



EKONOMIHÖGSKOLAN
Lunds universitet

Företagsekonomiska institutionen
FEKA01
Kandidatuppsats HT 08
2009-01-12

Substansrabatten i investmentbolag en kvantitativ studie av orsaker och påverkan

Handledare:
Tore Eriksson

Grupp: 15
Författare:
Christian Bojesson
Mesut Erkan
Erik Stam
Jonas Svensson

Sammanfattning

- Uppsatsens titel:** Substansrabatt i investmentbolag – en kvantitativ studie av orsaker och påverkan
- Seminariedatum:** 15 januari 2009
- Ämne/kurs:** FEKA01, Kandidatuppsats i företagsekonomi, 15 ECTS
- Författare:** Christian Bojesson, Mesut Erkan, Erik Stam och Jonas Svensson
- Handledare:** Tore Eriksson
- Nyckelord:** Substansrabatt, investmentbolag, substansvärde, aktievärdering, företagsvärdering
- Syfte:** Syftet med den här uppsatsen är att undersöka huruvida substansrabatten i de olika investmentbolagen har påverkats av interna och externa faktorer samt vilka åtgärder man kan ta för att minska substansrabatten.
- Metod:** Denna studie bygger på sex investmentbolags substansrabatter under perioden 1999-2008. Tyngdpunkten i vår studie ligger på att deduktivt analysera våra hypoteser och på grundval av våra statistiska beräkningar förkasta eller bekräfta dessa.
- Teori:** I vår teori har vi redogjort de för de vanligast anförda orsakerna till substansrabatten samt föreslagna åtgärder för att minska den. Dessa teorier har även numeriskt analyserats i empiriavsnittet.
- Empiri:** Vi har genomfört en kvantitativ studie av substansrabattens utveckling under perioden 1999 till 2008 i Havsfrun, Lundbergs, Industrivärden, Investor, Svolder och Öresund. Våra förklaringsvariabler har undersökts och utvärderats med hjälp av regressions- och korrelationsanalyser i syfte att hitta ett samband med substansrabatten.
- Analys:** Vår analys grundar sig på regressions- och korrelationsanalyser mellan våra förklarande variabler och substansrabatten. Ur dessa resultat har vi försökt hitta stöd för tidigare teorier som framförts om substansrabatten i investmentbolag.
- Slutsats:** Vi har kommit fram till att det är svårt att hitta ett statistiskt hållbart samband mellan substansrabatten och våra förklaringsvariabler, med undantag för reporäntan. Vi håller för

troligt att vissa av våra förklaringsvariabler har en större inverkan på substansrabatten än vad som är statistiskt påvisbart av vårt dataunderlag.

Abstract

- Title:** Closed-end fund discount in investment companies, a quantitative study of cause and affect.
- Date of seminar:** January 15th, 2009
- Authors:** Christian Bojesson, Mesut Erkan, Erik Stam and Jonas Svensson
- Advisor:** Tore Eriksson
- Course:** FEKA01, Bachelor thesis in business administration, 15 ECTS
- Key words:** Closed-end fund discount, investment company, net asset value, stock valuation , corporate valuation.
- Purpose:** This thesis aims to examine causes and effects of various external and internal variables on the closed-end discount rate.
- Methodology:** We have performed a quantitative study of the closed-end investment discount puzzle during 1999 and 2008 in the following companies: Havsfrun, Lundbergs, Industrivärden, Investor, Svolder and Öresund.
- Theory:** In our presented theory we introduce the reader to the commonly stated causes and effect of the closed-end fund discount. We also recommend suitable actions for the closed-end funds to take counteract the discount.
- Empirical foundation:** We have tried to determine and evaluate the relationship between our independent variable and our depending variables. The variables have been examined by regression- and correlation analysis.
- Conclusions:** We have concluded that a statistically apparent relation is not at hand concerning our independent variable and our dependent variables, with an exception for the repo rate. We find it however plausible that some of our dependent variables have a greater impact on the closed-end discount rate than our data allows us statistically showing.

1	Introduktion	6
1.1	Inledning.....	6
1.2	Bakgrund	6
1.3	Problemdiskussion	7
1.4	Syfte	8
1.5	Hypoteser	8
1.6	Målgrupp	9
1.7	Disposition	9
2	Metod	10
2.1	Metodval.....	10
2.1.1	Kvantitativ forskningsstrategi	10
2.1.2	Deduktiv metod	11
2.2	Angreppssätt.....	11
2.3	Datainsamling.....	11
2.4	Urval av företag.....	12
2.4.1	Insamling från kvartalsrapporter	12
2.4.2	Insamling från litteratur.....	12
2.4.3	Insamling från elektroniska källor.....	13
2.5	Källkritik	13
2.6	Beräkningar	14
2.6.1	Korrelationsanalys.....	15
2.6.2	Enkel regressionsanalys	15
2.6.3	Förklarande variabler	16
2.6.4	Dummyvariabler i en regressionsanalys	18
2.7	Reliabilitet	18
2.8	Validitet.....	18
2.8.1	Begreppsvaliditet.....	18
2.8.2	Intern validitet	19
2.8.3	Extern validitet	19
2.8.4	Reliabilitet och validitet i denna studie	19
2.8.5	Utförandet av regressions- och korrelationsanalyserna.....	20
2.9	Avgränsningar	20
2.10	Felkällor	20
3	Teori	22
3.1	Investmentbolag	22
3.2	Källor till substansrabattens uppkomst	23
3.2.1	Beskattningen av investmentbolagen	23
3.2.2	Diversifiering och specialisering.....	23
3.2.3	Substansrabatten, analytikerna och lägsta värdets princip	24
3.2.4	Maktbolag.....	24
3.2.5	Agent-principal teorin	25
3.2.6	Ägarstrukturens och agentkostnaders effekt på substansrabatten i investmentbolag	26
3.2.7	Förväntningar, ineffektiva marknader och felberäkningar	26

3.3	Åtgärder för att minska rabatten.....	27
3.3.1	Intern effektivitet.....	27
3.3.2	Extern effektivitet.....	27
3.3.3	Utdelning och favörer.....	28
3.3.4	Trovärdighet.....	28
3.3.5	Inlösen av aktier.....	29
4	Presentation av fallföretagen.....	30
4.1	Industrivärden.....	30
4.2	Investor.....	30
4.3	Lundbergs.....	31
4.4	Svolder.....	31
4.5	Öresund.....	32
4.6	Havsfrun.....	32
5	Empiri & analys.....	33
6	Analys av empiri.....	35
6.1	Ränta.....	35
6.2	Konjunkturen.....	36
6.3	Generalindex.....	37
6.4	Utdelningar.....	38
6.5	Soliditet.....	39
6.6	Totalavkastning.....	40
6.7	IFRS:s påverkan på investmentbolag.....	41
6.8	Avslutande kommentarer till regressions- och korrelations-analyserna.....	42
6.8.1	Förklarande faktorer.....	42
6.8.2	Korrelationen.....	42
6.8.3	Regressionen.....	43
6.8.4	Bolagen.....	44
6.8.5	IFRS:s betydelse.....	45
7	Avslutande diskussion.....	46
7.1	Slutdiskussion.....	46
7.2	Förslag till vidare forskning.....	47
8	Källförteckning.....	48
	Bilaga.....	56

1 Introduktion

Detta inledande kapitel presenterar bakgrunden till substansrabatten samt ger läsaren en initial förståelse för debatten inom området. Vidare presenteras uppsatsens syfte och de avgränsningar vi valt att göra. Kapitlet avslutas med uppsatsens disposition.

