämpas winsorizing för att justera extremvärden enligt samma metod som ovan.

3.4.7 Föregående års direktavkastning

Tidigare års utdelning tenderar enligt teorin att uppvisa starka samband med nästkommande års utdelning. Därför finns det vid användande av paneldata i en multipel regressionsanalys risk för att variabeln direktavkastning, om den används som både beroende och oberoende, uppvisar det enda statistiskt signifikanta sambandet och förtar övriga variablers påverkan. Därför utförs tre enkla linjära regressionsanalyser för åren 2013, 2012 och 2011 med föregående års direktavkastning som enda oberoende variabel.

3.4.8 Noll- och mothypoteser

För varje oberoende variabel formuleras en nollhypotes och en mothypotes. Hypoteserna testas med hjälp av F-test och t-test. För att testa om modellen i sin helhet är signifikant görs ett F-test (Djurfeldt, Larsson & Stjärnhagen 2009). Eftersom F-testet i denna studie visar att det finns ett signifikant samband utförs även t-test för att utröna huruvida det finns ett signifikant samband mellan varje enskild oberoende variabel och den beroende variabeln. Genom p-värdet kan t-testens resultat avläsas (Djurfeldt, Larsson & Stjärnhagen 2009). Om p-värdet överstiger signifikansnivån på fem procent accepteras nollhypotesen vilket innebär att det inte föreligger ett statistiskt säkerställt samband mellan företagets direktavkastning och den oberoende variabeln. Om p-värdet understiger signifikansnivån på fem procent förkastas nollhypotesen och mothypotesen accepteras vilket innebär att den oberoende variabeln uppvisar ett signifikant samband med direktavkastningen.

3.5 Metodkritik

3.5.1 Reliabilitet

Reliabilitet kan beskrivas som synonymt med hur tillförlitligt ett tillvägagångssätt är. Det innebär att ett visst tillvägagångssätt ska kunna uppvisa samma resultat vid olika tillfällen där omständigheterna i övrigt är likartade. Vidare ska studien kunna replikeras och följas stegvis av andra för att uppnå en hög reliabilitet. Det är också viktigt att författarna förhåller sig objektiva i studiegången (Bryman & Bell 2013). I syfte att uppnå hög reliabilitet har data hämtats från de berörda fastighetsbolagens årsredovisningar och till viss del Thomson Reuters Datastream som är en internationellt erkänd källa. Regressionsanalysen har gjorts med hjälp av statistikprogrammet EViews och utförts i enlighet med praxis.

3.5.2 Validitet

Validitet är ett begrepp som är minst lika viktigt att uppnå som reliabilitet vid denna typ av undersökning. Begreppet kan förklaras som giltighet och det är viktigt att det som avses undersökas görs på ett korrekt sätt och faktiskt mäts (Bryman & Bell 2013). I detta arbete används variabler som i tidigare studier frekvent återkommer vid behandling av utdelning. Författarna utgår från att valda variabler även på ett tillförlitligt sätt går att använda vid analys av vilka faktorer som påverkar direktavkastningen bland svenska börsnoterade fastighetsbolag.

Vid utförande av regressionsanalyser är det dock svårt att få till en optimal variabelsammansättning. Brooks (2008) menar att de i regressionsanalysen ingående variablerna påverkar varandra. Inkluderande och exkluderande av variabler påverkar alltså andra variablers signifikans. Utelämnande av oberoende variabler som vid ett inkluderande skulle visat sig ha en stor påverkan på resultatet ger naturligtvis ett

regressionsutfall som inte helt och hållet är rättvisande. Inkluderande av variabler som inte har någon direkt relevans påverkar också regressionens trovärdighet.

Detta problem belyses av Black (1976) som i artikeln "The dividend puzzle" skriver att det kan vara mycket svårt att veta vad som påverkar ett företags utdelning eftersom faktorer som inte kvantitativt går att mäta kan ha stor betydelse. Av denna anledning undersöks i denna studie även kvalitativa aspekter genom innehållsanalys av företagens årsredovisningar och intervjuer med finansansvariga på sju av fastighetsbolagen.

3.5.3 Val av bransch, antal företag och tidsperiod

Samtliga fastighetsbolag som ingår i denna studie är noterade på Stockholmsbörsen och majoriteten av bolagen äger och förvaltar fastigheter enbart inom Sveriges gränser. Till följd av att inga internationellt verksamma och noterade fastighetsbolag ingår i undersökningen säger studiens resultat inget om hur situationen förhåller sig bland fastighetsbolag på andra marknader. Det kan vid regressionsanalysutförande anses vara en svaghet att endast 15 fastighetsbolag ingår i studien men eftersom regressionen utförs med hjälp av paneldata och perioden som undersöks sträcker sig över fem år, uppgår antalet observationer till 75. Eftersom företag inom samma bransch och inom samma land undersöks är det även en relativt homogen grupp av bolag som ingår i studien, vilket antas påverka validiteten i positiv riktning. Regressionsanalysen hade givetvis kunnat uppvisa ett annat resultat om fler fastighetsbolag, noterade på börslister i andra länder, hade inkluderats i studien. Den här rapporten är dock avgränsad till att endast undersöka de utdelningsrelaterade förhållandena bland fastighetsbolag noterade på Stockholmsbörsens Large- och Mid Cap-listor, vilket innebär att regressionens resultat antas spegla sambandet mellan de undersökta variablerna och direktavkastning för just dessa företag.

Eftersom studien avser att behandla aktuell data väljs tidperioden över de senaste fem åren, det vill säga 2009-2013. På så sätt exkluderas även den värsta inverkan av lågkonjunkturen som inträffade i samband med finanskrisen. Nackdelen med att inte beakta tiden före och under finanskrisen är att antalet observationer blir färre och att det troligen hade varit lättare att göra mer tillförlitliga bedömningar avseende exempelvis utjämnings- och signaleringsteorin eftersom resultat och fastighetsvärden generellt sett sjönk under finanskrisens bistra dagar.

3.5.4 Direktavkastning som beroende variabel

Majoriteten av bolagen låter utdelningen vara beroende av förvaltningsresultatet och eftersom företagen har olika typer av fastighetsinnehav och äger fastigheter inom skilda geografiska marknader, har de också olika förutsättningar när det gäller att uppnå höga förvaltningsresultat. Låt säga att två företag har samma antal registrerade aktier där bolagens aktier handlas till samma aktiekursnivå och bägge företag delar ut hälften av förvaltningsresultatet. Då kommer det företag som genererar högst

förvaltningsresultatet även ha högst direktavkastning. Utdelningsandelen kan alltså vara densamma samtidigt som företagets direktavkastning är på olika nivåer. I det beskrivna fallet kan direktavkastning anses ge en rättvisande bild eftersom bolagens utdelade belopp skiljer sig åt.

Eftersom utdelningen i kronor per aktie relateras till aktiekursen kan det dock vara en nackdel att använda direktavkastning som beroende variabel i en regressionsanalys. Direktavkastningen hos två bolag som har lika många utestående aktier och som delar ut lika stora belopp kan skilja sig åt beroende på vilken kursnivå de två bolagens aktier handlas till. Låt säga att två bolag uppnår lika höga förvaltningsresultat och delar ut lika stora andelar av detta. Ett av bolagen har ett fastighetsinnehav som betingar ett högt marknadsvärde och har en låg risk medan det andra bolaget har fastigheter som värderas lägre och som anses mer riskfyllda. Om vi antar att det förstnämnda bolagets aktier handlas till högre nivåer än det sistnämnda bolagets, så kommer det förstnämnda bolaget generera en lägre direktavkastning än det sistnämnda. Därmed har alla fluktuationer i bolagens börskurser en direkt påverkan på direktavkastningen.

3.5.5 Objektivitet

Avsikten var att skriva denna uppsats objektivt och förutsättningslöst, vilket innebär att utredningen skall genomföras utan några förutfattade meningar eller från början låsta uppfattningar om hur saker och ting hänger samman (Lundahl & Skärvad 1999). Trots detta angreppssätt kan det inte uteslutas att arbetet i allmänhet och analys och slutsats i synnerhet i viss mån påverkas av författarnas föreställningar, normer och värderingar.

4. Resultat och analys

I detta kapitel presenteras och analyseras resultaten från den statistiska undersökningen, innehållsanalysen samt intervjustudien.

4.1 Regressionsanalys – Paneldata

Tabell 4.1 Deskriptiv statistik

	2009	2010	2011	2012	2013	Genomsnitt
Beroende variabel:						
Direktavkastning (%)	4.3%	3.5%	3.0%	3.3%	3.1%	3.5%
Oberoende variabler:						
Återköp (dummy)	0.13	0.13	0.20	0.27	0.20	0.19
Balansomslutning (logaritmerad)	9.17	9.23	9.42	9.53	9.72	9.41
Belåningsgrad (%)	51.3%	50.4%	51.4%	52.3%	53.0%	51.7%
Förvaltningsresultat /Totala tillgångar (%)	3.0%	2.7%	2.5%	3.0%	2.6%	2.7%
Kassaflöde/Totala tillgångar (%)	1.8%	2.7%	1.7%	2.7%	1.9%	2.1%
Market to book (%)	92.4%	117.6%	97.7%	98.7%	104.6%	102.2%
Nettomarginal (%)	21.3%	76.2%	42.0%	54.6%	68.2%	52.5%
Omsättningstillväxt (%)	7.0%	1.6%	5.3%	18.5%	4.3%	7.3%

Ovanstående tabell visar de genomsnittsvärden för respektive variabel som ligger till grund för regressionen. Återköp och förvaltningsresultat är i tabellen gråmarkerade eftersom utförd regressionsanalys påvisar signifikanta samband mellan dessa variabler och fastighetsföretagens direktavkastning. Siffrorna i sig kommer inte att analyseras men nedan följer några kommentarer kring aspekter som läsaren bör vara medveten om;

Återköp är en dummyvariabel. Siffran 1 används för återköp och siffran 0 för icke återköp. Därför ligger genomsnittet mellan 0 och 1. Balansomslutningen är logaritmerad. Att nettomarginalen är så pass hög beror till stor del på att fastighetsföretag i sin resultatredovisning inkluderar förändringar i fastighetsvärden och eftersom dessa generellt sett stigit sedan finanskrisen härjade, tenderar nettoresultaten att vara relativt höga i förhållande till de belopp företagen omsätter.

Anledningen till att direktavkastningen i flertalet av bolagen uppvisar högst nivåer år 2009 trots att utdelningsandelen tenderar att vara lägst detta år, beror till stor del på att finanskrisen bidrog till att börskurserna var relativt låga. Eftersom fastighetsföretagen generellt sett lyckas generera positiva förvaltningsresultat även i svåra tider och inte minskar utdelningen i samma utsträckning som börskurserna faller, blir den högre direktavkastningsnivån en naturlig konsekvens. Detta beror på att utdelningen i kronor per aktie relateras till aktiekursen. Omvänt gäller att när aktiekurserna uppvärderas med procenttal som är högre än den procentuella utdelningsökningen så faller direktavkastningen trots att utdelningen i kronor per aktie ökar.

4.1.1 Resultat från regressionsanalyser

Tabell 4.2 Regression (alla bolag)

Regression (alla bolag)		Antal observationer:		75	
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	0.0119	0.0320	0.3702	0.7124	
Återköp	0.0085	0.0045	1.8917	0.0629	
Balansomslutning	-0.0020	0.0034	-0.5816	0.5628	
Belåningsgrad	0.0236	0.0194	1.2176	0.2277	
Förvaltningsresultat	0.5969	0.1560	3.8269	0.0003	
Kassaflöde	-0.0013	0.0104	-0.1271	0.8993	
Market to book	0.0170	0.0088	1.9431	0.0563	
Nettomarginal	-0.0083	0.0030	-2.7719	0.0072	
Omsättningstillväxt	-0.0062	0.0019	-3.2807	0.0017	
R-squared		0.2258	F-statistic		2.4065
Adjusted R-squared		0.1320	Prob(F-statistic)		0.0241

Ovanstående regression (se även bilaga 7) har med observationer (75 till antalet) från samtliga bolag och visar att förvaltningsresultat, nettomarginal och omsättningstillväxt, på 5-procentsnivån, har en signifikant påverkan på direktavkastningen. Då det bland bolagens siffror förekommer några tal av avvikande karaktär är det nödvändigt att justera dessa extremvärden för att motverka att de får en avgörande och eventuellt missvisande påverkan på resultatet. Som exempel på extremvärden kan nämnas att Victoria Parks omsättning minskar med 80 procent år 2011 jämfört med föregående år medan omsättningen året därpå ökar med 852 procent. Av denna anledning görs ännu en regression där samtliga bolag inkluderas men där extremvärden justeras med hjälp av funktionen "winsorize" i Microsoft Excel. Regressionens resultat syns i tabell 4.3 nedan.

Tabell 4.3 Regression (alla bolag, winsorized)

Regression (alla bolag, winsorized)		Antal observationer:		75	
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	0.0281	0.0309	0.9097	0.3663	
Återköp	0.0092	0.0040	2.2963	0.0248	
Balansomslutning	-0.0006	0.0033	-0.1863	0.8527	
Belåningsgrad	-0.0059	0.0196	-0.3013	0.7641	
Förvaltningsresultat	0.5032	0.1699	2.9612	0.0043	
Kassaflöde	-0.0432	0.0515	-0.8379	0.4051	
Market to book	0.0037	0.0077	0.4788	0.6336	
Nettomarginal	-0.0047	0.0035	-1.3379	0.1855	
Omsättningstillväxt	-0.0142	0.0072	-1.9789	0.0520	
R-squared		0.1914	F-statistic		1.9533
Adjusted R-squared		0.0934	Prob(F-statistic)		0.0665

I ovanstående regression (se även bilaga 8) har observerade extremvärden justerats. Denna åtgärd medför att utfallet blir annorlunda jämfört med det resultat som den icke-justerade regressionen uppvisar. Förvaltningsresultat påvisar återigen ett signifikant samband. Även återköp är nu signifikant på 5-procentsnivån medan nettomarginal och omsättningstillväxt inte längre uppvisar ett signifikant samband. För att kontrollera huruvida detta resultat är bestående även då de bolag som inte ger någon utdelning exkluderas, görs också en regression som bara inkluderar bolag som ger utdelning. Resultatet av denna regression åskådliggörs i tabell 4.4 nedan.

Tabell 4.4 Regression (utan Balder och Victoria Park, winsorized)

Regression (utan Balder och Victoria Park, winsorized)					
Antal observationer: 65					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	0.0649	0.0503	1.2885	0.2029	
Återköp	0.0089	0.0040	2.2203	0.0305	
Balansomslutning	-0.0053	0.0046	-1.1559	0.2526	
Belåningsgrad	0.0170	0.0287	0.5928	0.5557	
Förvaltningsresultat	0.6918	0.2705	2.5577	0.0133	
Kassaflöde	-0.0920	0.0923	-0.9970	0.3231	
Market to book	0.0028	0.0094	0.2980	0.7668	
Nettomarginal	-0.0078	0.0041	-1.8961	0.0631	
Omsättningstillväxt	-0.0162	0.0125	-1.3035	0.1977	
R-squared	0.2973	F-statistic	2.9617		
Adjusted R-squared	0.1969	Prob(F-statistic)	0.0078		

Även i denna regression (se även bilaga 9), som exkluderar Balder och Victoria Park, har extremvärdena justerats. Utfallet visar återigen att förvaltningsresultat och återköp, på 5-procentsnivån, är signifikanta och stärker därmed resultatet från föregående regression som visar att dessa variabler har en signifikant påverkan på fastighetsföretagens direktavkastning.

4.1.2 Val av regression för vidare analys

Vidare analys baseras på resultatet från regressionen i tabell 4.3 som inkluderar alla bolag och som är justerad för extremvärden. Denna regression väljs eftersom justeringen antas ge ett mer tillförlitligt resultat och eftersom avsikten är att undersöka om det finns några gemensamma direktavkastningspåverkande variabler bland fastighetsbolagen, oavsett vilken utdelningspolicy som tillämpas. Innan analys av de enskilda variablerna utförs, presenteras nedan en sammanställning över variablerna och dess förväntade och verkliga samband.

Tabell 4.5 Förväntade och verkliga samband

Variabel	Förväntat samband	Verkligt samband	Signifikans (5%)
Återköp	Negativt	Positivt	JA
Balansomslutning	Positivt	Negativt	nej
Belåningsgrad	Positivt/Negativt	Negativt	nej
Förvaltningsresultat	Positivt	Positivt	JA
Kassaflöde	Positivt	Negativt	nej
Market to book	Negativt	Positivt	nej
Nettomarginal	Positivt	Negativt	nej
Omsättningstillväxt	Negativt	Negativt	nej

Tabell 4.5 visar variablernas förväntade samband, verkliga samband samt huruvida de är signifikanta på 5-procentsnivån.

4.2 Analys av enskilda variabler

Respektive hypotes i avsnitt 4.2 förkastas om tillhörande variabel ej är signifikant på 5-procentsnivån även om regressionen uppvisar ett verkligt samband som överensstämmer med det förväntade.

4.2.1 Företagsstorlek

H1: Det finns ett positivt samband mellan företagsstorlek och direktavkastning.

Koefficienten visar att det finns ett svagt negativt samband mellan balansomslutning och direktavkastning. Signifikansen är mycket svag och p-värdet om 0,8527 är det högsta i regressionen. Därmed förkastas hypotesen om ett positivt samband.

Resultatet skiljer sig från flera tidigare studier där exempelvis Lintner (1956) och Fama och French (2001) finner att stora företag som uppnått mognadsfasen och blivit lönsamma minskar investerings- och tillväxttakten och ger istället högre utdelning. Att resultatet inte uppvisar samma samband som tidigare studier kan bero på att denna undersökning, till skillnad från de studier som teorin härstammar från, inte inkluderar flera branscher utan endast beaktar fastighetsbolag som är noterade på Stockholmsbörsen. Det innebär att konsekvenserna på resultatet blir större om ett fåtal av ett totalt sett litet antal bolag avviker än om ett fåtal av totalt sett ett stort antal bolag avviker. I detta fall torde den största anledningen till det negativa sambandet och den svaga signifikansen dock bero på att företagens balansomslutning i genomsnitt vuxit med 84 procent mellan 2009 och 2013 medan direktavkastningen

samma år minskat från 4,3 till 3,1 procent. Som tabell 4.7 visar har dock utdelningsandelen samma period ökat från 41,8 till 46,3 procent. Direktavkastningen har alltså minskat till följd av att aktiekurserna procentuellt sett stigit mer än det utdelningsbara resultatet. Eftersom företagens storlek samtidigt ökat framstår regressionens resultat som rimligt. Exempelvis har Wallenstams balansomslutning vuxit varje år medan direktavkastningen ligger under genomsnittet och sjönk tre år i rad mellan 2009 och 2012. Även det faktum att Balder vuxit mycket men har 0 procent i direktavkastning och att FastPartner har en genomsnittlig direktavkastning på höga 5,7 procent men en förhållandevis låg balansomslutning ligger till grund för det negativa samband regressionen uppvisar.

4.2.2 Lönsamhet

H2: Det finns ett positivt samband mellan lönsamhet och direktavkastning.

Koefficienten på 0,5 visar att det finns ett starkt positivt samband mellan förvaltningsresultat och direktavkastning. P-värdet 0,0043 är det värde som är mest signifikant i regressionsanalysen. Därmed accepteras hypotesen om ett positivt samband, vilket ligger i linje med resultaten från tidigare forskning där exempelvis Fama och Frenchs (2001) studie av amerikanska bolag mellan åren 1926-1999 och Smith och Watts (1992) undersökning av amerikanska bolag mellan åren 1965-1985 ger stöd för att lönsamhet tenderar att uppvisa ett positivt samband med direktavkastningen.

Variabeln nettomarginal har ett p-värde på 0,18 och uppvisar ett svagt negativt samband med direktavkastningen. Att detta lönsamhetsmått inte uppvisar samma samband som det föregående beror sannolikt på att nettomarginalen ställer företagens resultat (som inkluderar ej kassaflödespåverkande värdeförändringar) i relation till omsättningen medan förvaltningsresultatet i högre grad påverkas av kassaflödet. Dessutom har majoriteten av fastighetsbolagen som utdelningspolicy att dela ut en viss andel av förvaltningsresultatet vilket stärker regressionens tillförlitlighet avseende förvaltningsresultatets positiva samband med direktavkastningen.

I tabell 4.1 Deskriptiv statistik, syns det att förvaltningsresultat och direktavkastning varje år rör sig åt samma håll. Däremot fluktuerar förvaltningsresultatet mindre än direktavkastningen. Detta beror sannolikt på att direktavkastningen är ett relationstal mellan utdelningen i kronor per aktie och genomsnittlig aktiekurs medan förvaltningsresultatets mått är ett relationstal mellan förvaltningsresultat och totala tillgångar. Eftersom aktiekurserna tenderar att röra sig i större utsträckning än förändringen i fastigheternas tillgångsvärden är fluktuationsdifferenserna en naturlig konsekvens.

4.2.3 Tillväxt

H3: Det finns ett negativt samband mellan tillväxt och direktavkastning.

Market to book uppvisar ett svagt positivt samband och ett högt p-värde (0,6336) medan omsättningstillväxt uppvisar ett negativt samband med en signifikansnivå på 0,0520. Därmed förkastas hypotesen eftersom ingen av variablerna visar sig vara signifikanta på 5-procentsnivån.

Som det redogörs för i teoriavsnittet visar tidigare studier på att tillväxt och direktavkastning korrelerar negativt. Fama och French (2001) menar att stora företag med låg tillväxttakt ger högst utdelning medan unga företag med hög tillväxt och många investeringsmöjligheter ger lägre alternativt ingen utdelning alls. Fastighetsföretagens omsättningstillväxt påvisar ett negativt samband i enlighet med hypotesen och är nära signifikansnivån men eftersom p-värdet ligger strax över skiljegränsen är det inte möjligt att med säkerhet påstå att omsättningstillväxten har en negativ inverkan på fastighetsföretagens direktavkastning. Samtidigt går det inte att ignorera det faktum att regressionsresultatet tyder på att omsättningstillväxten kan ha en viss negativ effekt. Exempelvis ger Balder och Victoria Park noll kronor i utdelning eftersom de enligt respektive bolags utdelningspolicy föredrar att använda tillgängliga medel för att uppnå en hög tillväxt. Å andra sidan uppvisar exempelvis Diös och FastPartner stark tillväxt men har trots det en hög direktavkastning på 5,8 respektive 5,7 procent. Antagligen är det motsatsförhållanden av slik karaktär som ligger bakom det icke-signifikanta resultatet.

4.2.4 Kassaflöde

H4: Det finns ett positivt samband mellan kassaflöde och direktavkastning.

Tvärt emot uppställd hypotes visar regressionen att det finns ett negativt samband mellan kassaflöde och direktavkastning. P-värdet är dock väldigt högt (0,4051) vilket innebär att sambandet är behäftat med en stor grad av osäkerhet.

Resultatet går emot vad flertalet tidigare studier visar. Exempelvis John och Williams (1985) finner att företag vars kassaflöde ökar och genererar likvida medel utöver vad företaget anser sig ha behov av, tenderar att öka utdelningen. Dock menar Aivazian (2006) att eftersom det tycks ligga i ett företags intresse att hålla en stabil och jämn utdelning för att inte sända signaler som kan misstolkas av marknaden är det vanligt att kortsiktiga variationer i kassaflödet inte påverkar utdelningen från år till år.

Utfallet som visar på ett negativt, om än icke-signifikant samband, kan vid utebliven granskning av företagets räkenskaper förefalla något förvånande eftersom kassaflödet påverkar förvaltningsresultatet som i regressionsanalysen uppvisar ett positivt och signifikant samband med direktavkastningen. Korrelationsmatrisen (bilaga 4) visar

dock att kassaflöde och förvaltningsresultat har en korrelation sinsemellan som endast uppgår till -0,16 och eftersom denna korrelation varken överstiger 0,8 eller understiger -0,8 kan variablerna inte sägas vara högt korrelerade med varandra. De mäter inte samma sak och därmed torde förklaringsvärdet i modellen inte begränsas.

Vid granskning av företagens siffror visar det sig att i synnerhet Kungälv men även exempelvis Fabege, Corem, Balder och Victoria Park uppvisar ett kassaflöde från den löpande verksamheten som skiljer sig kraftigt från förvaltningsresultatet och bland flera andra bolag är skillnaden mellan kassaflöde och förvaltningsresultat vissa år relativt stor.

4.2.5 Belåningsgrad

H5: Det finns ett negativt samband mellan belåningsgrad och direktavkastning.

H6: Det finns ett positivt samband mellan belåningsgrad och direktavkastning.

Tidigare teorier och studier visar varierande samband mellan belåningsgrad och direktavkastning. Denna studie visar att sambandet är svagt negativt vilket innebär att företag med en hög belåningsgrad har lägre direktavkastning än företag med lägre belåningsgrad. Dock är p-värdet mycket högt (0,7641) och eftersom sambandet inte är signifikant förkastas hypotesen.

Två hypoteser av motsatt karaktär formulerades eftersom exempelvis Rozeff (1986) hävdar att utdelningsnivån tenderar att sjunka när den finansiella hävstången ökar medan exempelvis Ross (1977) finner ett positivt samband mellan hög belåning och utdelning eftersom endast välmående företag har den finansiella styrkan att ha en hög belåningsgrad.

Bakgrunden till att variabeln belåningsgrad uppvisar ett samband som är långt ifrån signifikant redogörs för i stycket nedan.

Som framgår ur data hämtad i bolagens årsredovisningar har exempelvis Corem, Diös och Klöver en belåningsgrad som i genomsnitt uppgår till mellan 63 och 66 procent men medan Corem har en genomsnittlig direktavkastning på 3 procent, har Diös och Klöver en direktavkastning som i genomsnitt uppgår till 5,8 respektive 5,5 procent. FastPartners belåningsgrad ligger kring 60 procent och den genomsnittliga direktavkastningen uppgår till knappt 5,7 procent medan Sagax vars belåningsgrad i genomsnitt uppgår till cirka 66 procent endast har en genomsnittlig direktavkastning på 1,7 procent. HEBAs direktavkastning ligger i nivå med Sagax men belåningsgraden är betydligt lägre och uppgår till 26 procent. Hufvudstaden har en genomsnittlig belåningsgrad som uppgår till 19 procent medan direktavkastningen i genomsnitt ligger på knappt 3,6 procent. Både Castellum och Wallenstam har en belåningsgrad på strax över 50 procent men medan Castellums genomsnittliga

direktavkastning uppgår till cirka 4,8 procent, uppgår Wallenstams till knappt 2,4 procent. Balder och Victoria Park har i genomsnitt en belåningsgrad på cirka 60 respektive 42 procent men har en direktavkastning på 0 procent.

Ovanstående illustrerar att det finns viktigare faktorer än belåningsgrad som fastighetsföretagen tar hänsyn till vid bestämmande av utdelningspolicy.

4.2.6 Aktieåterköp

H7: Det finns ett negativt samband mellan aktieåterköp och direktavkastning.

Regressionen visar att det finns ett positivt samband mellan återköp och direktavkastning. Med ett p-värde på 0,0248 uppvisar denna variabel ett signifikant samband.

Tidigare studier påvisar ofta ett negativt samband. Berk och DeMarzo (2014) skriver att ju mer återköp ett företag gör desto mindre andel av det fria egna kapitalet kan användas till utdelning. Dittmar (2000) menar att aktieåterköp kan ses som ett substitut till utdelning och att det vanligaste motivet till att genomföra återköp av aktier är att aktien anses undervärderad. Vermaelen (1981) menar att återköp dels kan ge en positiv signal då det ger en indikation om att bolaget finner aktien undervärderad, dels en negativ signal då det tyder på att bolaget har brist på bra investeringsmöjligheter.

Vi förhåller oss skeptiska till regressionens resultat avseende variabeln återköp. Dels är återköp i regressionen definierad som en dummyvariabel vilket innebär att ingen hänsyn tas till antalet aktier som återköps. Dels är det troligt att det är återköpen som utförs av Diös respektive Klöver år 2012 (de enda återköp dessa bolag gör under perioden 2009-2013) och som sammanhänger med att de båda bolagens direktavkastning detta år är betydligt högre än föregående år, som leder till att återköp uppvisar ett signifikant positivt samband med direktavkastning. På frågan om återköp svarar Diös finanschef att återköpet gjordes eftersom aktiekursen vida understeg substansen men att det inte påverkade utdelningen till aktieägarna. Vid granskning av Diös räkenskaper framgår det också att bolaget ökar förvaltningsresultatet kraftigt under 2012 jämfört med 2011. Utdelningen i kronor per aktie ökar från 1,10 till 2,30 samtidigt som den genomsnittliga aktiekursen minskar från 35,6 kronor till 33,10 kronor. Det innebär att direktavkastningen ökar från 3,1 procent till 7,0 procent. Även Klöver ökar under 2012 sitt förvaltningsresultat och höjer utdelningen från 1,25 till 1,50 kronor per aktie samtidigt som aktien i genomsnitt kostar 25 kronor jämfört med 30 kronor året innan. Direktavkastningen ökar därmed från 4,2 procent till 6,0 procent.

Dessa sammanträffanden, med ökade förvaltningsresultat, högre utdelning och lägre aktiekurser ledde alltså till att direktavkastningen ökade markant samtidigt som

bolagen samma år gjorde återköp eftersom de (åtminstone Diös) ansåg att aktien var för billig i förhållande till substansvärdet. Det är tänkbart att de förbättrade förvaltningsresultaten gett både Diös och Klövermöjlighet att höja utdelningen än mer men måhända har företagen i enlighet med utjämnings teorin varit försiktiga med att höja utdelningen allt för mycket för att undvika ännu högre utdelningsfluktuation. En eventuell utdelningssänkning nästkommande år kan ju dessutom enligt signaleringsteorin leda till att företagen riskerar att sända signaler som kan misstolkas av marknaden vars aktörer tappar intresset för företagets aktier vilket leder till lägre aktiekurser. Även om företagets utdelningsandel av förvaltningsresultatet under perioden 2009-2013 låg som högst år 2012 kan det inte uteslutas att det var av ovanstående anledning som företagen gjorde återköp under 2012.

Liknande samband syns dock inte mellan direktavkastning och de återköp som görs av övriga fastighetsföretag. De år som Corem gör återköp har direktavkastningen både ökat och minskat. De två år som Fabege gör återköp minskar direktavkastningen en aning vilket även sker när Sagax gör sitt enda återköp år 2013. För Wallenstam som gör återköp varje år minskar direktavkastningen samtliga år förutom det sista då den ökar. Med hänsyn till att Diös och Klövermöjlighets återköpssituation sticker ut vågar vi inte förlita oss på regressionens resultat eftersom detta troligtvis i stor utsträckning påverkas av de återköp dessa bolag gjorde under 2012.

4.2.7 Tidigare års utdelning

H8: Det finns ett positivt samband mellan tidigare års utdelning och direktavkastning.

Tabell 4.6 Regression med tidigare års utdelning

Regression med tidigare års utdelning som ensam oberoende variabel					
2013	Dependent Variable: NUM2013				
	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	C	0.004163	0.001889	2.203863	0.0462
	NUM2012	0.815845	0.048689	16.75623	0
	R-squared	0.955748	F-statistic	280.7711	
	Adjusted R-squared	0.952344	Prob(F-statistic)	0	
2012	Dependent Variable: NUM2012				
	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	C	0.006709	0.007291	0.920158	0.3742
	NUM2011	0.880194	0.209564	4.200124	0.001
	R-squared	0.575732	F-statistic	17.64104	
	Adjusted R-squared	0.543096	Prob(F-statistic)	0.001039	
2011	Dependent Variable: NUM2011				
	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	C	0.002095	0.004248	0.493246	0.6301
	NUM2010	0.82281	0.108674	7.571349	0
	R-squared	0.815145	F-statistic	57.32532	
	Adjusted R-squared	0.800925	Prob(F-statistic)	0.000004	

I tabell 4.6 visas tre regressioner för åren 2013, 2012 och 2011 med föregående års direktavkastning som enda oberoende variabel. Resultaten visar att föregående års direktavkastning har ett starkt signifikant samband med årets direktavkastning. Detta överensstämmer väl med tidigare studier och teorier, däribland Lintners (1956) utjämningssteori som innebär att företagen försöker jämna ut utdelningarna så att de följer de långsiktiga vinstnivåerna. I enlighet med utjämningssteorin tyder regressionerna ovan på att fastighetsbolagen tenderar att vara försiktiga med att kortsiktigt höja utdelningen till en nivå som gör att de sedan behöver justera ner den igen. Förfarandet hänger enligt Deshmukh (2003) ihop med att företag inte vill ge fel signaler till marknaden om de senare tvingas sänka utdelningen.

4.2.8 Signifikanta variabler

Regressionsanalysen visar att sambandet mellan företagsstorlek, belåningsgrad, kassaflöde, market to book, omsättningstillväxt, nettomarginal och fastighetsföretagens direktavkastning inte statistiskt går att säkerställa. Som redogörs för ovan kan regressionens resultat avseende variabeln återköp ifrågasättas. Därmed finner vi att tidigare års utdelning samt lönsamhetsmålet förvaltningsresultat genom totala tillgångar är de enda av de kvantitativa variablerna som trovärdigt kan sägas ha en signifikant inverkan på fastighetsföretagens direktavkastning. Detta tyder på att kvalitativa aspekter såsom mål, tillväxtstrategier, traditioner och löften gentemot aktieägarna kan ha en stor påverkan vid företagets val av utdelningspolicy. Dessa faktorer undersöks närmare i nästkommande avsnitt.