1.1 Inledning

Mycket kan sägas om den pågående finanskrisen där åsikter om orsak och verkan går isär. Alla är dock överens om att den har haft och kommer att få djupgående konsekvenser för näringslivet. Investmentbolagen, som baserar sin verksamhet på innehav och förvaltning av finansiella instrument, värderas i allmänhet med en rabatt; substansrabatten. Denna rabatt yttrar sig i form av att aktiemarknadens aktörer inte är villiga att betala ett pris för andelarna i investmentbolaget som motsvarar det marknadsmässiga värdet för den andel av bolagets tillgångar som aktien representerar (Hjelström 2007 s. 3). Fenomenet är av särskilt intresse eftersom det går stick i stäv med lagen om ett pris och teorin om rationella investerare, vilka är standardmässiga antaganden i modern finanst teori (Hjelström 2007 s. 120). Anledningen till varför substansrabatten finns är omtvistad och det verkar inte finnas någon heltäckande teori som förklarar varför investmentbolagens aktier handlas med en rabatt. Nu är frågan hur marknaden kommer att värdera investmentbolagen i den kommande lågkonjunkturen när analysen av börsföretagen är mer inriktad på de fundamentala egenskaperna i bolaget snarare än framtidsförväntningarna.

1.2 Bakgrund

Flera av de stora investmentföretagen i Sverige tillkom som en följd av lågkonjunkturen på 1920-talet då många av affärsbankerna övertog aktier i rörelsedrivande företag som kommit på obestånd för att skydda sina fordringar. Bankerna förbjöds i och med ändringar i banklagen 1934 att inneha aktier och ålades samtidigt att avveckla sitt innehav. Avvecklingen gick vanligen till så att bankerna överförde innehaven till ett förvaltningsbolag i vilket bankens aktieägare erbjöds att teckna aktier till fördelaktiga villkor. På detta sätt uppstod under åren 1937-1948 bl.a. AB Custos ur den dåvarande Skandinaviska Banken, Förvaltnings AB

Providentia, som senare kom att slås samman med Investor AB, ur dåvarande Stockholms Enskilda Bank och AB Industrivärden med anknytning till Svenska Handelsbanken. Vissa andra investmentföretag har sitt ursprung i familjeägda förvaltningsbolag som ofta har som syfte att förvalta aktier i ett begränsat antal, ibland helägda, rörelsedrivande företag. Genom att diversifiera portfölj innehavet och bredda ägarkretsen, till exempel genom notering på fondbörs har dessa företag uppfyllt kraven för att beskattas som investmentföretag. Investmentföretag har även uppkommit genom att företag som från början ägnade sig åt verksamhet av icke-finansiell karaktär skaffat sig betydande aktieportföljer. Detta har ibland skett i samband med strukturella omvandlingar inom industrin (SOU 1988:38 s. 222 ff).

1.3 Problemdiskussion

Sedan uppkomsten har investmentbolagen fått se sin aktie värderad med en rabatt. Som tidigare nämnts finns inte någon definitivt fastslagen teori om orsaken eller orsakerna till substansrabattens existens. Snarare florerar en uppsjö av teorier om vilka faktorer som kan ha en påverkan. Vilka dessa är redogörs för i teorikapitlet.

Den pessimism och handfallenhet som rabatten åstadkommit har lett till det mer eller mindre vedertagna begreppet "investmentbolagsdöden". Denna har inneburit att av de 30 noterade investmentbolag som fanns på Stockholmsbörsen i början på 1980-talet har flertalet antingen gått i konkurs eller blivit uppköpta (Munch, Boman, aktiemarknadsnämndens utlåtande 1999). En rimlig anledning till varför ett investmentbolag kan vara ett attraktivt uppköpsobjekt är just substansrabatten, eftersom det uppköpande företaget kan ta kontroll över investmentbolagets tillgångar till ett billigare pris än vad dessa tillgångar skulle ha kostat på marknaden. Det troliga förloppet är att det uppköpande bolaget köper investmentbolagets aktier till det rabatterade priset och sedan likviderar investmentbolaget och säljer av dess tillgångar till marknadspriset och gör därmed en förtjänst som storleksmässigt motsvarar substansrabatten.

Investmentbolagsrabatten är inget unikt svenskt problem. Fenomenet existerar på flera marknader runt om i världen. Dock är ägarstrukturen på den svenska börsen i det närmaste unik. De olika investmentbolagens innehav motsvarar cirka en tredjedel av börsens totala värde. Investmentbolagen domineras ofta av en stark ägare och inflytandet förstärks av att investmentbolagen ofta utövar sin makt genom innehavet av röststarka A-aktier, vilket leder till ett oproportionerligt stort inflytande i förhållande till kapitalinsatsen. Sammantaget

innebär detta att en stor del av den svenska börsen domineras av ett fåtal investerare. (von Essen s 10) I ljuset av det ovan nämnda är det förvånande att teorierna kring substansrabatten ännu är så pass outvecklade.

Vår ambition är att redogöra för olika teorier om varför substansrabatten överhuvudtaget existerar samt vilka åtgärder investmentbolagen kan tillgripa för att minska den. Tanken med dessa mer deskriptiva avsnitt är att samla på oss ett underlag för att kunna besvara vår övergripande frågeställning: går det att påvisa något samband mellan de externa och interna förklaringsvariabler som är inkluderade i våra regressions- och korrelationsanalyser. Dessa förklaringsvariabler redogörs närmare för i metodkapitlet och även framgår av de olika regressionsanalyser vi har utfört. Vi avser att titta på hur substansrabatten påverkas av låg- respektive högkonjunktur. Till skillnad från flertalet tidigare studier är vår ambition även att använda makroekonomiska faktorer som förklaringsvariabler för nivån på substansrabatten. Dessa är reporäntan, konjunkturen och generalindex. Dessutom har vi även inkluderat tre interna faktorer, utvecklingen av utdelningen, justerad soliditet och totalavkastning.

1.4 Syfte

Syftet med uppsatsen är att försöka hitta ett samband mellan nivån på substansrabatten och de förklaringsvariabler vi använt oss av i våra regressionsanalyser. Våra hypoteser grundar sig i att det finns ett positivt eller negativt samband med substansrabattsnivån. Syftet med denna undersökning är att antingen bekräfta eller förkasta denna hypotes.

1.5 Hypoteser

H1: Det finns ett samband mellan konjunkturen och substansrabatten.

H2: Det finns ett samband mellan tillväxten i generalindex och nivån på substansrabatten.

H3: Det finns ett samband mellan räntenivån och substansrabatten.

H4: Det finns ett samband mellan utvecklingen av utdelningarna och substansrabatt.

H5: Det finns ett samband mellan den justerade soliditeten och substansrabatten.

H6: Det finns ett samband mellan totalavkastningen och substansrabatten.

H7: Införandet av IFRS (International Financial Reporting Standards) innebär en genomgående påverkan av nivån på substansrabatten för alla investmentbolag som ingår i studien.

1.6 Målgrupp

Vår uppsats riktar sig mot studenter i finansiering på kandidatnivå och högre. För full förståelse krävs vissa förkunskaper om regressions- och korrelationsanalys.

1.7 Disposition

Uppsatsen är disponerad enligt följande:

- Först kommer ett inledningskapitel vars syfte är att ge läsaren en övergripande bild av bakgrunden till problemet följt av syfte, avgränsningar samt uppsatsens disposition.
- Det inledande kapitlet följs av ett metodkapitel där vi i allmänna ordalag beskriver olika företagsekonomiska forskningsmetoder för att sedan redogöra för hur vi har tillämpat dessa.
- Därefter kommer ett teorikapitel där de föreliggande teorierna och definitionerna presenteras. Detta avsnitt kommer till stor del att ligga som grund för vår analys.
- Det empiriska kapitlet presenterar vår statistiska undersökning av substansrabattens utveckling i förhållande till olika variabler.
- Empirin åtföljs av en kortfattad presentation av respektive investmentbolag.
- Uppsatsen avslutas med en analys som baserar sig på den presenterade empirin samt innehåller ett försök att avgöra vilka faktorer som påverkar substansrabatten. Analysen av empirin är utförd med hjälp av regressions- och korrelationsanalyser. Utöver detta innehåller analysen ett mer reflekterande avsnitt där vi presenterar våra egna tankar och teorier kring ämnet.
- Analysen följs av en slutdiskussion där vi antingen bekräftar eller förkastar våra hypoteser.
- Det avslutande kapitlet innehåller våra slutsatser samt en diskussion kring dessa. Kapitlet avslutas med att vi bekräftar eller förkastar våra hypoteser samt ger förslag på vidare forskning.