4.3 Innehållsanalys

Det empiriska materialet i avsnitt 4.3 med tillhörande underrubriker härrör från de 15 fastighetsföretagens årsredovisningar.

Under perioden 2009-2013 ligger den genomsnittliga direktavkastningsnivån för de 15 fastighetsbolagen på knappt 3,5 procent. Bland de årsredovisningar som granskats är det ett återkommande tema att företagens styrelser finner att föreslagen vinstutdelning är försvarlig med hänsyn till de bedömningskriterier som anges i 17 kap. 3 § andra och tredje styckena i Aktiebolagslagen. Dessa kriterier avser verksamhetens art, omfattning och risker samt konsolideringsbehov, likviditet och ställning i övrigt.

Styrelsen i respektive företag anger vanligen att bolagets och koncernens egna kapital efter den föreslagna vinstutdelningen kommer vara tillräckligt stort för verksamhetens art, omfattning och risker och att de bland annat beaktar bolagets och koncernens soliditet, historiska och budgeterade utveckling, investeringsplaner, kommande utbetalningar avseende skatteärenden samt konjunkurläget.

4.3.1 Finansiella mål

Flertalet av företagen anger övergripande mål som ligger i linje med att långsiktigt generera största möjliga riskjusterade avkastning för aktieägarna. Under perioden 2009-2013 uppgår den genomsnittliga avkastningen på eget kapital för de 15 bolagen till 12,3 procent. Genomsnittlig förvaltningsresultattillväxt för bolagen (exklusive Victoria Park som endast uppnår ett positivt förvaltningsresultat 2012) uppgår under perioden 2009-2013 till 10,7 procent.

Utan att gå in i detalj på respektive bolags finansiella målsättning kan vi utifrån företagens årsredovisningar för 2013 konstatera att en del av bolagen har haft svårt att uppnå sina tillväxtnål medan andra överträffat desamma. I båda fall kan det i enlighet med Miller och Modiglianis (1961) irrelevante teori argumenteras för att en lägre utdelning skulle kunna vara fördelaktig. Om de pengar som delas ut istället investeras i projekt som leder till ett ökat förvaltningsresultat, ökar möjligheterna för företagen att uppnå de tillväxtnål som är kopplade till högre förvaltningsresultat. Bolag som överträffar sina finansiella mål och har hög tillväxt skulle, om de istället återinvesterade en större andel av den balanserade vinsten i andra lönsamma projekt, kunna generera en högre totalavkastning för aktieägarna.

Ett flertal av bolagen anger mål för avkastning på eget kapital. Ju större andel främmande kapital som finansierar verksamheten desto större blir hävstångseffekten. Ett lönsamt bolag kan på så sätt uppnå hög avkastning på eget kapital om soliditeten hålls på en låg nivå. En av flera anledningar till att majoriteten av de undersökta bolagen väljer att dela ut en del av det fria egna kapitalet kan tänkas vara för att infria

finansiella mål som avser soliditet och avkastning på eget kapital. För att dra paralleller till Miller och Modiglianis (1961) irrelevante teori skulle bolagen likväl kunna bibehålla soliditeten på önskad nivå genom att minska utdelningen och samtidigt ta nya lån. På så sätt behöver inte en minskad utdelning leda till att andelen eget kapital i förhållande till totalt kapital ökar, utan den större summan eget kapital kan användas som säkerhet vid upptagande av nya lån och tillsammans med det främmande kapitalet nyttjas till investeringar i nya och befintliga fastighetsprojekt.

4.3.2 Fastighetsföretagens utdelningspolicy

Majoriteteten av fastighetsbolagen kopplar utdelningsnivån till förvaltningsresultatet. Under perioden 2009-2013 gör de flesta av företagen inga större förändringar i utdelningspolicy (se bilaga 2 för respektive företags utdelningspolicy) vilket tyder på att bolagen, i enlighet med Lintners (1956) utjämnings teori, strävar efter att hålla utdelningen på en jämn nivå som stiger i takt med förvaltningsresultatet. Nedanstående citat är hämtade från respektive företags årsredovisning för 2013 och är tänkta att ge uttryck för hur några av de undersökta fastighetsbolagen resonerar kring sin utdelningspolicy och hur viktig denna tycks vara för vissa företag.

Atrium Ljungberg

”Ägarna ska långsiktigt få del av bolagets resultat med en utdelning på stabil nivå”.

”Sedan börsintroduktionen 1994 har bolaget aldrig sänkt en utdelning i kronor per aktie”.

Castellum

”Castellum skall ge aktieägarna en konkurrenskraftig utdelning”.

”Castellum har höjt utdelningen 16 år i rad”.

Hufvudstaden

”Hufvudstadsaktien ska ha en god utdelningstillväxt över tiden”.

Wallenstam

”Ambition är även att verksamheten ska ge en långsiktig och stabil utdelningsnivå över tiden”.

Diös Fastigheter

”Den höga direktavkastningen gör Diös till ett av de bäst avkastande bolagen på den svenska börsen”.

FastPartner

”Detta är den högsta utdelning någonsin som FastPartner lämnat”.

”Utdelningen per stamaktie har ökat från 50 öre för år 2002 till föreslagen utdelning på 3,10 kronor för år 2013”.

Av ovanstående citat ges intrycket att flera av fastighetsbolagen ser aktieutdelning som en tradition och sätter stolthet i att ha en utdelning som är såväl stabil som

ökande över tiden. Citaten från Castellum och Diös tyder även på att det finns en viss konkurrenssituation mellan bolagen och det företag som ger högst utdelning verkar se sig som vinnare. Detta ligger i linje med Frankfurter och Lanes (1992) påstående om att utdelningar blivit en tradition och ledningen tar beslut om att betala utdelning i hopp och tro om att detta ska öka aktiernas attraktivitet. Citaten indikerar också att bolagen använder utdelningen till att ge signaler till aktiemarknaden. Förfarandet är i enlighet med signaleringsteorin som bygger på att företag genom sin utdelningspolicy kan ge information och fingervisningar om företagets finansiella situation och framtida intäkter (Black 1976; Bhattacharya 1979). Att ovanstående fastighetsbolag strävar efter att ha en stabil utdelning som ökar över tiden kan ha att göra med att ledningen i enlighet med Kalays (1980), Beiners (2001) och Deshmukhs (2003) slutsatser är rädda för att en sänkt utdelning ger en negativ och eventuellt felaktig signaleffekt till investerare om företagets framtida intäkter och lönsamhet. Fastighetsföretagen bör dock vara försiktiga med att i allt för hög utsträckning fokusera på utdelningsnivån. Jain, Shekhar och Toreby (2002) menar nämligen att en utdelningsökning dels kan tolkas som att företaget inte har tillräckligt bra investeringsalternativ, dels som att företagets nuvarande och framtida investeringar förväntas generera så pass hög avkastning att företaget har möjlighet att höja utdelningen. Detta tyder på att bolagen istället bör lägga stort fokus på att ha en tydlig utdelningspolicy och framföra konkreta anledningar och argument vid de tillfällen utdelningen avviker från den förväntade. Bhattacharya (1979) menar att en sänkning av utdelningsnivån inte behöver vara negativ eftersom det i vissa branscher under en viss tidpunkt kan finnas investeringsmöjligheter som förväntas generera hög avkastning. Om ett lönsamt fastighetsbolag sänker utdelningen på grund av goda investeringsmöjligheter ökar sannolikt chansen för positiva reaktioner och att negativa diton uteblir om företaget tydligt kommunicerar anledningen.

Ett flertal av fastighetsbolagen på såväl Large- som Mid Cap-listorna uppger att de avser att dela ut minst 50 procent av förvaltningsresultatet, antingen före eller efter skatt. Endast Wallenstam av de fem bolagen på Large Cap avviker från den policyn och uppger att det redovisade resultatet i första hand ska återinvesteras i rörelsen för en fortsatt utveckling av koncernens kärnverksamhet och därigenom ökad substansstillväxt. Detta ligger i linje med irrelevansteorin. Bolaget har dock som ambition att verksamheten ska ge en långsiktig och stabil utdelningsnivå över tiden, vilket snarare överensstämmer med utjämnningsteorin. Wallenstam skriver i sin årsredovisning (2013) att det råder en enorm bostadsbrist i Sveriges tillväxtregioner och att företaget har en produktion som gör det lönsamt att bygga hyresrätter. Argument av sådan karaktär bidrar troligtvis till att investerare får ökad förståelse för vald utdelningspolicy och att rätt signalvärde därmed sänds ut till nuvarande och presumtiva aktieägare.

Bland de fastighetsbolag på Mid Cap-listan som avviker från utdelningspolicyn om att dela ut minst 50 procent av förvaltningsresultatet kan nämnas FastPartner som uppger att utdelningen till stamaktieägarna skall uppgå till minst en tredjedel av resultatet

före skatt och orealiserade värdeförändringar, HEBA vars mål är att aktieutdelningen skall uppgå till cirka 70 procent av förvaltningsresultatet efter skatt och Sagax som har en utdelningspolicy som syftar till att medge en fortsatt tillväxt samt en god beredskap att tillvarata affärsmöjligheter. Inklusivt preferensutdelningen, skall Sagax utdelning uppgå till cirka en tredjedel av förvaltningsresultatet per år. Vinster av engångskaraktär kan därtill komma att överföras till aktieägarna. I realiteten har FastPartner under perioden 2009-2013 delat ut som minst drygt 47 procent och som mest drygt 71 procent av resultatet före skatt och orealiserade värdeförändringar. Det låga utdelningsmålet tyder på att bolaget vissa år, eventuellt för att de ser goda investeringsmöjligheter, vill kunna sänka utdelningen men ändå hålla sig inom utdelningspolicyns gränser. På så sätt kanske bolaget kan undvika att sända fel signaler till marknaden. HEBA har varje år legat nära sitt mål vilket tyder på att bolaget vill signalera stabilitet. Förutom 2009 då andelen låg på 17 procent har Sagax stam- och preferensaktieutdelningsandel av förvaltningsresultatet legat mellan 34 och 39 procent vilket är strax över målnivån. Samtidigt har utdelningen per aktie haft en jämn utdelningstillväxt medan direktavkastningen legat stabilt kring 2-procentsnivån. Sagax utdelningspolicy tyder på att bolaget inte konkurrerar om att vinna aktieägarnas gunst genom hög direktavkastning utan snarare verkar bolaget i enlighet med signalerings- och utjämnings teorin vilja signalera att bolaget har en stabil direktavkastning, om än relativt låg för att ha en god beredskap att tillvarata affärsmöjligheter.

Liksom Sagax inkluderar Klöverns preferensutdelningen i sin utdelningspolicy och har som mål att utdelningen för stam- och preferensaktieslagen långsiktigt bör uppgå till minst 50 procent av förvaltningsresultatet.

Kungsleden har de senaste åren haft en oklar skattesituation och uppger att de från och med 2013 antagit en ny utdelningspolicy som bättre ska återspegla det långsiktiga värdeskapandet i Kungsleden. Under de närmaste åren kommer utdelningen vara förhållandevis låg och anpassas till behovet av likviditetsberedskap och investeringar i fastigheter för framtida intjäning. På några års sikt är målet att utdelningen ska uppgå till 50 procent av förvaltningsresultatet.

Utöver att dela ut 50 procent av förvaltningsresultatet efter skatt avser Wihlborgs att även dela ut 50 procent av realiserat resultat från fastighetsförsäljningar.

Eftersom de flesta fastighetsföretag relaterar sin utdelning till förvaltningsresultatet, som bland fastighetsbolag med en historia av lönsamhet tenderar att uppvisa en relativt stabil ökning, såvida inte stora transaktioner sker, kan många av bolagen sägas ha en utdelningspolicy som påminner om den utdelningspraxis som Lintner (1956) anser är optimal. Lintner menar nämligen att aktieägare föredrar små öknings av utdelningen för varje utdelningsperiod. Att fastighetsföretagen generellt låter utdelningen vara beroende av förvaltningsresultatet överensstämmer också med Bakers (2009) studie som visar att bolagsledningar föredrar att hålla en jämn

utdelningsnivå framför att dela ut den residual från kassaflödet som är kvar efter gjorda investeringar.

Många av fastighetsbolagen lägger i sin utdelningspolicy in en reservation som innebär att utdelningsnivån kan komma att skilja sig från angiven utdelningspolicy om investeringar, konsolideringsbehov, likviditet eller bolagets finansiella ställning i övrigt motiverar en avvikelse. Miller och Modigliani (1961) menar i sin irrelevansteori att investeringar med positiva nettonuvärden alltid bör prioriteras framför utdelningar. Reservationen tyder därför på att de flesta fastighetsbolag vid vissa tillfällen kan tänka sig att ”förlita sig på irrelevansteorin” och frånga sin utdelningspolicy för att exempelvis använda en större del av det fria kapitalet till att göra investeringar.

De två fastighetsbolag som inte lämnar någon utdelning till stamaktieägarna, Balder och Victoria Park, har emitterat kapital genom utgivande av preferensaktier och lämnar utdelning till preferensaktieägarna i enlighet med bolagsordningens bestämmelser. Bolagen anger även liknande argument för vald utdelningspolicy. Balder uppger att eftersom bolaget under de närmaste åren prioriterar tillväxt, kapitalstruktur och likviditet kommer utdelningen för stamaktien att vara låg eller helt utebli. Victoria Park anger samma anledning till utebliven utdelning. Balder anser att den bästa totalavkastningen för stamaktieägarna uppnås på detta sätt. Som argument för utdelningspolicyn lyfter såväl Balder som Victoria Park fram att de kommer växa genom att investera i nya förvärv, i befintliga fastigheter samt i projekt. Balders ambition är att skapa en betydande portfölj av byggrätter avseende exploaterings- och projektfastigheter, med målsättningen att årligen nyproducera ett stort antal bostäder, såväl hyresrätter som bostadsrätter. Bolagens strategier har tydliga kopplingar till Miller och Modiglianis (1961) irrelevansteori som utgår från att det enda som skapar företagsvärde är de investeringar företagen gör och att utdelningsnivån därmed är irrelevant för aktieägarna. Av denna anledning anser Miller och Modigliani att utdelningspolicyn alltid skall vara underordnad investeringspolicyn. I likhet med vad som nämns i stycket där Wallenstams utdelningspolicy behandlas finner vi det rimligt att anta att företag troligen kan få aktieägarnas och presumtiva investerares förståelse för valet av utdelningspolicy såvida de anger tydliga och förnuftiga argument för varför stark tillväxt prioriteras framför hög utdelningsnivå.

Under perioden 2009-2013 uppgår Balders genomsnittliga avkastning på eget kapital till 18,2 procent per år medan förvaltningsresultatet i genomsnitt ökade med 28,4 procent. Både det egna kapitalet och balansomslutningen har under perioden ökat kraftigt samtidigt som bolaget höjt sin soliditetsnivå. Förutom att finansiera expansionen genom balanserade vinstmedel och upptagande av nya lån har företaget även ökat sitt egna kapital genom utgivande av preferensaktier. Det emitterade preferenskapitalet har bidragit till Balders starka tillväxt och av marknadens reaktion att döma verkar investerare nöjda med den utdelnings- och tillväxtstrategi bolaget tillämpar eftersom börsvärdet flerdubblats de senaste åren.

Så länge bolagen är tydliga i sin kommunikation och beskriver varför vald utdelningspolicy är lämplig i förhållande till finansiella mål och framtida tillväxtambitioner, är det i enlighet med signaleringsteorin sannolikt att fastighetsföretagen kan ge signaler som av marknaden upplevs som positiva, oavsett aktuell utdelningsnivå. Sett till den börskursutveckling Balder och Victoria Park samt lågutdelaren Sagax visat upp på senare år, tyder mycket på att marknaden till största del lägger vikt vid vilken totalavkastning en investering i fastighetsbolagen genererar, oavsett om avkastningen endast härrör från aktiekursens utveckling eller från både börskursens förändring och aktuell utdelning.

Bortsett från de bolag som inte ger någon utdelning tenderar de fastighetsföretag som under perioden successivt ökar sitt förvaltningsresultat att höja utdelningen i jämbördig takt. Bland de bolag, exempelvis Fabege, FastPartner och Klöverm som uppvisar fluktuerande eller minskande förvaltningsresultat syns dock tendenser till att bolagen vill jämna ut utdelningen så att den inte förändras i lika hög utsträckning som förvaltningsresultatet mellan olika år. Det finns därmed tecken på att utjämnningsteorin i generella termer är applicerbar bland dessa fastighetsbolag. Tabell 4.7 nedan är en sammanställning över företagens direktavkastningsnivåer och andelen av förvaltningsresultatet som bolagen delar ut.

Tabell 4.7 Sammanställning över direktavkastning och utdelningsandel

	2009	2010	2011	2012	2013	Genomsnitt
Atrium Ljungberg						
Direktavkastning	3.5%	3.4%	3.3%	3.5%	3.4%	3.4%
Utdelningsandel	43.7%	46.5%	48.9%	49.8%	47.7%	47.3%
Castellum						
Direktavkastning	6.0%	4.7%	4.1%	4.5%	4.5%	4.8%
Utdelningsandel	50.8%	51.7%	51.7%	51.6%	51.8%	51.5%
Fabege						
Direktavkastning	5.7%	5.5%	4.8%	5.0%	4.2%	5.0%
Utdelningsandel	39.2%	62.7%	86.5%	70.3%	80.7%	67.9%
Hufvudstaden						
Direktavkastning	4.2%	3.6%	3.4%	3.3%	3.3%	3.6%
Utdelningsandel	55.1%	58.6%	62.3%	60.2%	57.3%	58.7%
Wallenstam						
Direktavkastning	3.5%	2.4%	1.9%	1.8%	2.3%	2.4%
Utdelningsandel	54.7%	60.0%	60.1%	57.0%	78.7%	62.1%
Corem Property Group						
Direktavkastning	3.7%	2.7%	2.2%	3.0%	3.4%	3.0%
Utdelningsandel	16.9%	32.6%	51.2%	41.8%	57.6%	40.0%
Diös Fastigheter						
Direktavkastning	7.5%	5.8%	3.1%	7.0%	5.7%	5.8%
Utdelningsandel	45.4%	46.7%	33.1%	50.6%	48.6%	44.9%
Fast Partner						
Direktavkastning	7.4%	5.7%	5.7%	5.2%	4.3%	5.7%
Utdelningsandel	47.3%	58.8%	67.5%	65.2%	57.5%	59.3%
Balder						
Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Utdelningsandel	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
HEBA						
Direktavkastning	1.9%	1.9%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%
Utdelningsandel	50.9%	53.3%	50.9%	52.8%	52.0%	52.0%
Klövern						
Direktavkastning	6.3%	5.5%	4.2%	6.0%	5.3%	5.5%
Utdelningsandel	41.0%	55.0%	79.0%	83.0%	68.0%	65.2%
Kungsleden						
Direktavkastning	9.4%	4.1%	5.3%	2.7%	3.1%	4.9%
Utdelningsandel	136.5%	162.5%	83.7%	30.7%	31.1%	88.9%
Sagax						
Direktavkastning	0.0%	2.0%	1.9%	2.3%	2.0%	1.7%
Utdelningsandel	0.0%	14.5%	17.4%	20.0%	20.1%	14.4%
Victoria Park						
Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Utdelningsandel	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Wihlborgs						
Direktavkastning	5.9%	4.3%	4.1%	4.2%	4.0%	4.5%
Utdelningsandel	45.3%	44.3%	43.9%	44.9%	43.6%	44.4%
Genomsnitt, alla bolag						
Direktavkastning	4.3%	3.5%	3.0%	3.3%	3.1%	3.5%
Utdelningsandel	41.8%	49.8%	49.1%	45.2%	46.3%	46.4%

Av tabell 4.7 ovan framgår det att fastighetsföretagen i stor utsträckning förhåller sig till den utdelningspolicy de kommunicerat att de har för avsikt att tillämpa. Anledningen till att direktavkastningen i flertalet av bolagen uppvisar högst nivåer år 2009 trots att utdelningsandelen tenderar att vara lägst detta år, beror till stor del på att finanskrisen bidrog till att börskurserna var relativt låga. Eftersom fastighetsföretagen

generellt sett lyckas generera positiva förvaltningsresultat även i svåra tider och inte minskar utdelningen i samma utsträckning som börskurserna faller, blir den högre direktavkastningsnivån en naturlig konsekvens. Att flera av bolagen väljer att dela ut en något lägre andel 2009 tyder på förnuft men att utdelningsandelen inte är ännu lägre indikerar samtidigt att företagen i enlighet med utjämnings- respektive signaleringsteorin vill hålla utdelningen på en stabil nivå för att signalera finansiell styrka. Genomsnittet för alla bolag visar att utdelningsandelen är som störst 2010 och 2011. Detta kan bero på att den finansiella situationen i världsekonomin förbättrats och att företagen därmed känner sig trygga i att dela ut en större andel av förvaltningsresultatet. Samtidigt har åren av finansiell oro sannolikt föranlett att transaktioner och fastighetsinvesteringar skjutits på framtiden vilket medfört ett överskott av kapital som företagen inte anser sig ha behov av aktuella år. Åren 2012 och 2013 ligger utdelningsandelen några procentenheter lägre än 2010 och 2011. Sannolikt har ökade transaktionsvolymerna och nya fastighetsinvesteringar en viss inverkan på detta faktum.

4.3.3 Återköp

Ett flertal av fastighetsbolagen anger i sina årsredovisningar för 2013 att de av årsstämman fått mandat att göra återköp av egna aktier. Vanligen uppges syftet vara att möjliggöra justering av kapitalstrukturen beroende på aktuellt kapitalbehov samt att kunna överlåta aktier som likvid i samband med fastighetsförvärv. Endast Hufvudstaden, Wallenstam och Klöver poängterar att återköp kan bidra till ökat värde för aktieägarna eftersom det, som Wallenstam skriver, är en aktieägarvänlig åtgärd som fördelar övertillägget till aktieägarna. Vermaelen (1981), Jagannathan, Stephens och Weisbach (2000) samt Dittmar (2000) menar att återköp görs eftersom företagsledningen är medveten om utdelningens negativa skatteeffekt och att aktieägarna undgår denna i den mån aktieåterköp istället görs. Inget av bolagen nämner dock utdelningens negativa skatteeffekt som anledning till att göra återköp även om det eventuellt är detta förhållande Wallenstam syftar på.

Trots mandaten att göra återköp, är det få av bolagen som använder återköp som ett seriöst alternativ till kontant utdelning. Av samtliga bolag är det endast Wallenstam som konsekvent utnyttjar återköpsmandatet och gör återköp varje år under den undersökta perioden. Av de två andra bolagen som nämner att denna alternativa utdelningsform kan bidra till ökat värde för aktieägarna, utnyttjar Hufvudstaden inte mandatet under något av åren medan Klöver endast återköpte aktier år 2012.

4.4 Utdelningsrelaterade förhållningssätt bland fastighetsbolag

Nedanstående intervjufrågor sändes per email till finanschefen inom respektive bolag. Bland de företag som lämnar utdelning till sina stamaktieägare valde Ulrika Danielsson på Castellum, Susann Linde på Wallenstam, Rolf Larsson på Diös, Jens Andersson på Klöver samt Arvid Liepe på Wihlborgs att besvara våra frågor. Likaså gjorde Marcus Hansson på Balder och Peter Strand (VD) på Victoria Park, som inte ger utdelning till stamaktieägarna. Avsikten med detta avsnitt är att översiktligt återge och analysera hur ovanstående bolag, representerade av företagens finanschefer, förhåller sig till utdelningsrelaterade frågor. I bilaga 3 presenteras de ordagranna svaren i sin helhet.

1. Av vilka anledningar ger ni utdelning till era aktieägare?

Som anledning till att Castellum ger utdelning anger de att en viktig faktor är att bolaget redan från starten haft ett ”löfte” till ägarna om att leverera utdelning. Eftersom Castellum sedan börsnoteringen 1997 haft en årlig utdelningstillväxt förväntar sig investerarna att detta mönster ska bestå. Castellum menar att det är en del av vad bolaget erbjuder och som företaget måste vårda. Som skäl till att Wallenstam lämnar utdelning nämner de att aktieägarna ska få ta del av den tillväxt som bolaget har och känna att de är en del av utvecklingen. Klöver lyfter fram att fastighetsbolag förväntas ge utdelning och Wihlborgs framhåller att aktieägarna bör få avkastning genom såväl utdelning som värdetillväxt. Diös anger ingen anledning utan hänvisar till att det är årsstämman som på styrelsens inrådan fattar beslut om utdelningen.

Till Balder och Victoria Park ställdes frågan om av vilka anledningar de inte ger utdelning till sina aktieägare. Balder anger att de tycker att bolaget är för litet och vill få det att växa. Victoria Park uppger att bolaget befinner sig i en uppbyggnadsfas där allt tillgängligt kapital behövs för investeringar i befintliga såväl som nya fastigheter.

Ovan angivna svar tyder på att utdelningar för vissa av fastighetsföretagen har blivit en tradition och i likhet med vad Frankfurter och Lane (1992) påpekar, kan detta bero på att bolagsledningen i företag som delar ut en del av vinsten har en förhoppning om att utdelningen ska upprätthålla intresset för att investera i bolagets aktie. Alkebäcks (1997) undersökning tyder på att företag noterade på Stockholmsbörsen, betalar utdelning dels för att ge signaler om framtida lönsamhet, dels för att tillfredsställa aktieägarna. I ovanstående svar går det att skönja teorin om klienteffekten som innebär att företag anpassar sin utdelningspolicy för att attrahera olika typer av investerare. Castellum talar om att de har ett ”löfte” till ägarna. Wallenstam vill att ägarna skall känna att de är en del av utvecklingen. Det tyder på att bolagen vill ha en stabil ägarkrets som ser långsiktigt på sina innehav. Allen, Bernardo och Welch (2000) hävdar att ett sådant investerarperspektiv är vanligt bland pensionärer som gärna investerar i aktiebolag som ger en hög och stabil utdelning. De finner också att i

de fall institutionella investerare har skattefördelar vid utdelningar föredrar de att investera i företag som ger utdelning.

I denna studie görs ingen djupare analys kring bolagens ägarkrets. Det kan dock konstateras att en del av företagen uppenbarligen har en utdelningspolicy som syftar till att blidka utdelningsintresserade aktieägares intressen. Bland dessa bolag finns varken Balder eller Victoria Park som istället kan antas ha aktieägare som först och främst är intresserade av en stark aktiekursutveckling och hög värdetillväxt för bolagen.

2. Hur tror/uppfattar ni att företagets börsvärde påverkas av olika utdelningsnivåer?

Castellum framhåller att utdelningen på kort sikt kan driva aktiekursen men att kursen på utdelningsdagen oftast faller i nivå med verkställd utdelning. Castellum håller det därför som troligt att den framtida utdelningstillväxten över tid är viktigare för företagets börsvärde än utdelningsnivån i sig. Diös tror att en hög utdelning lockar investerare till aktien, vilket medför en högre kurs än om utdelningen vore lägre. Klöverner menar att det troligtvis är gynnsamt att ge en utdelning som ligger i nivå med eller något över konkurrenternas. Wihlborgs ser det som en betydelsefull faktor för att prissätta en aktie och att en högre utdelningsnivå därför bör ha en positiv effekt. Wallenstam framhåller att dagens låga ränteläge kan leda till att investerare sänker sina direktavkastningskrav.

Balder tror att företagets börsvärde inte längre alls påverkas av olika utdelningsnivåer. Victoria Park menar att företagets kassaflöde i dagsläget inte är tillräckligt stort och att bolaget måste ta lån för att finansiera tillväxten. Att låna och samtidigt dela ut anses vara dumt och eftersom investerare är medvetna om att Victoria Park befinner sig i ett tidigt skede av livscykeln, tror bolagets VD att aktievärdet inte påverkas av att företaget inte ger någon utdelning.

Ovanstående svar tyder på att finanscheferna på de fastighetsbolag som ger utdelning tenderar att se ett positivt samband mellan utdelningsnivå och aktievärdet precis som de finansdirektörer som intervjuades av Baker och Powell (1999). Att företrädarna på Balder och Victoria Park inte ser att denna koppling kan appliceras på deras bolag beror sannolikt på att företagens utdelningspolicy innebär att de inte lämnar någon utdelning och att aktieinnehav i bolagen de senaste åren gett en högre avkastning än den totalavkastning aktieinnehav i ett flertal av de bolag som lämnar utdelning genererat. Denna utveckling ger stöd åt irrelevante teorin och överensstämmer med resultatet från Black och Scholes (1973) studie där författarna inte finner något positivt samband mellan utdelning och aktieavkastning.

3. Varför behåller ni inte en större del av den balanserade vinsten till att göra investeringar med en beräknad direktavkastning högre än den direktavkastning aktieägarna erhåller i form av utdelning (och som de med vanlig aktiedepå behöver skatta för)?

Castellum menar att bolaget har som löfte att dela ut minst 50 procent av förvaltningsresultatet och att resterande kan kapitaliseras upp och användas till investeringar. De framhåller också att utdelningspolicyn är en del av ett större sammanhang som handlar om tillväxtmål, investeringsvolym samt begränsningar i belåning. Om Castellum exempelvis sänker utdelningen bör bolaget samtidigt öka tillväxtmålet och investeringsvolymen. Castellum anser att de olika delarna sammantaget leder till en bra balans och påpekar att en aktie är ett erbjudande eller en produkt där bolaget ska hålla sin linje och leverera det som sagts. Till följd av kommunicerade löften har företaget aktieägare som förväntar sig, och vill ha utdelning.

Wallenstam menar att de har en god finansiell position med 40 procent i soliditet och känner inget behov av att inte dela ut eftersom bolaget ändå gör de investeringar som krävs. Wihlborgs framhåller liknande argument och menar att bolagets starka kassaflöde ger företaget möjlighet att ta tillvara på attraktiva tillväxtpotentialer och ändå betala utdelning. Klövern påpekar återigen att fastighetsbolag av tradition förväntas dela ut delar av vinsten medan Diös upprepar att utdelningsbeslutet på inrådan av styrelsen fattas av årsstämman.

Även ovanstående svar tyder på att bolagen som delar ut gör det av tradition och för att de, i enlighet med teorin om klienteffekten, värnar om och vill behålla de långsiktiga aktieägare som eventuellt hade sålt sina aktier om bolagen sänkt utdelningsnivån. Liksom när det gäller utdelningspolicyn verkar företagen vilja signalera en förutsägbarhet när det gäller tillväxt- soliditets- och belåningsgradsmål och som Castellum påpekar hänger de olika delarna samman vilket medför att en förändrad utdelningspolicy även leder till att ledningen måste ändra företagets olika mål. En möjlig anledning till att inte sänka utdelningen kan utöver signalerings- och klienteffekten även vara att ledningen känner sig mer bekväm med att agera som de alltid har gjort. Som Diös finanschef Rolf Larsson konstaterar, är det styrelsen som lämnar förslag på utdelning. Styrelser är sällan helt oberoende eftersom ett antal av styrelsemedlemmarna också brukar ingå i det aktuella företagets ledningsgrupp. Trots det kan det eventuellt vara så att vissa styrelser i högre utsträckning än andra är rädda för att bolagsledningen, i enlighet med agentteorin, inte ska agera utifrån ägarnas intressen om utdelningen sänks och ledningen får för mycket av det fria egna kapitalet att röra sig med. Easterbrook (1984) menar att utdelning minskar agentkostnader eftersom det medför att andelen fritt kassaflöde som ledningen har att disponera reduceras. För att finansiera investeringar får företagsledningen därför låna pengar av banker eller andra finansiärer, vilka har ett intresse av att övervaka ledningen. Detta

medför lägre övervakningskostnader för aktieägarna och minskad risk för att ledningen gör olönsamma investeringar.

För att förhindra att ledningen i fastighetsbolag som ger utdelning använder överskottskapital till att göra affärer som inte är till gagn för aktieägarna kan styrelsen påverka ledningen att anta en viss utdelningspolicy, vilken styrelsen sedan förhåller sig till vid sitt utdelningsförslag. Agentteorin är i detta fall svåranalyserad men även om analysen antar en spekulativ karaktär går det inte att utesluta att de förhållanden som teorin beskriver även kan vara rådande när fastighetsbolag beslutar om vilken utdelningspolicy som ska tillämpas.

4. Hur stor påverkan har aktieägarnas krav/förväntningar på er utdelningspolicy?

Samtliga bolag som ger utdelning anger att aktieägarnas krav/förväntningar påverkar företagets val av utdelningspolicy. Diös, Klöver och Castellum anger att påverkan är stor och Castellum menar att det har att göra med att bolaget har som ”löfte” att lämna utdelning. Wihlborgs uppger att de lyssnar på ägarnas synpunkter. Eftersom aktieägarna har utsett styrelsen och denna föreslår årsstämman vilken utdelning som ges, menar Wihlborgs att aktieägarna har en direkt påverkan. Bolaget påpekar också att ledningen i bolaget löpande jobbar med strategier och planer. Vilka finansiella effekter dessa får, är något som även diskuteras i styrelsen.