- Uppsatsen följs av bilagor med resultaten av våra regressions- och korrelationsanalyser.

2 Metod

I det här kapitlet beskrivs metoden vi har använt för att försöka svara på vår problemformulering och uppnå vårt syfte. Kapitlet inleds med valet av metod för att sedan ge en beskrivning av hur litteratur- och datakällor inhämtats. Detta följs av en redogörelse över vilka förklaringsvariabler vi valt att fokusera på samt hur studien har genomförts och vilka grundläggande beräkningar vi har gjort. Kapitlet avslutas med en genomgång av de felkällor vi stött på och de begränsningar vi antagit.

2.1 Metodval

2.1.1 Kvantitativ forskningsstrategi

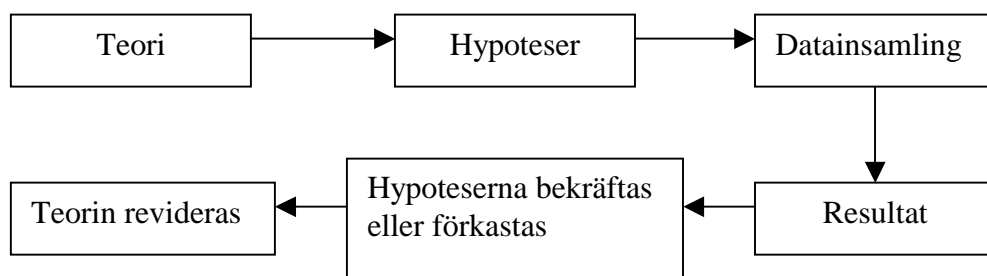
Vi har huvudsakligen tillämpat oss av den kvantitativa forskningsstrategin vid utförandet av denna studie. Det kvantitativa angreppssättet:

- innehåller ett deduktivt synsätt på förhållande mellan teori och praktisk forskning, där tyngden ligger på prövning av teorier,
- har införlivat den naturvetenskapliga modellens normer och tillvägagångssätt, framförallt när det gäller positivismen,¹
- rymmer en uppfattning om den sociala verkligheten som går ut på att den utgör en yttre och objektiv verklighet
- rymmer en bild av den sociala verkligheten som en ständig föränderlig egenskap som hör till individernas skapande och konstruerande förmåga (Bryman & Bell, s. 40).

¹ Positivism är en kunskapsteoretisk ståndpunkt som förespråkar en användning av naturvetenskapliga metoder vid studiet av den sociala verkligheten och alla dess aspekter.

2.1.2 Deduktiv metod

Den deduktiva metoden innebär att tillämparen utifrån tidigare kunskaper inom ett visst område och de teoretiska överväganden som rör detta område, härleder eller deducerar forskaren en eller flera hypoteser som ska underkastas en empirisk granskning. Den deduktiva metoden kräver en stor grad av formalisering av forskningen och den empiri som skall bevisa teorin. Ofta sker det deduktiva teoribygandet genom olika härledningar från tidigare grundläggande principer. Genom dessa härledningar skapas olika hypoteser som sedan kan testas genom olika empiriska undersökningar. Utgångspunkten för hypotesbygandet bör vara en enkel modell som successivt byggs ut för att kunna innefatta nya variabler som forskarna kan testa i empirin (Bryman & Bell 2005, s. 23). Teoriutvecklingen sker således genom ett evolutionistiskt förfarande, det vill säga att olika forskningsprojekt bygger vidare på tidigare teser för att bättre efterlikna de förhållanden som råder i empirin. Den deduktiva processen kan illustreras på följande vis:



2.2 Angreppssätt

Tyngdpunkten i vår studie ligger på att deduktivt analysera våra hypoteser och på grundval av våra statistiska beräkningar förkasta eller bekräfta våra hypoteser. Vår analys kommer delvis grunda sig på detta material och delvis grunda sig på teorikapitlet.

Anledningen till att vi valt att bortse ifrån den kvalitativa aspekten av uppsatsskrivandet beror på de bråda tider som råder på finansmarknaden. De som jobbar på investmentbolagen har tyvärr helt enkelt inte tid med intervjuer eller att besvara enkäter.

2.3 Datainsamling

Vårt underlag till uppsatsen har varit av flera olika slag. En stor del av materialet har varit resultatet från de kvantitativa undersökningar som vi har utfört. Vi har även haft tillgång till

en rad andra källor för uppbyggandet av vår teori om investmentbolagsrabatten, dess orsaker och korrelationer med olika index. Dessa redogörs för nedan.

2.4 Urval av företag

De företag som ingår i vår studie är:

- Havsfrun
- Industrivärden
- Investor
- Lundbergs
- Svolder
- Öresund

Vi har riktat in vårt urval på företag som definitionsmässigt (se inkomstskattelagen 39 kap. 15 §) kan räknas som investmentbolag. Från vårt ursprungliga urval har vi därför eliminerat investmentbanker, fastighetsbolag och private equity-bolag. Den övergripande anledningen till denna gallring var att vi ville strömlinjeforma studien, det vill säga att alla undersökningsobjekt skulle vara någorlunda lika.

2.4.1 Insamling från kvartalsrapporter

Våra observationer grundar sig på kvartalsvisa observationer och därför utgör de olika bolagens kvartalsrapporter en stor del av det statistiska underlag som vi har utgått ifrån. Kvartalsrapporterna har hämtats ifrån respektive bolags hemsida. I dessa rapporter är ofta substansrabatten inkluderad, men vi har ändå valt att räkna fram den på egen hand i syfte att uppnå en kontinuitet i studien.

2.4.2 Insamling från litteratur

Den litteratur som vi har använt oss av består dels av akademiska verk, såsom avhandlingar och tidigare skrivna uppsatser, men även artiklar i internationella tidskrifter. All litteratur som har använts finns tillgänglig på de olika biblioteken vid Lunds universitet samt Handelshögskolan i Stockholm. Uppsökandet av detta material har skett genom olika elektroniska sökmotorer samt på rekommendation av vår handledare, Tore Eriksson vid företagsekonomiska institutionen i Lund.

2.4.3 Insamling från elektroniska källor

Internet har varit den främsta elektroniska källan, men vi har även tagit andra typer av databaser, såsom *Datastreamer* och *ELIN*, till vår hjälp.

2.5 Källkritik

Vid användandet av olika källor är det viktigt att informationen granskas kritiskt. En indelning mellan primär- och sekundärkällor kan ofta underlätta den kritiska bedömningen. Det är främst sekundära källor som behöver granskas noggrant med avseende på källkritik. Denna granskning har vi gjort utifrån ursprung, syfte, användbarhet (Bryman & Bell 2005 s. 440). Sekundärdata innehåller ofta subjektiva vinklingar från författarens sida och det är därför viktigt att kunna hålla isär fakta och personliga åsikter. Vi har försökt att främst använda oss av material där syftet tydligt har angetts av författaren (Bryman & Bell 2005 s. 237).

Vid bedömningen av om våra källor är tillförlitliga har vi även försökt att ha följande punkter i bakhuvudet:

- Vem har skapat dokumentet?
- Varför har det skapats?
- Befann sig den person eller den grupp som producerat dokumentet i en position som gjorde att personerna i fråga kunde skriva på ett auktoritativt sätt om det aktuella ämnet?
- Är materialet äkta?
- Har den individ eller grupp producerat dokumentet haft egna intressen att försvara? Om så är fallet, går det att spåra någon speciell vinkling?
- Är dokumentet typiskt? Om så inte är fallet, går det att upptäcka på vilket sätt det är atypiskt och/eller hur pass ovanligt är det?
- Är dokumentets innebörd tydlig?
- Går det att styrka eller bekräfta de skeenden eller redogörelser som presenterats i dokumentet?
- Finns det andra tänkbara tolkningar av dokumentet än den man själv presenterar? Vilka är de i så fall och varför avfärdas de? (Bryman & Bell 2005 s. 440)

I vårt sökande efter litteratur har vi i viss mån använt oss av ”snöbollsmetoden” vilket innebär att man tittar på andra författares källor och letar upp dessa och hittar ytterligare källor i dessa artiklar/böcker osv.

Användandet av Internet kan innebära stora problem avseende källkritik. Innehållet på hemsidor är flyktigt och författaren är ofta okänd. Vid användningen av sådan information bör tillämparen således hålla sig kritisk eftersom det kan vara svårt att uttyda informationens ursprung och syfte. De hemsidor som vi huvudsakligen använt oss av är företagens egna hemsidor. Vi har utgått ifrån att reliabiliteten i finansiellt hänseende på dessa hemsidor är hög med tanke på den lagstadgade informationsplikten för börsnoterade aktieföretag. Det skulle även kunna vara skadligt ur trovärdighetssynpunkt för företagen att ge ut inkorrekt information. Beträffande definitioner av vissa nyckeltal har vi även använt oss av hemsidor. Vi har bedömt att i detta hänseende är information från Internet reliabel.

2.6 Beräkningar

Syftet med våra beräkningar är att försöka fastställa (eller fastställa att det inte finns något samband) ett positivt eller negativt samband mellan våra förklaringsvariabler och substansrabattsnivån. Vår analys baseras på en fallstudie av kursutvecklingen och substansrabatten i sex av börsens största investmentbolag samt genomsnittet av de sex bolagens substansrabatter.

Följande formel har vi använt vid beräkning av substansrabatten:

$$\text{Substansrabatt} = 1 - \frac{\text{börsvärde}}{\text{substansvärde}}$$

Substansvärdet definieras som: värdet på det bokförda egna kapitalet plus skillnaden mellan tillgångarnas bokförda värde och deras marknadsvärde (marknadsvärdet är ofta högre).

Underlaget till dessa beräkningar har vi funnit i bolagens kvartalsrapporter. De beräkningar vi avser att göra är preliminärt: regressions- och korrelationsanalys mellan de respektive rabatterna och följande faktorer konjunktur, generalindex, reporäntan, företagets och utdelningar. Vi anser även att ägarkoncentrationen i de underliggande bolagen är en viktig,

men eftersom denna variabel är svår att kvantifiera kommer vår analys grunda sig en mer kvalitativ analys. Vi anser även att ägarkoncentrationen i de underliggande bolagen är en viktig, men eftersom denna variabel är svår att kvantifiera kommer vår analys grunda sig en mer kvalitativ analys. Korrelationsanalysen har genomförts i Excel medan regressionsanalysen gjorts i SPSS. Till skillnad från tidigare studier som till stor del fokuserar på faktorer inom företaget har vi valt att inkludera tre externa (konjunktur, generalindex, reporänta) och tre interna variabler (utvecklingen av utdelningarna, justerad soliditet, totaltillkastning).

2.6.1 Korrelationsanalys

$$\text{Korrelation} = \rho = \frac{\text{cov}(X,Y)}{\sigma_x \sigma_y}$$

Korrelationen mäter sambandet mellan två variabler. Positiv korrelation innebär att ett högt värde på den ena variabeln motsvaras av ett högt värde på den andra variabeln och vice versa. Korrelationen antar ett värde mellan +1 och -1 och visar hur två variabler samvarierar. Perfekt korrelerade variabler antar värdet +1 och om den ena går upp gör den andra också det. Ett värde på -1 innebär att de alltid går motsatta håll, d v s att om den ena går upp går den andra ner. Korrelationen 0 innebär att variablerna är helt oberoende av varandra (Körner, Wahlgren 2002, s. 148).

2.6.2 Enkel regressionsanalys

$$y = a + bx$$

Syftet med en regressionsanalys är att beskriva det statistiska sambandet mellan två variabler. y är den beroende och x är den förklarande variabeln. a och b är konstanter. a visar y:s värde då x är 0. b anger hur många enheter y ändras när x ökar med en enhet (Körner, Wahlgren 2002, s. 160). Förutom att beskriva sambandet görs en signifikansprövning för att bekräfta eller förkasta mothypotesen, i vårt fall att det inte finns något samband mellan förklaringsvariabeln och substansrabattsnivån. Om p-värdet (signifikansen) är över 5 % kan inte mothypotesen förkastas och vi kan således inte bevisa vår hypotes.

2.6.3 Förklarande variabler

De variabler vi har valt att undersöka i syfte att se om de har någon påverkan på substansrabattens nivå är:

Externa

- Reporäntan
- Konjunkturen
- Generalindex

Interna

- Utvecklingen av utdelningar
- Justerad soliditet
- Totalavkastning

Reporäntan

Data för reporäntan som förklarande variabel i vår regressions- och korrelationsanalys har vi tagit ifrån Riksbankens hemsida (www.riksbanken.se).

Konjunkturen

Detta mått publiceras av Konjunkturinstitutet och kallas barometerindikatorn. Måttet bygger på att 100 är normalt konjunkturläge. Är barometerindikatorn över 100 räknas konjunkturen som högkonjunktur och lågkonjunktur om den är under 100. Regressionsanalysen av konjunkturrens påverkan på substansrabatten gjordes med hjälp av dummyvariabler. Se nedanstående förklaring av dummyvariabler.

Generalindex

Värdena för generalindex har vi hämtat från affärsvärldens hemsida. (www.affarsvarlden.se).

Utveckling av utdelningarna

Värdena för utdelningen har vi hämtat från respektive investmentbolags årsredovisning. Värdena är justerade för splits och omvända splits. I detta fall har vi valt att göra om värdena för utdelning till en indexserie som tar sin början ett år före det första observationstillfället, det vill säga 1998 års utdelning.

Justerad soliditet

Vi har tagit värdena från respektive bolags årsredovisning.

$$\text{Justerad soliditet} = \frac{\text{Substansvärde}}{JB}$$

JB=Justerad balansomslutning

(<http://www.inoff.nu>).

Balansomslutningen är det redovisade värdet av samtliga tillgångar som tagits upp i en balansräkning, definitionsmässigt lika stort som summan av eget kapital, avsättningar och skulder (www.ne.se). I den justerade balansomslutningen adderar man värdet för dolda reserver före skatt (www.inoff.nu).

Soliditet är ett finansiellt nyckeltal som beskriver hur stor del av tillgångarna i verksamheten som finansieras med eget kapital och den visar bland annat företagets kraft att stå emot förluster och kunna överleva på längre sikt (<http://www.aktiesite.se>) Vår första notering kommer från 1998 och vi jämför den med 1999 års substansrabatt. Gör alltså denna undersökning med ett års fördröjning och menar att en reaktion ofta inte kommer omedelbart och tror därför att vi inte förlorar någon trovärdighet.

Totalavkastning

Värdena har tagit ifrån respektive bolags årsredovisning. Totalavkastningen representerar förändringen i kapitalvärdet ett aktiebolag över en period.

Vi har beräknat totalavkastningen genom följande formel:

$$\text{Totalavkastning} = \frac{(A_1 + \text{utdelningar})}{A_0} - 1$$

A₁=Aktiepris i slutet av perioden

A₀= Aktiepris i början av perioden

(<http://www.12manage.com>)

Även här kommer den första noteringen från 1998 och jämförs med 1999 års substansrabatt. Denna undersökning görs alltså också med ett års fördröjning och vi menar att även här är det sannolikt att reaktionen inte kommer omedelbart.