Balder menar att aktieägarnas krav/förväntningar inte har någon påverkan på utdelningspolicy eftersom aktieägarna vant sig vid situationen och därmed inte förväntar sig någon utdelning. Även Victoria Park är av uppfattningen att det inte finns några utdelningskrav från aktieägarna eftersom de är medvetna om att bolaget befinner sig i en tillväxtfas.

Svaren föranleder inte någon analys som skulle tillföra något utöver vad som redan har analyserats i samband med svaren på de tidigare frågorna.

5. Har det de senaste åren funnits tillfällen som er utdelningspolicy medfört att ni ”tvingats” avstå från att göra affärer/investeringar som ni annars bedömt skulle kunna generera en avkastning som på sikt inneburit högre totalavkastning för aktieägarna? Varför har ni i så fall valt att inte sänka utdelningen?

Frågan ställdes till de bolag som lämnar utdelning och samtliga svarar nej utan att vidareutveckla svaret.

Svaren kan ha att göra med att flera av bolagen hellre undviker att utsätta sig för den prestigeförlust det innebär att avvika från utdelningspolicy än att uppnå en prestigevinst till följd av att man ökat investeringsvolymen vid bra tillfällen. Av denna anledning har de kanske inte lagt någon tid på att göra extra

investeringskalkyler eftersom det sedan tidigare redan har fattats beslut om att utdelningspolicy, kapitalstrukturplan, tillväxtmål och budget ska följas.

6. Medför aktieägarnas utdelningsförväntningar att ni hellre håller en jämn utdelningsnivå/utdelningstillväxt än låter utdelningen följa de årliga fluktuationerna i kassaflödet efter gjorda investeringar?

Castellum uppger att bolagets målsättning är att öka förvaltningsresultatet varje år och eftersom utdelningen är kopplad till detta resultat, följer utdelningstillväxten tillväxten i förvaltningsresultatet. Wallenstam framhåller bolagets finansiella position som viktigare än att hålla en jämn utdelningsnivå/utdelningstillväxt. Diös finansansvarige tror att så kan vara fallet men hänvisar till att det är styrelsen som föreslår utdelning och årsstämman som beslutar. Klövermenar att de inte har någon fluktuation som motiverar ojämn utdelning. Wihlborgs ser en fördel i en förutsägbarhet och förespråkar en jämn utveckling i utdelningen, när så är möjligt.

Balder och Victoria Park fick frågan om hur de ställer sig till ovanstående fråga när/om de börjar ge utdelning till stamaktieägarna. Eftersom Balder inte har för avsikt att dela ut pengar i närtid menar de att frågan blir för teoretisk för att besvara. Victoria Park uppger att de kommer försöka hålla utdelningen så linjär som möjligt och eftersträva en jämn utdelningstillväxt. En stor försäljning kommer troligtvis inte ge en stor ökning av utdelningen eftersom Victoria Park, även då bolaget börjar ge utdelning, har för avsikt att använda den största delen av pengarna som kommer in vid försäljningar till att göra nya investeringar.

Eftersom de flesta fastighetsföretag relaterar sin utdelning till förvaltningsresultatet, som bland fastighetsbolag med en historia av lönsamhet tenderar att uppvisa en relativt stabil ökning, faller det sig naturligt att även det utdelade beloppet stiger i en takt som i genomsnitt motsvarar tillväxten i förvaltningsresultatet. Svaren tyder dock på att Diös, Wihlborgs och Victoria Park, i enlighet med utjämnningsteorin, helst håller en jämn utdelning även om förvaltningsresultatet inte är lika stabilt.

Som framgår av citaten under rubrik 4.3.2 Fastighetsföretagens utdelningspolicy, finner Castellum en stolthet i att bolaget har höjt utdelningen 16 år i rad och Wallenstam anger att ambitionen är att verksamheten ska ge en långsiktig och stabil utdelningsnivå över tiden. Detta tyder på att bolagen antagligen helst undviker att sänka den ordinarie utdelningen även om förvaltningsresultatet tillfälligt skulle sjunka något år. Som tidigare konstaterats har Klöverns förvaltningsresultat de senaste åren fluktuerat mer än utdelningen vilket tyder på en viss utjämnningstendens.

7. Hur tror ni era aktieägare generellt sett reagerar på sänkt utdelning om ni motiverar sänkningen med att ni avser använda en större del av den balanserade vinsten till nya investeringar?

Ulrika Danielsson på Castellum tycker att ovanstående fråga bör ställas och diskuteras men tror att bolagets ägare i slutändan har köpt aktien för utdelning och därför skulle bli besvikna om de inte får den. Wallenstam tror att den beskrivna situationen skulle kunna mottas positivt. Wihlborgs menar att det beror på vad det är för investering som görs och hur stor ägarnas riskvilja är. Diös och Klöverner har inte någon klar uppfattning i frågan.

Svaren föranleder inte någon analys som skulle tillföra något utöver vad som redan har analyserats i samband med svaren på de tidigare frågorna.

8. Överväger ni att substituera en del av utdelningen mot att i större utsträckning göra aktieåterköp och ser ni några för- eller nackdelar med återköp istället för vanlig utdelning?

För Castellum är återköp över börsen inte ett substitut till utdelning utan skulle möjligtvis vara ett komplement vid överkapitalisering. Wallenstam som både ger utdelning och gör återköp uppger att återköpen leder till lägre utdelning eftersom de återköpta aktierna ej är förmån för utdelning. Diös gör i dagsläget inte några återköp men har gjort det då aktiekursen vida understeg substansen men det påverkade inte utdelningen till aktieägarna. Klöverner uppger att det inte är aktuellt just nu och för Wihlborgs är frågan om återköp för närvarande inte prioriterad.

Balder menar att det kan finnas för- och nackdelar beroende på aktuell aktiekurs. Victoria Park anser att återköp kan vara ett bra alternativ till utdelning men det är ingen fråga som i dagsläget diskuteras.

Svaren föranleder inte någon analys som skulle tillföra något utöver vad som redan har analyserats under rubrik 4.3.3 Återköp.

9. Hur påverkas utdelningen på stamaktierna av utdelningen ni ger till preferensaktieägarna? För er som inte utgivit några preferensaktier, tror ni att ett sådant utgivande kommer medföra förändringar i utdelningspolicyn?

Castellum har i dagsläget inga preferensaktier, vilket dels beror på att de inte haft behov av att finansiera sig med hjälp av preferenskapital, dels för att det indirekt blir en form av "utspädning" eftersom preferensaktieägarna har företrädesrätt till utdelning. Castellum menar att de värnar om stamaktieägarna. För Wallenstam, Diös och Wihlborgs är det inte aktuellt att ge ut preferensaktier. Klöverner uppger att preferensaktieutdelningen generellt sett inte ska påverka utdelningen som ges till stamaktieägarna.

Balder och Victoria Park fick frågan om den utdelning de ger till preferensaktieägarna har någon inverkan på beslutet att inte ge någon utdelning till stamaktieägarna. Bägge bolag uppger att så inte är fallet men Victoria Park ser det som rimligt att preferensaktieutdelningen kommer ha en inverkan på stamaktieutdelningen när bolaget börjar ge utdelning till stamaktieägarna.

Även under denna fråga poängterar Castellum hur mycket bolaget värnar om sina stamaktieägare vilket tyder på att ett visst klienteffektstänkande ligger bakom företagets val av utdelningspolicy. I övrigt föranleder svaren inte någon vidare analys.

5. Slutsatser

I detta kapitel konkretiseras studiens resultat. Kapitlet innehåller även författarnas egna reflektioner samt förslag till vidare forskning.

Trots att det råder bostadsbrist i många av Sveriges kommuner och att tillväxtmöjligheterna på den svenska fastighetsmarknaden tycks vara goda, lämnar 13 av de i denna studie 15 undersökta fastighetsföretagen utdelning under åren mellan 2009 och 2013. De väljer därmed aktivt bort möjligheten att återinvestera hela det fria egna kapitalet i befintliga och nya fastigheter.

I denna studie undersöks vilka kvantitativa och kvalitativa faktorer som påverkar direktavkastningen respektive utdelningspolicyn bland fastighetsbolag listade på Stockholmsbörsens Large- och Mid Cap-listor. Utifrån resultat från tidigare utdelningsrelaterad forskning ställdes hypoteser upp om att företagsstorlek, lönsamhet, kassaflöde och tidigare års utdelning skulle uppvisa ett positivt samband med direktavkastning. Belåningsgrad antogs kunna ha en såväl positiv som negativ påverkan medan sambandet mellan direktavkastning och tillväxt samt aktieåterköp förväntades vara negativt.

Regressionsanalysen visar att sambandet mellan företagsstorlek, belåningsgrad, kassaflöde, market to book, omsättningstillväxt, nettomarginal och fastighetsföretagens direktavkastning inte statistiskt går att säkerställa. Till följd av ett fåtal specifika omständigheter som sannolikt har en avgörande påverkan, ställer vi oss frågande till regressionens resultat som visar att det finns ett signifikant positivt samband mellan variabeln återköp och direktavkastning. Därmed finner vi att tidigare års utdelning samt lönsamhetsmättet förvaltningsresultat genom totala tillgångar är de enda av de undersökta kvantitativa variablerna som trovärdigt kan sägas ha en signifikant inverkan på fastighetsföretagens direktavkastning.

Anledningen till att direktavkastningen i flertalet av bolagen uppvisar högst nivåer år 2009 trots att utdelningsandelen tenderar att vara lägst detta år, beror till stor del på att finanskrisen bidrog till att börskurserna var relativt låga. Eftersom fastighetsföretagen generellt sett lyckas generera positiva förvaltningsresultat även i svåra tider och inte minskar utdelningen i samma utsträckning som börskurserna faller, blir den högre direktavkastningsnivån en naturlig konsekvens. Detta beror på att utdelningen i kronor per aktie relateras till aktiekursen. Omvänt gäller att när aktiekurserna uppvärderas med procenttal som är högre än den procentuella utdelningsökningen så faller direktavkastningen trots att utdelningen i kronor per aktie ökar. Detta faktum tros också ligga bakom varför fastighetsbolagens företagsstorlek uppvisar ett svagt negativt, om än långt ifrån signifikant, samband med direktavkastningen. Företagens balansomslutning har nämligen i genomsnitt vuxit med 84 procent mellan 2009 och 2013 medan direktavkastningen samma år minskat från 4,3 till 3,1 procent.

Trots mandatet att göra återköp, är det få av bolagen som använder återköp som ett seriöst alternativ till kontant utdelning. Av samtliga bolag är det endast Wallenstam som konsekvent utnyttjar återköpsmandatet och gör återköp varje år under den undersökta perioden. Av de två andra bolagen som nämner att denna alternativa utdelningsform kan bidra till ökat värde för aktieägarna, utnyttjar Hufvudstaden inte mandatet under något av åren medan Klöver endast återköpte aktier år 2012.

Studiens innehållsanalys tillsammans med korrespondens med finansansvariga på några av fastighetsföretagen visar att kvalitativa faktorer såsom mål, tillväxtstrategier, traditioner och löften gentemot aktieägarna har en stor påverkan vid fastighetsföretagens val av utdelningspolicy. Företagen verkar vilja signalera en förutsägbarhet när det gäller utdelning, tillväxt- soliditets- och belåningsgradsmål och eftersom de olika delarna hänger samman kan en förändrad utdelningspolicy även leda till att ledningen måste ändra företagets olika mål. De bolag som ger utdelning tycks vara stolta över och finna en konkurrensfördel i att ha en jämn och stabilt ökande utdelning. Av intervjuvarerna att döma går det att skönja teorin om klienteffekten då en del av företagen uppenbarligen har en utdelningspolicy som syftar till att blidka utdelningsintresserade aktieägares intressen. Bland dessa bolag finns varken Balder eller Victoria Park som inte ger någon utdelning. Dessa företag kan istället antas ha aktieägare som först och främst är intresserade av en stark aktiekursutveckling och hög värdetillväxt för bolagen.

Majoriteten av fastighetsbolagen har som utdelningspolicy att dela ut en viss andel av förvaltningsresultatet vilket stärker regressionens tillförlitlighet avseende förvaltningsresultatets positiva samband med direktavkastningen. Att föregående års direktavkastning har ett starkt signifikant samband med aktuell direktavkastning tyder på att företagen strävar efter att hålla utdelningen på en jämn nivå som stiger i takt med förvaltningsresultatet. Det kan i enlighet med utjämnningsteorin bero på att fastighetsföretagen är försiktiga med att kortsiktigt höja utdelningen till en nivå som gör att de sedan behöver justera ner den igen eftersom det i enlighet med signaleringsteorin eventuellt kan ge felaktiga signaler om ett företags finansiella ställning och framtidsutsikter. Av denna anledning bör fastighetsbolagen lägga stort fokus på att ha en tydlig utdelningspolicy och framföra konkreta anledningar och argument vid de tillfällen utdelningen avviker från den förväntade. En sänkning av utdelningsnivån behöver ur ett aktieägarperspektiv inte vara negativ om aktuellt bolag motiverar sänkningen med att det ser investeringsmöjligheter som förväntas generera hög avkastning. Om ett lönsamt fastighetsbolag sänker utdelningen på grund av goda investeringsmöjligheter ökar sannolikt chansen för positiva reaktioner och att negativa diton uteblir om företaget tydligt kommunicerar anledningen.

En del av bolagen har haft svårt att uppnå sina tillväxtmål medan andra överträffat desamma. I båda fall kan det i enlighet med irrelevante teorin argumenteras för att en lägre utdelning är fördelaktig om bolagen istället återinvesterar en större andel av den balanserade vinsten i lönsamma projekt för att på så sätt generera en högre

totalavkastning för aktieägarna. En av flera anledningar till att majoriteten av de undersökta bolagen ger utdelning kan tänkas vara för att infria finansiella mål som avser soliditet och avkastning på eget kapital. För att dra paralleller till irrelevante teorier skulle bolagen likväl kunna bibehålla soliditeten på önskad nivå genom att minska utdelningen och samtidigt ta nya lån. På så sätt behöver inte en minskad utdelning leda till att andelen eget kapital i förhållande till totalt kapital ökar, utan den större summan eget kapital kan användas som säkerhet vid upptagande av nya lån och tillsammans med det främmande kapitalet nyttjas till investeringar i nya och befintliga fastighetsprojekt.

Balder och Victoria Park ger ingen utdelning till stamaktieägarna vilket bolagen motiverar med att de prioriterar tillväxt, kapitalstruktur och likviditet. Som argument för utdelningspolicy lyfter såväl Balder som Victoria Park fram att de kommer växa genom att investera i nya förvärv, i befintliga fastigheter samt i projekt. Sett till den börskursutveckling Balder och Victoria Park samt lågutdelaren Sagax visat upp på senare år, tyder mycket på att marknaden till största del lägger vikt vid vilken totalavkastning en investering i fastighetsbolagen genererar, oavsett om avkastningen endast härrör från aktiekursens utveckling eller från både börskursens förändring och aktuell utdelning.

5.1 Förslag till vidare studier

- I denna uppsats undersöks de utdelningsrelaterade förhållandena bland fastighetsbolag noterade på Stockholmsbörsens Large- och Mid Cap-listor. Majoriteten av bolagen äger och förvaltar fastigheter enbart inom Sveriges gränser. Till följd av att inga internationellt verksamma och noterade fastighetsföretag ingår i undersökningen säger studiens resultat inget om hur situationen förhåller sig bland fastighetsbolag på andra marknader. Denna studie skulle därför kunna replikeras men istället inkludera fastighetsbolag som är noterade på börslistor i andra länder. Utförande av landsöverskridande studier skulle kunna påvisa eventuella likheter och skillnader mellan den utdelningspolicy som tillämpas av fastighetsföretag i olika länder.
- Denna studie behandlar utdelningsrelaterad data för 2009-2013. Detta innebär att den värsta inverkan av lågkonjunkturen som inträffade i samband med finanskrisen exkluderas. Nackdelen med att inte beakta tiden före och under finanskrisen är att antalet observationer blir färre och att det troligen hade varit lättare att göra mer tillförlitliga bedömningar avseende exempelvis utjämnings- och signaleringsteorin eftersom resultat och fastighetsvärden generellt sett sjönk under finanskrisens bistra dagar. Av denna anledning föreslår vi att en liknande fastighetsrelaterad utdelningsstudie utförs och att denna då även innefattar tiden före och under finanskrisen.

- De upprepade svaren från Diös finanschef (Rolf Larsson), om att det är styrelsen som lämnar förslag på utdelning och årsstämman som fattar beslut, väckte idén om att undersöka sannolikheten för att styrelsens utdelningsförslag avviker från utdelningspolicyn vid tillfällena då bolagsledningen inte finner någon anledning till avvikelse. Det vore också intressant att undersöka hur pass vanligt det är att årsstämman inte röstar för styrelsens utdelningsförslag och anledningen till detta.