Avkastningsberäkning för substansrabatten i förhållande till generalindex

$$\text{Avkastningsberäkning} = \frac{T_1}{T_0} - 1$$

Avkastningsberäkningen har utförts genom att vi tagit generalindexnivån vid tidpunkt T₁ och dividerat den med generalindexnivån vid tidpunkt T₀ och subtraherat med 1. Samma

beräkning har sedan gjorts med substansrabatten i de olika bolagen vid samma tidpunkter. Dessa värden har sedan använts i våra korrelations- och regressionsanalyser.

2.6.4 Dummyvariabler i en regressionsanalys

En dummyvariabel är en variabel som endast kan anta två värden exempelvis 0 och 1, det vill säga en dikotom variabel. I de fall vi valt att använda oss av en dummyvariabel har vi låtit 0 beteckna en minskning och 1 en ökning i förhållande till medelvärdet. (Körner, Wahlgren 2000, s. 363-364) Läsaren ska ha i åtanke att detta ibland kan leda till missvisande resultat eftersom 1 eller 0 betecknar en ökning/minskning oavsett om det är en mycket liten eller en mycket stor ökning/minskning. I de fall vi anser att resultatet varit missvisande har vi tydligt påpekat detta.

2.7 Reliabilitet

Reliabilitet innebär tillförlitlighet och rör frågan om huruvida resultatet ifrån en undersökning blir detsamma om undersökningen skulle göras på nytt, eller om undersökningen påverkas av slumpmässiga eller tillfälliga betingelser. Begreppet aktualiseras i samband med frågan om de mått som använts är konsistenta och följdriktiga. Finner exempelvis en forskare att ett statistiskt test som utförs på samma undersökningsobjekt får olika resultat kan det finnas skäl att ifrågasätta reliabiliteten i en sådan undersökning (Bryman & Bell s. 48).

2.8 Validitet

Ett annat och i flera avseenden det viktigaste forskningskriteriet är validitet. Validitet går ut på en bedömning av om de slutsatser som genererats från en undersökning hänger ihop med mätningarna eller inte. Det är viktigt att skilja på olika typer av validitet. Vi tänker i kommande stycken redogöra för begreppsvaliditet, intern validitet och extern validitet (Bryman & Bell 2005 s. 48).

2.8.1 Begreppsvaliditet

Begreppsvaliditet gäller främst kvantitativ forskning och handlar i grund och botten om huruvida ett mått för ett begrepp verkligen speglar det som begreppet avser att beteckna. Denna typ av validitet är relaterad till reliabiliteten. Om ett mått på ett begrepp är instabilt genom att det fluktuerar och därmed inte är reliabelt, kan det inte heller utgöra ett mått med

tillräckligt hög validitet för begreppet i fråga. Bedömningen av begreppsvaliditeten förutsätter således att måttet är reliabelt (Bryman & Bell 2005 s. 48-49).

2.8.2 Intern validitet

Denna form av validitet har oftast med frågor om kausalitet att göra. Intern validitet handlar om en slutsats som rymmer ett kausalt förhållande mellan två eller flera variabler är hållbar eller inte. Om vi påstår att x orsakar y, kan vi då vara säkra på att det verkligen är x som svarar för variationen i y och inte någon annan faktor som ger upphov till ett skenbart orsaksförhållande? (Bryman & Bell 2005 s. 48-49).

2.8.3 Extern validitet

Denna form av validitet väcker frågan om resultaten ifrån en undersökning kan generaliseras utöver den specifika undersökningskontexten. Det är denna typ av validitet som är anledningen till varför kvantitativa forskare är noggranna med att avgränsa sina arbeten (Bryman & Bell s. 49).

2.8.4 Reliabilitet och validitet i denna studie

Eftersom vi har utfört en studie baserad på ett historiskt dataunderlag ifrån tillförlitliga och trovärdiga källor tror vi att studiens statistiska undersökningar har en hög reliabilitet. Beträffande begrepps- och intern validitet vill vi i viss utsträckning reservera oss. Det finns förmodligen en mängd andra tänkbara orsaker som inte ingår i vår studie som påverkar substansrabatten i investmentbolag samt att det inte är helt säkert att de orsakssamband vi försöker påvisa beror på de variabler som ingår våra korrelations- och regressionsanalyser. Den externa validiteten tror vi är låg på grund av att vi tror att flera bolagsspecifika faktorer, som inte ingår i denna studie, påverkar substansrabatten.

Med dessa reservationer kan läsaren möjligen få intrycket att uppsatsen är meningslös, och det är inte syftet med ovanstående stycke. Vad vi vill poängtera är att det finns ett utrymme för felkällor, felaktiga slutsatser och felaktiga orsakssamband. Vi siktar inte på att finna absoluta bevis till orsakerna för substansrabattens existens och storlek utan syftet är att belysa och påvisa eventuella samband.

2.8.5 Utförandet av regressions- och korrelationsanalyserna

Som en del av vår analys av investmentbolagens substansrabatt har vi utfört olika regressions- och korrelationsanalyser av faktorer som vi har bedömt vara relevanta för rabattens nivå. Valet av de förklarande variablerna har baserats på de dokumentstudier vi gjort. Eftersom dessa studier kräver en hög grad av kvantifiering har en viktig faktor för valet av dessa variabler även varit möjligheten att erhålla reliabel information. Vi måste dock medge att det har varit svårt för oss att avgöra nivån på både begreppsvaliditet och intern validitet vad gäller våra förklarande variabler, utan dessa som sagt valda på grundval av dokumentstudier och egna överväganden.

2.9 Avgränsningar

Vår studie begränsar sig till sex investmentbolag (substansrabatt existerar även i fastighetsbolag) med huvudsakligen noterade innehav. Det innebär att vi bortser ifrån private equitybolag som huvudsakligen fokuserar på att investera i onoterade bolag. Anledningen till att vi bortser från dessa är att det inte finns någon tydlig marknadsvärdering (i form av börskurser) av de onoterade innehaven, som det gör för noterade bolag. De bolag vi har granskat har förvisso också onoterade innehav och vi bortser inte ifrån dessa, men tillgången av information hade varit alltför begränsad, om de bolag vi granskat enbart haft onoterade innehav. Vidare är vi medvetna om att investmentbolagens likvidationsklausul kan vara en avgörande faktor för nivån på substansrabatten, men på grund av tidsbrist har vi inte inkluderat denna variabel i studien. Vi begränsar oss till att granska en tidsserie som omfattar 10 år och våra undersökningsobjekt är svenska investmentbolag.

Från början var Kinnevik och Latour med i urvalet men dessa ströks efterhand på grund av att vi inte fick möjlighet att granska relevant information.

2.10 Felkällor

- I våra data saknas kvartalsrapporter för Havsfrun under 1999 eftersom de inte fanns tillgängliga på bolagets hemsida. Emellertid tror vi inte att avsaknaden av dessa data snedvrider våra beräkningar för Havsfrun i någon större utsträckning.
- I vissa av våra statistiska beräkningar har vi varit tvungna att eliminera uteliggare i dataunderlaget. I dessa fall har detta tydligt angivits i den kommenterande texten som

åtföljer varje beräkning. Anledningen till elimineringen var att vissa extremvärden gjorde att resultatet blev missvisande.

3 Teori

I det här kapitlets presenteras uppsatsens teoretiska referensram. Syftet är att ge läsaren en bild av de bakomliggande teorier vi använder för att analysera nivån på substansrabatten. Denna del kompletteras i analysen av vårt statistiska underlag.

3.1 Investmentbolag

Investmentbolag hanterar, till skillnad från det rörelsedrivande bolaget inte människor, maskiner eller varor, utan kapital. Tanken bakom ett investmentbolag är att det köper in sig i olika företag, och kan därmed ta kontrollen över dessa, men dess styrning är ofta indirekt. Styrelser kan till- och avsättas, men investmentbolag anger i allmänhet inte direkt hur ett företag ska skötas, och i många fall väljer investmentbolaget att endast ”rösta med fötterna” det vill säga genom att sälja av sina aktier. Syftet med ett investmentbolags verksamhet är att genom en effektiv kapitalförvaltning skapa ett mervärde och att förädla det satsade kapitalet samt att få det att växa. En distinktion brukar ofta göras mellan rena, blandade och rörelsedrivande investmentbolag. De rena ägnar sig enbart åt indirekt styrning, de blandade ägnar sig delvis åt direkt styrning och indirekt styrning och de rörelsedrivande är ofta rörelsedrivande bolag som börjat ägna sig åt kapitalförvaltning. Sammantaget skulle kunna sägas att ju mindre styrning och desto mindre ägande, desto renare investmentbolag. Ju större ägande och desto mer styrning, desto mer rörelsedrivande räknas investmentbolaget. (von Essen 1997 s. 9).

Den skatterättsliga definitionen, enligt inkomstskattelagen 39 kap. 15 §, av ett investmentbolag är ett bolag:

- som uteslutande eller så gott som uteslutande förvaltar värdepapper eller liknande tillgångar,
- vars uppgift väsentligen är att genom ett välfördelat värdepappersinnehav erbjuda andelsägarna riskfördelning, och
- som ett stort antal fysiska personer äger andelar i

Dessa rekvisit måste vara uppfyllda för att ett bolag ska betecknas som ett investmentbolag och därmed omfattas av de särskilda skatteregler som gäller för dessa.

3.2 Källor till substansrabattens uppkomst

3.2.1 Beskattningen av investmentbolagen

När aktier avyttras till ett pris som överstiger inköpspriset ska normalt sett resultatet kapitalvinstbeskattas (Inkomstskattelagen 44 kap. 13). För investmentbolagen gäller särskild lagstiftning. De skatterättsliga konsekvenserna mellan bolag som definieras som investmentbolag och de som inte gör det är betydande. De bolag som omfattas av investmentbolagsdefinitionen behöver inte betala skatt på kapitalvinster. På grund av detta avräknar investmentbolagen ingen latent skatt vid beräkning av substansvärdena. Det finns ett antal skatteregler som är av särskild betydelse när det gäller investmentbolag. För det första leder kapitalvinster och förluster vid försäljning av aktier inte till några skatteeffekter. Varken skatteplikt eller avdragsrätt föreligger. Det innebär alltså att investmentbolaget kan göra omplaceringar utan att behöva ta hänsyn till några skatteaspekter, vilket innebär att de ekonomiska bedömningarna blir ensamt avgörande. (Lodin et al. 2001 s. 459)

Huvudpunkterna i beskattning av investmentbolag är att de istället för att kapitalvinstbeskattas betalar en schablonskatt på 1,5 % av dess portföljinnehav vid beskattningsårets ingång. (Inkomstskattelagen 39 kap. 14 § 2 mom.) Dessutom är de utdelningar som investmentbolaget utför avdragsgilla från det beskattningsbara resultatet. Bolaget får dock inte göra så stora utdelningar att ett underskott uppstår. (Inkomstskattelagen 39 kap. 14 mom 3 mom.) Dessa skatteregler gör att investmentbolagen ställs inför valet att betala en stor summa i skatt eller alternativt göra en stor utdelning för att undvika beskattning. Beroende på hur investmentbolagen väljer att agera borde detta ha en inverkan på hur investerarna värderar ett investmentbolag. I enlighet med detta resonemang borde ett rimligt antagande vara att substansrabatten är mindre i de investmentbolag som är mer benägna att välja utdelningsalternativet, eftersom dessa bolag blir mer attraktiva för investerare och leder till en bättre marknadsvärdering.

3.2.2 Diversifiering och specialisering

Investmentbolag innehar normalt aktier i vitt skilda branscher. Bolagen kan därför karakteriseras som starkt diversifierade. En vanlig synpunkt på diversifierade verksamheter är att de inte är effektiva och att bolaget ifråga istället borde fokusera på sin kärnverksamhet. I investmentbolagens fall kan relevansen av denna invändning ifrågasättas, eftersom de ofta inte utövar någon egentlig styrning i de bolag som utgör deras portfölj (von Essen 1997 s 19-20).

3.2.3 Substansrabatten, analytikerna och lägsta värdets princip

Innan IFRS infördes i Sverige 2005 upptogs ett företags tillgångar till de bokförda värdena. Eftersom vår tidsserieanalys tar sin början 1999 redogör vi, med hjälp av nedanstående exempel, hur substansrabattsproblematik aktualiseras i detta avseende före 2005.

Vi antar att det bokförda värdet på ett investmentbolags sammanlagda tillgångar är 1 miljard kronor, varav omsättningstillgångar utgör 100 Mkr och aktier i underliggande bolag 900 Mkr. Omsättningstillgångarna består av banktillgodohavanden och medför därför ingen värderingsproblematik. Med aktierna är det annorlunda. Analytikern vet att ett i bokföringen upptaget värde kan säga mycket lite om aktiernas verkliga värde. Han tar därför istället fram ett aktuellt marknadsvärde. Eftersom ett företag inte bör uppta sina tillgångar till över det verkliga värdet är det sannolikt att det verkliga värdet överstiger 1 miljard kronor. Utifrån detta resonemang kan slutsatsen dras att analytikerna till viss del skapar substansrabatten eftersom de värderar aktierna i de underliggande tillgångarna högre än det bokförda värdet (von Essen 1997 s. 16).

IFRS medförde en avgörande förändring i fråga om vilket värde tillgångarna skall upptas till i företagets bokföring. Istället för det bokförda värdet skulle tillgångarna tas upp till marknadsvärdet (Edenhammar 2002, s. 74). Vi belyser detta närmare i empirin.

3.2.4 Maktbolag

En vanlig förklaring till substansrabattens existens och storlek är den s.k. maktfaktorn. Den räknas som en problematisk företeelse för investmentbolagen. I investmentbolag, som betecknas som maktbolag, finns det större risk att majoritetsägarnas intressen tillgodoses på minoritetens bekostnad. Det uppkommer således en diskrepans mellan bolagets substansvärde och dess marknadsvärde på grund av att potentiella investerare misstror den dominerande ägaren eftersom de tror att denne inte strävar efter att maximera alla aktieägares värden, utan snarare är intresserade av att maximera sin egen makt (Holmén och Högfeldt, s. 3-4).

En viktig faktor gällande marknadens värdering av investmentbolag är företagets val av strategi samt hur aktieägarvänliga de uppfattas av marknaden. Missbruk av majoritetsposition är en förklaring till varför marknaden ställer sig skeptisk i sin värdering av investmentbolag. Börsen verkar föredra bolag med svaga ägare. Saknas en ägare med ett dominerande innehav finns möjligheter till kursdrivande maktstrider, som kan leda till att sockrade bud läggs på

utestående aktier. En majoritetsägare däremot kan visserligen också tänkas vilja köpa samtliga aktier. Risken finns emellertid att denne inväntar ett lägligt tillfälle, eller ännu värre, att majoritetsägaren själv skapar detta lägliga tillfälle genom att sänka kursen genom manipulation. Att maktmissbruk förekommer förefaller troligt, och att makten tillmäts ett värde är helt uppenbart. Hade investerare inte trott att makt kan ge ekonomiska fördelar hade de ibland stora skillnaderna i värde mellan röststarka och röstsvaga aktier varit svåra att förstå (von Essen 1997 s. 21).