Källförteckning

Böcker

Alkebäck, P. (1997). Do Dividend Changes Really Signal? Evidence from Sweden. School of Business Research Report, 6.

Baltagi, B. H. (2013). *Econometric Analysis of Panel Data*. Uppl. 5. Chichester, West Sussex: John Wiley & Sons.

Berk, J. & DeMarzo, P. (2014). *Corporate Finance*. 3 uppl. Harlow: Pearson. s. 585-586.

Brooks, C. (2008). *Introductory Economics for Finance*. Uppl. 2. Cambridge: Cambridge University Press.

Djurfeldt, G., Larsson, R. & Stjärnhagen, O. (2009). *Statistisk verktygslåda – samhällsvetenskaplig orsaksanalys med kvantitativa metoder*. Uppl. 2:5. Studentlitteratur AB, Lund.

Artiklar

Aivazian, Varouj A., Laurence Booth och Sean Cleary. 2006. "Dividend Smoothing and Debt Ratings." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41: 2, s. 439- 453.

Allen, F., Bernardo, A. E. & Welch, I. (2000). A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. *Journal of Finance*, 55, s. 2499-2536.

Allen, F. och Michaely, R., "Payout Policy", in G. Constantinides, M. Harris, and R. Stulz, eds., *Handbook of the Economics of Finance: Corporate Finance Volume 1A* (Elsevier, 2003).

Al-Malkawi, H. (2005). *Dividend Policy of Publicly Quoted Companies in Emerging Markets: The Case of Jordan*. University of Western Sydney.

Baker, H. K. & Powell, G. E. (1999). How Corporate Managers View Dividend Policy. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 38, s. 17-35.

Baker, H. K., Powell, G. E. & Veit, E. T. (2002). Revisiting the Dividend Puzzle: Do All of the Pieces now fit?. *Review of Financial Economics*, 11, s. 241-261.

Ball, R., Brown, P., Finn, F. J. & Officer, R. R. (1979). Dividend and the Value of the Firm: Evidence from the Australian Equity Market. *Australian Journal of Management*, 4, s. 13- 26.

Benito, Andrew, och Garry Young. 2001. "Hard Times or Great Expectations? "Dividend Omissions and Dividend Cuts by U.K. Firms." *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 65:5, s.531-553.

- Beiner, S. (2001) "Theories and Determinants of Dividend Policy", *Avhandling vid Universitetet i St Gallen*, Schweiz, 2001 s1-22.
- Black, Fisher, (1976) "The Dividend Puzzle", *The Journal of Portfolio Management*, 2, 1976, s. 5-8.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "the Bird in the Hand" Fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10, s. 259-270.
- Black, F. & Scholes, M. S. (1974). The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. *Journal of Financial Economics*, 1, s. 1-22.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Skinner, J. D. 2004. "Are Dividends Disappearing? "Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings." *Journal of Financial Economics* 72:3, s. 425–456.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Stulz, R.M. 2006. "Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory." *Journal of Financial Economics* 81:2, s. 227-254.
- Denis, David J., & Osobov .I. 2008. "Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy." *Journal of Financial Economics*, 89:1, s. 62-82.
- Deshmukh, S. (2003) "Dividend Initiations and Assymmetric Information: A Hazard Model", *The Financial Review*, 38, 2003, s. 351-368.
- Dittmar, Amy K. "Why Do Firms Repurchase Stock?" *Journal of Business* 73:3, s. 331-355.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4), s. 650-659.
- Fama, E. & French, K., Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? (2001), s. 3-43.
- Frankfurter, George & Lane, William, (1992) "The Rationality of Dividends", *International Review of Financial Analysis*, 1, 1992, s. 115-129.
- Gaver, Jennifer & Gaver, Kenneth, (1993) "Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies", *Journal of Accounting and Economics*, 16, 1993, s. 125-160.
- Graham, John och Alok Kumar. 2006. "Dividend Preference of Retail Investors: Do Dividend Clienteles Exist?" *Journal of Finance* 6:3, s. 1305-1336.
- Jagannathan, M., Stephens C. P. & Weisbach M. S. (2000). "Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases". *Journal of Financial Economics* 57, s. 355-384.

Jain, Bharat, Shekhar, Chander & Torbey, Violet, (2002) "Determinants of Dividend Initiation by IPO Issuing Firms", Presenterad på den 15:e årliga "Australian Banking and Finance Conference", Sydney, 2002.

Jensen, M. C. (1986). Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), s. 323-329.

Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 4(3), s. 305-360.

Kalay, Avner. 1980. "Signaling, Information Content, and the Reluctance to Cut Dividends." *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 15:4, s. 855-869.

Lie, Eric, och Heidi J. Lie. 1999. "The Role of Personal Taxes in Corporate Decisions: An Empirical Analysis of Share Repurchases and Dividends." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 34:4, 533-552.

Lintner, John. 1956. "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes". *The American Economic Review* 46:2, s. 97-113.

Lipson, M. L., Maquieira C. P. & Megginson, W. (1998). Dividend Initiations and Earnings Surprises. *Financial Management*, 27, s. 36-45.

Miller, M. H. & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34, s. 411-433.

Miller, M. H. & Scholes, M. S. (1982). Dividend and Taxes: Some Empirical Evidence. *Journal of Political Economy*, 90, s. 1118-1141.

Myers, Stewart C., and Nicholas S. Majluf. 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics* 13:2, 187-221.

Patel, A.M. (2013). Dividend Policy. *Indian Streams Research Journal*. Vol. 3, ss 1-4.

Renneboog, Luc, och Grzegorz Trojanowski. 2005. "Patterns in Payout Policy and Payout Channel Choice of U.K. Firms in the 1990s." Working Paper, European Corporate Governance Institute.

Ross, S., The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach (1977) *Bell Journal Of Economics*, 8, 1, s. 23-40.

Rozeff, M. (1982) "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", *Journal of Financial Research*, 3, 1982, s. 249-259.

Rozeff, M. 1986, "How Companies set their Dividend Payout Ratios", *The revolution of Corporate Finance*.

Shefrin, Hersh & Statman, Meir, (1984) "Explaining investor preference for cash dividends", *Journal of Financial Economics*, 13, 1984, s. 253-282.

Skinner, D. 2007. "The Evolving Relation between Earnings, Dividends, and Stock Repurchases." *Journal of Financial Economics* 87:3, 582–609.

Smith, C. W. & Watts, R. L. (1992). The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3), s. 263-292.

Uppsatser

Hjalmarsson, Kinnunen & Parlov (2012). Vad påverkar utdelningsnivån i svenska börsnoterade företag? *En studie om de bakomliggande faktorerna före, under och efter finanskrisen 2008*. Företagsekonomiska Institutionen: Lunds universitet.

Johansson & Ladan (2014). Vad bestämmer utdelningsnivån? *En studie på börsnoterade företag i Sverige*. Företagsekonomiska Institutionen: Lunds universitet.

Övriga källor

Aktiespararna 2011, Webbfrågan: Lever du på aktieutdelningar?
<http://www.aktiespararna.se/Artikelarkiv/Opinion/2011/maj/Webbfragan-Lever-du-pa-aktieutdelningar/?lb=no&kampanj=pop-up-nej-tack> [2014-11-05].

Boverket 2014, Bostadsmarknaden
<http://www.boverket.se/sv/samhallsplanering/bostadsplanering/bostadsmarknaden/> [2014-11-03].

Boverket 2014b, Boverkets indikatorer
<http://www.boverket.se/globalassets/publikationer/dokument/2014/boverkets-indikatorer-nr3-november-2014.pdf> [2014-11-03].

NAI Svefa 2014, Svensk Fastighetsmarknad – Fokus 24 orter
<http://www.naisvefa.se/globalassets/svensk-fastighetsmarknad/svensk-fastighetsmarknad-hosten-2014.pdf> [2014-11-03].

Regeringens proposition - Förvärv av egna aktier
Prop. 1999/2000:34 <http://www.regeringen.se/content/1/c4/11/14/c9bcba87.pdf> [2014-11-15].

SFS 2005:551. Aktiebolagslagen. Stockholm: Justitiedepartementet.

Thomson Reuters Datastream.

Årsredovisningar: avser årsredovisningar för åren 2009-2013 för samtliga bolag.

Bilaga 1 Fastighetsföretag som ingår i studien

Large Cap

- Atrium Ljungberg
- Castellum
- Fabege
- Hufvudstaden
- Wallenstam

Mid Cap

- Corem Property Group
- Diös Fastigheter
- Fast Partner
- Fastighets AB Balder
- HEBA
- Klöver
- Kungsleden
- Sagax
- Victoria Park
- Wihlborgs

Bilaga 2 Bolagens utdelningspolicy och tillväxt

Nedanstående information härrör från företagens årsredovisningar för perioden 2009-2013. Uträkningar har utförts i Excel. Respektive företags utdelningspolicy är den som anges i årsredovisningen för 2013.

Atrium Ljungberg AB

Utdelningspolicy: Utdelningen ska motsvara minst 50 procent av resultatet före värdeförändringar, efter nominell skatt, om inte investeringar eller bolagets finansiella ställning i övrigt motiverar en avvikelse.

Under perioden 2009-2013 uppgår den genomsnittliga avkastningen på eget kapital till 8,6 procent. Atrium Ljungberg har som mål att driftöverskottet ska öka med 10 procent per år. Åren 2009-2013 ökade driftöverskottet med i genomsnitt knappt 7 procent. Förvaltningsresultatet ökade med i genomsnitt 5,6 procent.

Åren 2009-2013 hade bolaget en genomsnittlig direktavkastning på 3,42 procent.

Castellum AB

Utdelningspolicy: Minst 50 % av förvaltningsresultatet före skatt ska delas ut, med hänsyn till investeringsplaner, konsolideringsbehov, likviditet och övrig ställning. (Orealiserade värdeförändringar, positiva eller negativa, ingår ej i det utdelningsgrundande resultatet).

Under perioden 2009-2013 uppgår den genomsnittliga avkastningen på eget kapital till 10,6 procent. Castellums övergripande mål är att kassaflödet, d v s förvaltningsresultat per aktie, ska ha en årlig tillväxt om minst 10 %. Åren 2009-2013 ökade förvaltningsresultatet med i genomsnitt 4,5 procent.

Åren 2009-2013 hade bolaget en genomsnittlig direktavkastning på 4,76 procent.

Fabege AB

Utdelningspolicy: Bolaget ska som utdelning till aktieägarna lämna den del av bolagets vinster som inte behövs för att konsolidera eller utveckla verksamheten. Med nuvarande marknadsförutsättningar innebär detta att utdelningen varaktigt bedöms utgöra minst 50 procent av resultatet från löpande förvaltning och realiserat resultat från fastighetsförsäljningar efter skatt.

Utdelningen för 2013 motsvarar 66 procent av utdelningsbart resultat enligt utdelningspolicyn.

Fabege har som mål att nya projekt ska ge en avkastning på investerat kapital om minst 20 procent genom värdetillväxt. Detta mål har uppnåtts varje år 2010-2013. Under perioden 2009-2013 uppgår den genomsnittliga avkastningen på eget kapital till 8,4 procent. Fabege anger inget mål för förvaltningsresultatet men detta har i genomsnitt minskat med 5,8 procent per år under perioden 2009-2013.

Åren 2009-2013 hade bolaget en genomsnittlig direktavkastning på 5,04 procent.

Hufvudstaden AB

Utdelningspolicy: Hufvudstadsaktien ska ha en god utdelningstillväxt över tiden och utdelningen ska utgöra mer än hälften av nettovinsten från den löpande verksamheten, om inte investeringar eller bolagets finansiella ställning i övrigt motiverar en avvikelse.

Hufvudstaden ska successivt öka resultatet från den löpande verksamheten. Under perioden 2009-2013 uppgår den genomsnittliga avkastningen på eget kapital till 10,4 procent. Åren 2009-2013 ökade förvaltningsresultatet med i genomsnitt 6,0 procent.

Åren 2009-2013 hade bolaget en genomsnittlig direktavkastning på 3,55 procent.

Wallenstam AB

Utdelningspolicy: Det redovisade resultatet ska i första hand återinvesteras i rörelsen för en fortsatt utveckling av koncernens kärnverksamhet och därigenom ökad substansstillväxt. Ambition är även att verksamheten ska ge en långsiktig och stabil utdelningsnivå över tiden. Det utdelningsbara beloppet ska dock aldrig överstiga realiserat resultat efter skatt. Vid bedömning av utdelningens storlek ska även hänsyn tas till koncernens investeringsbehov, konsolideringsbehov och ställning i övrigt samt att koncernens framtida utveckling ska ske med bibehållen finansiell styrka och fortsatt god handlingsfrihet.

Wallenstam har som mål att uppnå en genomsnittlig substansvärdestillväxt som uppgår till minst 10 procent per år. Detta ska bland annat åstadkommas genom en genomsnittlig produktion av bostäder om 1 500 lägenheter per år. Wallenstam skriver i sin årsredovisning (2013) att det råder en enorm bostadsbrist i Sveriges tillväxtregioner och att företaget har en produktion som gör det lönsamt att bygga hyresrätter.

Under perioden 2009-2013 uppgår den genomsnittliga avkastningen på eget kapital till 11,6 procent. Wallenstam anger inget mål för förvaltningsresultatet men detta har i genomsnitt ökat med 5,9 procent per år under perioden 2009-2013.

Åren 2009-2013 hade bolaget en genomsnittlig direktavkastning på 2,37 procent.

Corem Property Group AB

Utdelningspolicy: Corem ska långsiktigt dela ut lägst 50 procent av bolagets förvaltningsresultat efter schablonskatt och efter preferensaktieutdelning.

Under perioden 2009-2013 delade Corem i genomsnitt ut 75,4 procent av bolagets förvaltningsresultat efter schablonskatt och efter preferensaktieutdelning.

Corem har som mål att uppnå en genomsnittlig avkastning på eget kapital om lägst den riskfria räntan plus tio procentenheter. Under perioden 2009-2013 uppgår den genomsnittliga avkastningen på eget kapital till 13,6 procent. Corem anger inget mål

för förvaltningsresultatet men detta har i genomsnitt minskat med 1,8 procent per år under perioden 2009-2013.

Åren 2009-2013 hade bolaget en genomsnittlig direktavkastning på 2,97 procent.

Diös Fastigheter AB

Utdelningspolicy: Utdelningen ska uppgå till minst 50 procent av resultat efter skatt, exklusive orealiserade värdeförändringar och uppskjuten skatt.

Åren 2009-2013 ligger den genomsnittliga utdelningsnivån i närheten av 50 procent av resultat efter skatt, exklusive orealiserade värdeförändringar och uppskjuten skatt.

Diös har som mål att avkastningen på eget kapital ska överstiga den riskfria räntan med minst 6 procentenheter. Under perioden 2009-2013 uppgår den genomsnittliga avkastningen på eget kapital till 12,0 procent. Åren 2009-2013 ökade förvaltningsresultatet med i genomsnitt 40,6 procent (2012 ökade förvaltningsresultatet med 157,6 procent medan förvaltningsresultattillväxten övriga år varit låg).

Åren 2009-2013 hade bolaget en genomsnittlig direktavkastning på 5,82 procent.

FastPartner AB

Utdelningspolicy: Utdelningen till stamaktieägarna ska uppgå till minst en tredjedel av resultatet före skatt och orealiserade värdeförändringar. Hänsyn ska tas till konsolideringsbehov, likviditet och bolagets ställning i övrigt.

Åren 2009-2013 har utdelningen per år och i genomsnitt legat betydligt högre än den miniminivå som anges i utdelningspolicyn.

FastPartner har som mål att avkastningen på eget kapital ska uppgå till minst 15 procent (vilket bör ställas i relation till det relativt låga soliditetsmålet om minst 25 procent). Under perioden 2009-2013 uppgår den genomsnittliga avkastningen på eget kapital till 13,9 procent. Åren 2009-2013 ökade förvaltningsresultatet med i genomsnitt 10,5 procent.

Åren 2009-2013 hade bolaget en genomsnittlig direktavkastning på 5,66 procent.

Fastighets AB Balder

Utdelningspolicy: Eftersom Balder under de närmaste åren kommer att prioritera tillväxt, kapitalstruktur och likviditet kommer utdelningen för stamaktien att vara låg eller helt utebli. Balder anser att den bästa totalavkastningen för stamaktieägarna uppnås genom att utdelningen under de närmaste åren förblir låg eller uteblir. Balder kommer istället att fortsätta växa genom att investera i nya förvärv, i befintliga fastigheter samt i projekt. Utdelning ges till preferensaktieägare.