Investmentbolag har ofta använts som ett sätt att kontrollera företag. Svenska banker får inte direkt äga företag, förutom i undantagsfall. Bankerna eller bankernas ägare har därför i vissa fall skapat företag vars syfte varit att stödja och styra de företag som är närstående till banken. I andra fall har investmentbolag skapats för att en familj funnit att man inte på egen hand kan finansiera de bolag som det finns ett ägareintresse i. Nya ägare har behövt tas in. Genom ett ask-i-ask-ägande har den ursprungliga ägaren kunnat behålla kontrollen trots en allt mindre ägarandel. Detta har dessutom underlättats av förekomsten av aktier med olika rösträtt (von Essen 1997 s. 24).

Att maktambitioner förklarar tillkomsten av vissa investmentbolag leder inte nödvändigtvis till att dessa ambitioner fortfarande finns. Inte heller behöver en grupps intresse av att styra nödvändigtvis leda till att övriga ägares intresse åsidosätts. Dock är detta en vanlig misstanke bland minoritetsägarna. Investmentbolagens åtgärder för att möta dessa misstankar har främst varit att klargöra för minoritetsägare och potentiella investerare att de sätter aktieägarnas intressen främst (von Essen 1997 s. 24).

3.2.5 Agent-principal teorin

Relaterat till det ovan skrivna om maktbolag är problematik som härrör från principal-agent teorin. Kort sammanfattat kan sägas att det finns en risk för att individerna som har kontroll i ett företag berikar sig själva istället för aktieägarna. Det finns i huvudsak två metoder att motverka detta; övervakning och att skapa möjligheter för individerna i ledningen att berika sig själva under förutsättning att de arbetar för bolagets bästa (Hjelström 2007, s. 52-53).

3.2.6 Ägarstrukturens och agentkostnaders effekt på substansrabatten i investmentbolag

Det finns två huvudsakliga undersökningsområden när det gäller ägarstrukturens påverkan på substansrabatten i investmentbolag. Den första kategorin försöker etablera ett samband mellan förekomsten mellan stora aktieägare i investmentbolaget och substansrabatten, medan den andra kategorin försöker påvisa ett samband mellan höga förvaltningskostnader eller andra indikatorer på att agentkostnader finns i investmentbolaget. Enligt tidigare gjorda studier har ett samband påvisats mellan stora aktieägare och substansrabatt. Anledningen till sambandet anges vara att de stora aktieägarna kan tillskansa sig privata fördelar på minoritetens bekostnad. Substansrabattens volatilitet kan även påverkas av stora aktieägare. Volatiliteten påverkas mindre av en institutionell investerare, eftersom de betraktar volatiliteten som ett riskmoment och arbetar aktivt för att motverka den. Studier har gjorts om att låga förvaltningskostnader påverkar substansrabatten. Ytterligare positiva effekter har kunnat noteras om ledningens compensation knyts till dess prestation (Hjelström 2007 s. 58-60).

3.2.7 Förväntningar, ineffektiva marknader och felberäkningar

Den effektiva marknadshypotesen säger att substansvärdet borde vara detsamma som marknadsvärdet på aktien. Detta är dock ofta inte alltid fallet. Som alla andra aktier bestämmer lagen om utbud och efterfrågan priset på aktier i investmentbolag. Enligt denna grundläggande ekonomiska princip värderas alla aktier av denna typ med en rabatt. I detta ligger en värderingsparadox, som delvis kan förklaras med hjälp av förekomsten av en ineffektiv marknad. (Malkiel 1977 s. 847) En förklaring till detta är att det enda tillfället då en investerare skulle kunna förvänta sig att marknadsvärdet på investmentbolaget skulle vara lika med dess substansvärde, är om marknaden inte förväntar sig att värdet på de underliggande tillgångarna kommer att ändra sig i framtiden. Rabatten grundar sig enligt denna teori på förväntningar.

På en helt effektiv marknad återspeglas all tillgänglig information i prissättningen av aktier. Ingen substansrabatt borde då, teoretiskt sett, förekomma på en sådan marknad. (von Essen, 1997, s. 36). Substansrabattens bakomliggande anledning skulle kunna förklaras med hjälp av ineffektiviteten på aktiemarknaden.

En annan teori är att substansrabatten skulle kunna bero på felberäkningar, vilket återanknyter till problematiken rörande imperfekt information på aktiemarknaden. Det finns teorier som

tyder på att investmentbolagen överskattar substansvärdet och att detta i sin tur förklarar rabatten. Malkiel menar att beräkningen av substansvärdet försvåras av dålig likviditet och orealiserade kapitalvinster i form av ägandet av portföljbolagen och att det kan anses vara orsaken till rabatten (Malkiel 1977 s. 847-848). Den sistnämnda orsaken innebär att ett investmentbolag förmodligen skulle ha svårighet att realisera hela sitt innehav och förvänta sig att få en betalning som motsvarar marknadsvärdet. Vidare beskriver Malkiel i en senare artikel att investmentbolag som handlas till betydligt högre rabatt har till större del sitt kapital investerat i onoterade bolag som är svårare att värdera. (Malkiel 1999 s. 39) Det finns däremot forskare som inte stödjer denna teori och menar att endast felberäkningar av substansvärdet inte kan förklara substansrabatten. (Pontiff, 1995 s. 5-6)

3.3 Åtgärder för att minska rabatten

3.3.1 Intern effektivitet

Hur väl företaget förmår att förvalta sina tillgångar påverkar naturligtvis substansvärdet. Det förefaller också naturligt att effektiviteten i förvaltningen påverkar investerarnas syn på bolaget, och storleken av den nedvärdering av substansen de eventuellt finner motiverad innan de kommer fram till ett börsvärde. Vi har konstaterat att stora skillnader finns i hur substansvärdet utvecklats i de svenska investmentbolagen under den undersökta tidsperioden. Innan vi drar några slutsatser av detta finns det anledning att nämna något om investmentbolagens benägenhet att ta risker. En god substansstillväxt som uppnås utan att några större risker tas, upplever nästan alla som bättre än goda resultat som uppkommit enbart på grund av chansningar. På lång sikt kommer förmodligen den förra typen av investerare att prestera bättre än den senare. Sammantaget är det självklart att ett företag som sköter sin kapitalförvaltning effektivt utvecklas bättre än företag som inte gör detta. Detta gäller oberoende av om värdemätaren är börs- eller substansvärdet. En rimlig slutsats av detta är att rabatten bör minska om investmentbolaget sköts effektivt. (von Essen s. 25)

3.3.2 Extern effektivitet

Extern effektivitet fokuserar på strategiska beslut om vad bolaget skall ägna sig åt. Vissa strategival kan klart kopplas till en önskan att minska substansrabatten. Flera investmentbolag förefaller till exempel att vara övertygade om att rena investmentbolag – sådana som endast har börsnoterade aktier och uteslutande ägnar sig åt investmentverksamhet – värderas högre

än så kallade blandade investmentbolag. Andra rörelsedrivande bolag som ägnar sig åt investmentverksamhet verkar angelägna om att fortsätta att betecknas som rörelsedrivande bolag. Förmodligen gör de det för att undvika problematik relaterad till substansrabatten. Genomgående för de undersökta investmentföretagen är att de satsar i högre utsträckning på diversifiering framför specialisering. Sammanfattningsvis kan konstateras att företagen ägnar mycket utrymme i sina årsredovisningar för att diskutera åtgärder och strategier. Konkretiseringen saknas dock ofta, och effekterna av åtgärderna på rabatten är antagligen begränsade. (von Essen s. 26)