”Balder har som ambitionen att över tid skapa en betydande portfölj av byggrätter avseende exploaterings- och projektfastigheter, med målsättningen att årligen nyproducera ett stort antal bostäder, såväl hyresrätter som bostadsrätter”.

Balders målsättning är att ha en stabil och god avkastning på eget kapital. Under perioden 2009-2013 uppgår den genomsnittliga avkastningen på eget kapital till 18,2 procent. Åren 2009-2013 ökade förvaltningsresultatet med i genomsnitt 28,4 procent.

Åren 2009-2013 hade bolaget en genomsnittlig direktavkastning på 0,00 procent.

HEBA AB

Utdelningspolicy: HEBA:s mål är att aktieutdelningen, sett över tiden, skall uppgå till cirka 70 % av koncernens resultat efter beräknad skatt men före förändringar i fastighetsvärden och poster av engångskaraktär. Vid bestämmande av utdelningen skall dock även hänsyn tas till investeringsbehov, konsolideringsbehov och ställningen i övrigt samt väsentlig resultatpåverkan av poster av engångskaraktär.

Åren 2009-2013 har utdelningen per år och i genomsnitt legat i närheten av den nivå HEBA uppger i sin utdelningspolicy.

Under perioden 2009-2013 uppgår den genomsnittliga avkastningen på eget kapital till 9,8 procent. Åren 2009-2013 ökade förvaltningsresultatet med i genomsnitt 4,3 procent.

Åren 2009-2013 hade bolaget en genomsnittlig direktavkastning på 1,75 procent.

Klövern AB

Utdelningspolicy: Klövern har som målsättning att utdelningen för stam- och preferensaktieslagen långsiktigt bör uppgå till minst 50 procent av förvaltningsresultatet. Vid bedömningen av utdelningens storlek beaktas bolagets investeringsalternativ, finansiella ställning och kapitalstruktur. Under de senaste nio åren har Klövern i snitt, inkluderande till årsstämman föreslagen utdelning till stamaktier samt preferensaktier, delat ut 62 procent av förvaltningsresultatet.

Avkastning på eget kapital ska långsiktigt uppgå till den riskfria räntan plus minst 9 procentenheter. Under perioden 2009-2013 uppgår den genomsnittliga avkastningen på eget kapital till 9,5 procent. Åren 2009-2013 ökade förvaltningsresultatet med i genomsnitt 7,6 procent.

Åren 2009-2013 hade bolaget en genomsnittlig direktavkastning på 5,47 procent.

Kungsleden AB

Utdelningspolicy: Styrelsen har från och med 2013 antagit en ny utdelningspolicy som bättre ska återspegla det långsiktiga värdeskapandet i Kungsleden. På några års sikt, när Kungsledens slutgiltiga skattesituation har klarnat, är målet att utdelningen ska uppgå till 50 procent av förvaltningsresultatet. Under de närmaste åren kommer

dock utdelningen att vara lägre och anpassas till behovet av likviditetsberedskap och investeringar i fastigheter för framtida intjäning.

Kungsleden har som mål att avkastningen på eget kapital ska uppgå till 10-12 procent. Under perioden 2009-2013 uppgår den genomsnittliga avkastningen på eget kapital till 7,8 procent. Åren 2009-2013 ökade förvaltningsresultatet med i genomsnitt 13,6 procent (justerad för kraftiga fluktuationer i förvaltningsresultat åren 2010 och 2011).

Åren 2009-2013 hade bolaget en genomsnittlig direktavkastning på 4,93 procent.

Sagax AB

Utdelningspolicy: Sagax utdelningspolicy syftar till att medge en fortsatt tillväxt samt en god beredskap att tillvarata affärsmöjligheter. Utdelningen, inklusive preferensutdelningen, skall uppgå till cirka en tredjedel av förvaltningsresultatet per år. Därutöver kan styrelsen komma att föreslå att vinster av engångskaraktär kan överföras till aktieägarna. Styrelsen bedömer det som angeläget att expansionen liksom tidigare kan ske med bibehållen handlingsfrihet och finansiell stabilitet.

Åren 2009-2013 har utdelningen, inklusive preferensutdelningen, i genomsnitt legat i linje med den nivå utdelningspolicyn anger.

Sagax mål är att avkastningen på eget kapital skall uppgå till lägst 15 procent. Under perioden 2009-2013 uppgår den genomsnittliga avkastningen på eget kapital till 14,8 procent. Sagax har även som mål att förvaltningsresultatet per stamaktie skall öka med minst 15 procent per år. Åren 2009-2013 ökade förvaltningsresultatet med i genomsnitt 21,3 procent.

Åren 2009-2013 hade bolaget en genomsnittlig direktavkastning på 1,66 procent.

Victoria Park AB

Utdelningspolicy: Då Victoria Park under de närmaste åren prioriterar tillväxt, kapitalstruktur och likviditet har bolagets styrelse föreslagit årsstämman att ingen utdelning på stamaktien skall lämnas för 2013. Victoria Park kommer istället fortsätta att växa genom att investera i nya förvärv och i befintliga projekt samt fastigheter. Utdelning till preferensaktieägare sker i enlighet med bolagsordningens bestämmelser.

Victoria Park har som mål att generera en långsiktig avkastning på eget kapital på minst 15 procent (vilket bör ställas i relation till det relativt låga soliditetsmålet om minst 25 procent). Under perioden 2009-2013 är avkastningen ostabil (negativ 2010 och 2011 och hög 2012 och 2013). Till följd av extremt höga siffror 2012 och 2013 uppgår den genomsnittliga avkastningen på eget kapital till 20,0 procent. Åren 2009-2013 var förvaltningsresultatet positivt 2012, övriga år var det negativt.

Åren 2009-2013 hade bolaget en genomsnittlig direktavkastning på 0,00 procent.

Wihlborgs Fastigheter AB

Utdelningspolicy: Wihlborgs utdelningspolicy är baserad på att dels överföra 50 procent av det löpande förvaltningsresultatet (resultat före skatt, exklusive realiserade och orealiserade värdeförändringar), dels 50 procent av realiserat resultat från fastighetsförsäljningar. I båda fallen reducerat med en schablonskatt om 22 procent.

Wihlborgs har som mål att avkastningen på eget kapital ska överstiga den riskfria räntan med minst sex procentenheter. Under perioden 2009-2013 har detta mål uppnåtts varje år och den genomsnittliga avkastningen på eget kapital uppgår till 14,7 procent. Åren 2009-2013 ökade förvaltningsresultatet med i genomsnitt 8,5 procent.

Åren 2009-2013 hade bolaget en genomsnittlig direktavkastning på 4,51 procent.

Genomsnittlig avkastning och tillväxt för fastighetsbolagen

- Under perioden 2009-2013 uppgår den genomsnittliga avkastningen på eget kapital för de 15 bolagen till 12,3 procent.
- Genomsnittlig förvaltningsresultattillväxt för samtliga bolag (där Victoria Park exkluderas eftersom de endast uppnår ett positivt förvaltningsresultat 2012) uppgår under perioden 2009-2013 till 10,7 procent.

Bilaga 3 Intervjufrågor och svar

Intervjufrågorna sändes per email till finansansvariga inom respektive bolag. Av de företag som lämnar utdelning till sina stamaktieägare valde Castellum, Wallenstam, Diös, Klöver och Wihlborgs att besvara våra frågor. Likaså gjorde Balder och Victoria Park, som inte ger utdelning till stamaktieägarna.

Intervjufrågor till företag med utdelning

1. Av vilka anledningar ger ni utdelning till era aktieägare?

Castellum: Olika aktier "erbjuder" olika saker i form av risk, utdelning, affärsmodell etc. Castellumaktien har redan från starten haft ett "löfte" till ägarna eller investerarna om att leverera utdelning - det är en viktig faktor och hittills har vi klarat av att lämna utdelning med tillväxt varje år sedan börsnoteringen i maj 1997. Det medför att de som investerar i vår aktie också har en förväntan om att så sker - det är en del av vad vi erbjuder och vad vi som företag måste vårda.

Wallenstam: Vi tycker att våra aktieägare ska få ta del av den tillväxt som bolaget har.

Diös: Beslutas av årsstämman (ägarna), inget som bolaget i sig kan besluta om).

Klövern: Förväntas av fastighetsbolag.

Wihlborgs: Aktieägarna bör få en avkastning såväl i form av utdelning som i potentiell värdetillväxt, givet att vårt kassaflöde tillåter utdelning.

2. Hur tror/uppfattar ni att företagets börsvärde påverkas av olika utdelningsnivåer?

Castellum: Vad avser ni med utdelningsnivå - % av vinst/kassaflöde eller vad? Om ni anser själva storleken på utdelningen så kan den på kort sikt driva aktiekursen eftersom den ju närmre utdelningen vi kommer handlas med kupongen. Men så fort utdelningen beslutats faller kursen oftast motsvarande eller i nivå med verkställd utdelning. Över tid tror jag därför att det som är viktigast är inte själva nivån, utan istället framtida utdelningstillväxt.

Wallenstam: I dagens läge när räntan är så låg så innebär även 1 % direktavkastning som en bra avkastning, motsatt vid högre ränteläge.

Diös: En hög utdelning (direktavkastning) tror vi lockar investerare till aktien, ökad efterfrågan = högre kurs.

Klövern: Troligtvis gynnsamt att hålla en nivå i paritet eller något över våra konkurrenter.

Wihlborgs: Det är en betydelsefull faktor för att prissätta en aktie, så allt annat lika bör en högre utdelningsnivå ge en positiv effekt.

3. Varför behåller ni inte en större del av den balanserade vinsten till att göra investeringar med en beräknad direktavkastning högre än den direktavkastning aktieägarna erhåller i form av utdelning (och som de med vanlig aktiedepå behöver skatta för)?

Castellum: Castellum har som löfte att dela ut minst 50 % av vårt förvaltningsresultat (=kassaflöde). Det innebär att resterande kan vi kapitalisera upp och investera. Vår utdelningspolicy är ju en del av ett större sammanhang som handlar om tillväxtmål, investeringsvolym samt begränsningar i belåning. SÅ baserat på hur alla delarna hänger ihop tycker jag att det är väl balanserat. Rycker vi i en sak, t ex sänker utdelningen och ändrar den, medför det i sin tur påverkan på investeringsvolym (som ni frågar efter) men även tillväxtmål som allt annat lika bör öka. Vi ska också komma ihåg att en aktie är ett erbjudande eller en produkt som står för något - det innebär att du som bolag ska hålla din linje och leverera det du sagt. Därtill har vi, till följd av vad vi lovat, investerare eller ägare som förväntar sig utdelning och vill ha det.

Wallenstam: Bolaget gör de investeringar som krävs trots utdelning och känner inget behov av att inte dela ut. Aktieägarna ska också få känna att de är en del av utvecklingen. Vi har en god finansiell position med 40 % i soliditet.

Diös: Beslutas av årsstämman (aktieägarna) på styrelsens inrådan, inget som bolaget kan besluta om.

Klövern: Av tradition förväntas fastighetsbolag dela ut delar av vinsten.

Wihlborgs: Vi har växt och vill fortsätta växa på de marknader vi strategiskt valt. Dock kan vi med det kassaflöde vi genererar ta tillvara de attraktiva tillväxtmöjligheter vi ser och ändå betala utdelning.

4. Hur stor påverkan har aktieägarnas krav/förväntningar på er utdelningspolicy?

Castellum: Stor för Castellum - och det har återigen att göra med att varje aktie har sitt "löfte". Vårt är att lämna utdelning.

Wallenstam: Så som i alla bolag vill aktieägarna ha utdelning.

Diös: Stor.

Klövern: Stor påverkan.

Wihlborgs: I våra kontakter med våra ägare tar vi naturligtvis till oss ägarnas synpunkter. Dessutom är det ju styrelsen (utsedd av ägarna) som föreslår årsstämman vilken utdelning som ges, så de har en mycket direkt påverkan. Samtidigt är det naturligtvis så att ledningen i bolaget löpande jobbar med strategier och planer, inklusive vilka finansiella effekter dessa får, något som ju diskuteras i styrelsen.

5. Har det de senaste åren funnits tillfällen som er utdelningspolicy medfört att ni "tvingats" avstå från att göra affärer/investeringar som ni annars bedömt skulle kunna generera en avkastning som på sikt inneburit högre totalavkastning för aktieägarna? Varför har ni i så fall valt att inte sänka utdelningen?

Castellum: Nej.

Wallenstam: Nej.

Diös: Nej.

Klövern: Nej.

Wihlborgs: Nej.

6. Medför aktieägarnas utdelningsförväntningar att ni hellre håller en jämn utdelningsnivå/utdelningstillväxt än låter utdelningen följa de årliga fluktuationerna i kassaflödet efter gjorda investeringar?

Castellum: Vår utdelning är kopplad till vårt förvaltningsresultat eller kassaflöde, vilket medför att utdelningen eller rättare sagt utdelningstillväxten följer tillväxten i förvaltningsresultatet. Så vår målsättning är att öka förvaltningsresultatet varje år och på så sätt också skapa tillväxt i utdelningen.

Wallenstam: Se fråga 3 om vår finansiella position.

Diös: Jag tror det, men det är återigen styrelsen som föreslår utdelning och årsstämman som beslutar.

Klövern: I princip ingen fluktuation som motiverar detta.

Wihlborgs: Vi ser en fördel i en förutsägbarhet och tycker att det är bättre att ha en jämn utveckling i utdelningen om möjligt.

7. Hur tror ni era aktieägare generellt sett reagerar på sänkt utdelning om ni motiverar sänkningen med att ni avser använda en större del av den balanserade vinsten till nya investeringar?

Castellum: Tudelad - eventuellt tror jag att man får hålla isär frågorna. Utdelningen för sig och behovet av finansiering till investering för sig. Rent teoretiskt är det en fråga som skall ställas och diskuteras. Men i slutändan tror jag återigen att våra ägare har köpt aktien för utdelning och skulle därför bli besvikna om de inte får den. Istället får man fundera på andra sätt att finansiera sin investering.

Wallenstam: Skulle bolaget vara i det finansiella läget skulle det nog anses positivt.

Diös: Ingen uppfattning.

Klövern: Osäkert.

Wihlborgs: Det beror på vad den nya investeringen är och hur stor ägarnas riskvilja är. Som sagt tror jag att förutsägbarhet är av godo.

8. Överväger ni att substituera en del av utdelningen mot att i större utsträckning göra aktieåterköp och ser ni några för- eller nackdelar med återköp istället för vanlig utdelning?

Castellum: Vilken typ av återköp - över börsen eller att vi erbjuder en form av inlösenprogram? Återköp över börsen är inte ett substitut till utdelning för oss, utan skulle möjligtvis vara ett komplement om vi är överkapitaliserade. Vad gäller någon form av inlösenprogram eller dylikt - så kan det utvärderas från tid till annan. Tror utan att veta detaljerna att de ägare som vinner på detta jämfört med utdelning är främst de som har lågt anskaffningsvärde (innebär att frågan kan vara skattedriven).

Wallenstam: I dagsläget gör vi både återköp och utdelning. Återköpen leder till lägre utdelning eftersom våra återköpta aktier ej är förmån för utdelning.

Diös: Nej, inte i dagsläget. Vi har gjort återköp tidigare pga. att kursen vida understeg substansen men det har inte påverkat utdelning till aktieägarna.

Klövern: Inte aktuellt just nu.

Wihlborgs: Så vitt jag begriper medför återköp större transaktionskostnader och jag uppfattar det som ett tillvägagångssätt som är mindre förutsägbart. Det är för närvarande inte högt prioriterat att utvärdera återköp.

9. Hur påverkas utdelningen på stamaktierna av utdelningen ni ger till preferensaktieägarna? För er som inte utgivit några preferensaktier, tror ni att ett sådant utgivande kommer medföra förändringar i utdelningspolicyn?

Castellum: Vi har inga preferensaktier i dagsläget - delvis för att vi inte haft behov av den typ av finansiering, delvis för att det indirekt blir en form av "utspädning" eftersom de har företrädesrätt till utdelningen. Vi värnar stamaktieägarna!

Wallenstam: Preferensaktier kommer inte vara aktuellt för oss.

Diös: Vi kommer inte att ge ut preferensaktier enligt nuvarande beslut så svaret skulle bli hypotetiskt - jag kan inte spekulera i detta då det inte är mitt eller bolagets beslut.

Klövern: Ska generellt sett inte påverkas.

Wihlborgs: Har inte preferensaktier. Sådana bör ju minska utdelningskapaciteten, allt annat lika. Som alltid är det en avvägning av risk mot avkastning. En emission av preferensaktier bör så vitt jag begriper medföra en riskförskjutning där stamaktieägare kan komma sämre ut. Vi har inga planer på att emittera preferensaktier.

Intervjufrågor till företag utan utdelning

1. Av vilka anledningar ger ni inte utdelning till era aktieägare?

Balder: Vi tycker att bolaget är för litet och vill få det att växa.

Victoria Park: Vi befinner oss i en uppbyggnadsfas där vi behöver allt tillgängligt kapital för att använda till investeringar i befintliga såväl som nya fastigheter.

2. Hur tror/uppfattar ni att företagets börsvärde påverkas av olika utdelningsnivåer?

Balder: Inte alls längre.

Victoria Park: Kassaflödet är inte tillräckligt stort och därmed är vi tvungna att ta lån för att finansiera tillväxten. Att låna och samtidigt dela ut är korkat. Victoria Park befinner sig som sagt i ett tidigt skede av livscykeln och detta vet alla om. Det är inget konstigt och därmed påverkas inte aktievärdet.

3. Hur stor påverkan har aktieägarnas krav/förväntningar på er utdelningspolicy?

Balder: Deras förväntan är att det inte blir någon utdelning så ingen alls.

Victoria Park: Ingen påverkan eftersom aktieägarna förväntar sig att det inte blir någon utdelning.

4. När/om ni börjar ge utdelning till stamaktieägarna, är det då mest sannolikt att ni håller en jämn utdelningsnivå/utdelningstillväxt eller låter utdelningen följa de årliga fluktuationerna i kassaflödet efter gjorda investeringar?

Balder: Vi har inte för avsikt att dela ut pengar i närtid så strategin blir för teoretisk.

Victoria Park: Det finns riktlinjer. Vi kommer försöka hålla utdelningen så linjär som möjligt och öka något från år till år. En stor försäljning kommer gissningsvis inte ge en jättestor ökning av utdelningen. Den största delen av pengarna som kommer in vid försäljning kommer att återinvesteras i verksamheten.

5. Hur uppfattar ni att era aktieägare generellt sett ser på er utdelningspolicy?

Balder: De har vant sig vid att vi inte delar ut.

Victoria Park: Det finns inga krav från ägarna eftersom vi är i tillväxtfasen. De vet vad som gäller. Vi har växt mycket sista kvartalet och om detta fortsätter kommer vi hamna i en ny situation och troligtvis börja med utdelning.

6. Ser ni några för- eller nackdelar med återköp istället för vanlig utdelning?

Balder: Återköp är ju beroende av aktiekursen så det kan finnas för och nackdelar beroende på kursen.

Victoria Park: Istället för att dela ut kan återköp vara ett bra alternativ. Detta är dock ingenting som diskuteras idag även om det är ett tänkbart alternativ.

7. Har den utdelning ni ger till preferensaktieägarna någon inverkan på ert beslut att inte ge någon utdelning till stamaktieägarna?

Balder: Nej.

Victoria Park: Nej men rimligtvis kommer preferensaktieutdelningen ha en inverkan på stamaktieutdelningen när vi börjar ge utdelning till stamaktieägarna. Preferensaktieägarna kommer troligtvis behålla en högre utdelning än stamaktien.

Bilaga 4 Korrelationsmatriser

De oberoende variablerna får inte vara för högt korrelerade med varandra eftersom de då mäter samma sak, vilket kan begränsa förklaringsvärdet i modellen. Perfekt korrelation visar 1 och perfekt negativ korrelation visar -1. När korrelationen är högre än 0,8 eller lägre än -0,8 anses korrelationen mellan två variabler vara för stor, vilket innebär att endast en av variablerna bör användas i regressionen (Brooks 2008).

Siffran i den övre raden motsvarar variabeln i kolumnen till vänster.

Korrelationsmatris, alla bolag

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1. DIREKTAVKASTNING	1.00	0.02	0.36	0.21	0.34	-0.02	0.17	-0.21	-0.15
2. ATERKOP	0.02	1.00	0.14	0.21	-0.09	0.00	-0.25	0.05	-0.01
3. BALANSOMSLUTNING_LN	0.36	0.14	1.00	0.13	0.53	-0.14	-0.06	0.15	-0.24
4. BELANINGSGRAD	0.21	0.21	0.13	1.00	0.19	-0.01	-0.24	-0.16	0.12
5. FORVALTNINGSRESULTAT_TOT	0.34	-0.09	0.53	0.19	1.00	-0.16	-0.02	0.14	0.23
6. KASSAFLODE_TK	-0.02	0.00	-0.14	-0.01	-0.16	1.00	0.36	-0.05	-0.06
7. MARKET2BOOK	0.17	-0.25	-0.06	-0.24	-0.02	0.36	1.00	0.18	0.00
8. NETTOMARGINAL	-0.21	0.05	0.15	-0.16	0.14	-0.05	0.18	1.00	-0.07
9. OMSÄTTNINGSTILLVAXT	-0.15	-0.01	-0.24	0.12	0.23	-0.06	0.00	-0.07	1.00

Korrelationsmatris, alla bolag (winsorizing)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1. DIREKTAVKASTNING	1.00	0.03	0.38	0.23	0.35	0.18	0.18	-0.20	0.02
2. ATERKOP	0.03	1.00	0.14	0.22	-0.19	0.03	-0.25	0.09	0.10
3. BALANSOMSLUTNING_LN	0.38	0.14	1.00	0.14	0.40	0.18	-0.05	0.20	0.15
4. BELANINGSGRAD	0.23	0.22	0.14	1.00	0.19	0.11	-0.24	-0.26	0.26
5. FORVALTNINGSRESULTAT_TOT	0.35	-0.19	0.40	0.19	1.00	0.47	0.13	0.08	0.45
6. KASSAFLODE_TK	0.18	0.03	0.18	0.11	0.47	1.00	0.33	0.10	-0.01
7. MARKET2BOOK	0.18	-0.25	-0.05	-0.24	0.13	0.33	1.00	0.20	-0.33
8. NETTOMARGINAL	-0.20	0.09	0.20	-0.26	0.08	0.10	0.20	1.00	-0.02
9. OMSÄTTNINGSTILLVAXT	0.02	0.10	0.15	0.26	0.45	-0.01	-0.33	-0.02	1.00

Korrelationsmatris, utan Balder och Victoria Park (winsorizing)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1. DIREKTAVKASTNING	1.00	-0.15	0.13	0.35	0.20	0.03	0.11	-0.41	-0.02
2. ATERKOP	-0.15	1.00	0.08	0.24	-0.41	-0.07	-0.34	0.09	0.11
3. BALANSOMSLUTNING_LN	0.13	0.08	1.00	-0.07	-0.07	-0.03	0.18	-0.05	-0.08
4. BELANINGSGRAD	0.35	0.24	-0.07	1.00	0.02	0.01	-0.27	-0.49	0.26
5. FORVALTNINGSRESULTAT_TOT	0.20	-0.41	-0.07	0.02	1.00	0.54	0.45	-0.08	0.09
6. KASSAFLODE_TK	0.03	-0.07	-0.03	0.01	0.54	1.00	0.37	0.01	0.01
7. MARKET2BOOK	0.11	-0.34	0.18	-0.27	0.45	0.37	1.00	0.33	-0.15
8. NETTOMARGINAL	-0.41	0.09	-0.05	-0.49	-0.08	0.01	0.33	1.00	-0.16
9. OMSÄTTNINGSTILLVAXT	-0.02	0.11	-0.08	0.26	0.09	0.01	-0.15	-0.16	1.00

Bilaga 5 Likelihood och Hausman

Likelihood-test, alla bolag

Redundant Fixed Effects Tests				
Equation: Untitled				
Test cross-section fixed effects				
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.	
Cross-section F	12.1623	-14.5200	0.0000	
Cross-section Chi-square	108.9496	14.0000	0.0000	

Hausman-test, alla bolag

Correlated Random Effects - Hausman Test				
Equation: Untitled				
Test cross-section random effects				
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.	
Cross-section random	11.4933	8.0000	0.1753	

Likelihood-test, alla bolag (winsorizing)

Redundant Fixed Effects Tests				
Equation: Untitled				
Test cross-section fixed effects				
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.	
Cross-section F	17.7412	-14.5200	0.0000	
Cross-section Chi-square	131.5346	14.0000	0.0000	

Hausman-test, alla bolag (winsorizing)

Correlated Random Effects - Hausman Test				
Equation: Untitled				
Test cross-section random effects				
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.	
Cross-section random	5.2603	8.0000	0.7294	

Likelihood-test, utan Balder och Victoria Park (winsorizing)

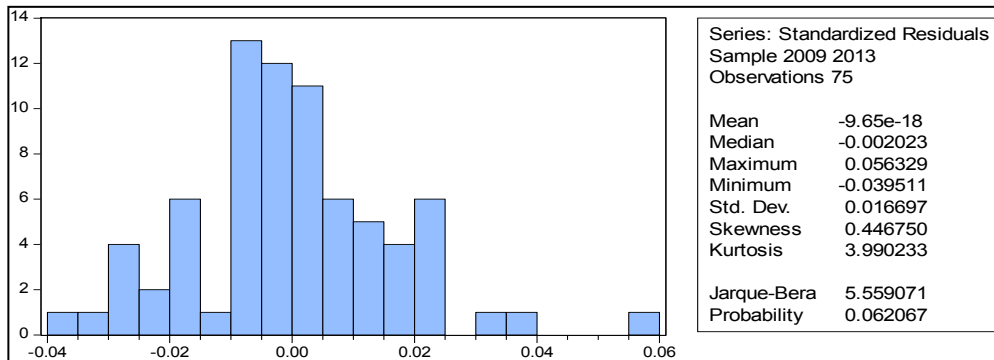
Redundant Fixed Effects Tests				
Equation: Untitled				
Test cross-section fixed effects				
Effects Test		Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F		11.2066	-12.4400	0.0000
Cross-section Chi-square		91.0182	12.0000	0.0000

Hausman-test, utan Balder och Victoria Park (winsorizing)

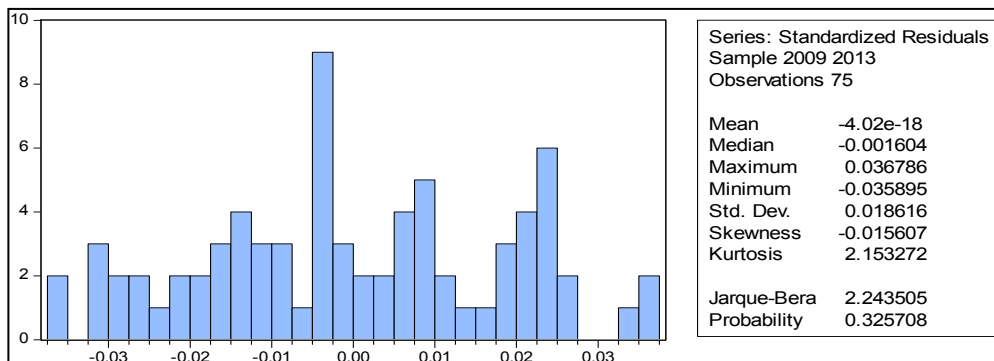
Correlated Random Effects - Hausman Test				
Equation: Untitled				
Test cross-section random effects				
Test Summary		Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random		8.0252	8.0000	0.4310

Bilaga 6 Histogram och Jarque-Bera

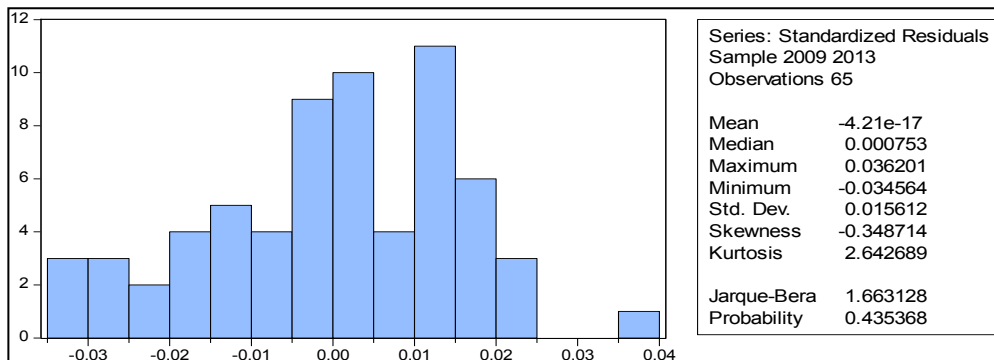
Histogram och Jarque-Bera, alla bolag



Histogram och Jarque-Bera, alla bolag (winsorizing)



Histogram och Jarque-Bera, utan Balder och Victoria Park (winsorizing)



Bilaga 7 Regression, alla bolag

Dependent Variable: DIREKTAVKASTNING				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 12/10/14 Time: 13:41				
Sample: 2009 2013				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 15				
Total panel (balanced) observations: 75				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.0119	0.0320	0.3702	0.7124
ATERKOP	0.0085	0.0045	1.8917	0.0629
BALANSOMSLUTNING_LN	-0.0020	0.0034	-0.5816	0.5628
BELANINGSGRAD	0.0236	0.0194	1.2176	0.2277
FORVALTNINGSRESULTAT_TOT	0.5969	0.1560	3.8269	0.0003
KASSAFLODE_TK	-0.0013	0.0104	-0.1271	0.8993
MARKET2BOOK	0.0170	0.0088	1.9431	0.0563
NETTOMARGINAL	-0.0083	0.0030	-2.7719	0.0072
OMSATTNINGSTILLVAXT	-0.0062	0.0019	-3.2807	0.0017
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.0146	0.6954
Idiosyncratic random			0.0096	0.3046
Weighted Statistics				
R-squared	0.2258	Mean dependent var		0.0098
Adjusted R-squared	0.1320	S.D. dependent var		0.0106
S.E. of regression	0.0099	Sum squared resid		0.0065
F-statistic	2.4065	Durbin-Watson stat		1.5584
Prob(F-statistic)	0.0241			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.2954	Mean dependent var		0.0346
Sum squared resid	0.0232	Durbin-Watson stat		0.7599

Bilaga 8 Regression, alla bolag (winsorizing)

Dependent Variable: DIREKTAVKASTNING				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 12/11/14 Time: 17:42				
Sample: 2009 2013				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 15				
Total panel (balanced) observations: 75				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.0281	0.0309	0.9097	0.3663
ATERKOP	0.0092	0.0040	2.2963	0.0248
BALANSOMSLUTNING_LN	-0.0006	0.0033	-0.1863	0.8527
BELANINGSGRAD	-0.0059	0.0196	-0.3013	0.7641
FORVALTNINGSRESULTAT_TOT	0.5032	0.1699	2.9612	0.0043
KASSAFLODE_TK	-0.0432	0.0515	-0.8379	0.4051
MARKET2BOOK	0.0037	0.0077	0.4788	0.6336
NETTOMARGINAL	-0.0047	0.0035	-1.3379	0.1855
OMSATTNINGSTILLVAXT	-0.0142	0.0072	-1.9789	0.0520
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.0206	0.8682
Idiosyncratic random			0.0080	0.1318
Weighted Statistics				
R-squared	0.1914	Mean dependent var	0.0059	
Adjusted R-squared	0.0934	S.D. dependent var	0.0082	
S.E. of regression	0.0078	Sum squared resid	0.0041	
F-statistic	1.9533	Durbin-Watson stat	1.7036	
Prob(F-statistic)	0.0665			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.1446	Mean dependent var	0.0342	
Sum squared resid	0.0256	Durbin-Watson stat	0.5627	

Bilaga 9 Regression, utan Balder och Victoria Park (winsorizing)

Dependent Variable: DIREKTAVKASTNING				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 12/11/14 Time: 18:19				
Sample: 2009 2013				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 13				
Total panel (balanced) observations: 65				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.0649	0.0503	1.2885	0.2029
ATERKOP	0.0089	0.0040	2.2203	0.0305
BALANSOMSLUTNING_LN	-0.0053	0.0046	-1.1559	0.2526
BELANINGSGRAD	0.0170	0.0287	0.5928	0.5557
FORVALTNINGSRESULTAT_TOT	0.6918	0.2705	2.5577	0.0133
KASSAFLODE_TK	-0.0920	0.0923	-0.9970	0.3231
MARKET2BOOK	0.0028	0.0094	0.2980	0.7668
NETTOMARGINAL	-0.0078	0.0041	-1.8961	0.0631
OMSATTNINGSTILLVAXT	-0.0162	0.0125	-1.3035	0.1977
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.0157	0.7975
Idiosyncratic random			0.0079	0.2025
Weighted Statistics				
R-squared	0.2973	Mean dependent var	0.0088	
Adjusted R-squared	0.1969	S.D. dependent var	0.0088	
S.E. of regression	0.0079	Sum squared resid	0.0035	
F-statistic	2.9617	Durbin-Watson stat	1.4973	
Prob(F-statistic)	0.0078			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.0432	Mean dependent var	0.0399	
Sum squared resid	0.0156	Durbin-Watson stat	0.6701	