3.3.3 Utdelning och favörer

Det kanske mest närliggande sättet att öka attraktiviteten hos aktier i ett bolag är att höja utdelningen. Kan ett bolag göra troligt att en hög utdelning är uthållig har detta en kursdrivande effekt. Förhållandet att investmentbolagen i genomsnitt ger en hög direktavkastning behöver inte innebära utdelningarna höjts. Direktavkastningen kan bli hög på grund av beslut om hög utdelning men också på grund av att kursen sjunker då direktavkastningen utgör relationen mellan två storheter som båda kan variera.² För att öka trovärdigheten, och investerarnas möjligheter att förutse framtida utdelningar, preciseras ofta en utdelningspolitik. Det anges till exempel att avsikten är att dela ut viss del av vinsten eller att utdelningen ska motsvara en viss del av substansvärdet. Aktieägare kan erhålla utdelning inte bara i form av pengar. Ett populärt alternativ är att dela ut aktier i underliggande bolag. Istället för att sälja ett underliggande bolag med vinst och sedan dela ut denna vinst, delas istället aktierna ut i bolaget direkt till aktieägarna i investmentbolaget. (von Essen s. 26-27)

3.3.4 Trovärdighet

Bristen på trovärdighet är en viktig förklaring till existensen av substansrabatt. Investmentbolagens informationsutgivning har förbättrats i takt med den allmänna förbättringen av börsnoterade företagsinformation. Information är emellertid en sak, trovärdighet en annan. Allmänt sett har uttalanden som inte överensstämmer med faktiskt åtgärder en låg trovärdighet. I övrigt förefaller misstroendet vara särskilt starkt när den angivna policyn innebär:

- att ökade resurser skall överföras från företaget till aktieägarna

² Direktavkastning=utdelningens storlek/aktiekurs

- att majoritetsägarnas intressen skall få minskad betydelse
- ett brott mot tidigare policy

Beträffande de två förstnämnda punkterna bygger de på en naturlig misstro om beslutsfattarna säger sig vilja agera på ett sätt som inte antas gynna dem själva. Få företagsledare antas vilja avhända sig resurser. Den tredje punkten är väsentlig främst i anslutning till de andra två. En ändrad policy som uttryckligen skall gynna majoritetsägarna, eller tillföra företaget mer resurser från aktieägarna, kan säkerligen komma att bemötas med misstänksamhet (von Essen s. 28).

3.3.5 Inlösen av aktier

Inlösen av aktier innebär att bolaget köper tillbaks aktier av aktieägarna och sker oftast i överkapitaliserade bolag som vill överföra en del av överskottet till aktieägarna. Detta sker oftast över markandskurs eftersom annars skulle aktieägarna lika gärna kunna sälja aktierna på markanden. Efter en inlösen likvideras de återinköpta aktierna och en nedsättning av aktiekapitalet sker utan att portföljvärdet förändras. (Rodhe, 2002 s. 91-93) Förutom att sända en positiv signal till aktiemarkanden innebär en inlösen att flera nyckeltal förbättras eftersom antalet aktier minskar, vilket borde ha en positiv inverkan på aktiekursen och en negativ påverkan på substansrabatten.

4 Presentation av fallföretagen

Följande information avser att ge läsaren en kortfattning introduktion till fallföretag. Informationen är hämtad från respektive företags hemsida.

4.1 Industrivärden

Industrivärden grundades 1944 och är ett av Nordens ledande investmentbolag. De är noterade på OMX Nordiska Börs i Stockholm större företag. ”Affärsidén är att skapa aktieägarvärde baserat på professionell investeringsverksamhet och aktivt ägande i innehavsbolagen” (www.industrivarden.se). Industrivärdens strategi inriktar sig huvudsakligen på att investera i medelstora och stora noterade svenska bolag. De har som mål att skapa hög tillväxt av substansvärdet och till Industrivärdens aktieägare möjliggöra en totalavkastning som överstiger genomsnittet för OMX Nordiska Börs i Stockholm.

Utdelningspolicy

”Industrivärdens utdelningspolicy är att ge aktieägarna en direktavkastning som är högre än genomsnittet för Stockholmsbörsen” (www.industrivarden.se).

4.2 Investor

Investor är noterade på Stockholmsbörsen och är Skandinaviens största investmentbolag. De grundades 1916 och har varit noterade på Stockholmsbörsen sedan 1917. ”Vår affärsidé är att skapa långsiktigt attraktiv avkastning genom att investera i företag med god värdepotential och använda vår erfarenhet, kunskap och vårt nätverk till att göra dem ledande, ”best-in-class”, inom sina respektive branscher” (www.investor.se). Investors strategi och mål är att investera i attraktiva bolag som kan generera en framtida hög avkastning och att öka substansvärdet per aktie.

Utdelningspolicy

"Investors utdelningspolicy innebär att en hög andel av mottagna utdelningar från kärninvesteringar vidareutdelas samt att en distribution sker till aktieägarna från övriga nettotillgångar som motsvarar en direktavkastning i linje med aktiemarknaden. Målsättningen är också att åstadkomma en utdelning med jämn tillväxt över tiden" (www.investor.se).

4.3 Lundbergs

Lundbergs är ett investeringsföretag som bildades 1944 och börsnoterades på Stockholmsbörsen 1983. *"Lundbergs är ett investeringsföretag som, genom att vara aktiv och långsiktig ägare, förvaltar och utvecklar ett antal företag"* (www.lundbergs.se). De har som strategi och målsättning att generera avkastning som överstiger riskfria räntebärande placeringar, det vill säga investeringar med låg risk.

Utdelningspolicy

"Industrivärdens utdelningspolicy är att ge sina aktieägare en direktavkastning som är högre än genomsnittet för svenska börsnoterade aktier" (www.lundbergs.se).

4.4 Svolder

Svolder är ett investmentbolag som bildades 1993 och de är noterade på Stockholmsbörsen. De investerar till större del i svenska små och medelstora bolag som är noterade. *"Tre överordnade mål råder för verksamheten; en i absoluta tal god årlig substansvärdetillväxt, en avkastning som över tiden överstiger relevanta index för den svenska aktiemarknaden samt en bolagsvärdering nära sitt substansvärde"* (www.svolder.se).

Utdelningspolicy

"Minst fem procent av bolagets utgående substansvärde skall årligen tillföras aktieägarna i form av utdelning". Genom kopplingen till substansvärdet strävar policyn till ökad utdelningsstabilitet över en konjunkturcykel. Aktiemarknaden ges dessutom goda prognosförutsättningar.

Policyn förutsätter att utdelningsbara medel finns enligt fastställd balansräkning, att starkt negativa effekter för bolaget inte uppstår genom utdelningen eller att aktiemarknadens avkastningskrav inte dramatiskt förändras." (www.svolder.se).

Genom kopplingen till substansvärdet strävar policyn till ökad utdelningsstabilitet över en konjunkturcykel. Aktiemarknaden ges dessutom goda prognosförutsättningar.”

4.5 Öresund

Investmentbolaget Investment AB Öresund bildades 1890, börsnoterades 1962 och dess ursprungliga namn var från början Sjöförsäkringsaktiebolaget Öresund. Bolaget består idag av moderföretaget Investment AB Öresund och dotterföretaget Ven Capital AB. Investment AB Öresund är ett investmentföretag som sysslar med förvaltningsverksamhet. Dotterbolaget fungerar som ett komplement till moderbolaget och är rörelsedrivande i värdepappershandel. Företagets målsättning och strategi är att ge Investment AB Öresunds aktieägare en långsiktig god avkastning och att framför allt placera i svenska värdepapper (www.oresund.se).

Utdelningspolicy

”Öresunds utdelningspolicy innebär att Öresund till sina aktieägare delar ut minst så mycket att företaget inte behöver betala någon bolagsskatt.” (www.oresund.se)

4.6 Havsfrun

Investmentbolaget Havsfrun AB noterades 1994 på Stockholmsbörsen. Deras affärsidé, mål och strategi är att förvalta med tyngdpunkt på stora internationella fonder, en global diversifierad portfölj bestående av aktiefonder, hedgefonder och andra finansiella instrument (www.havsfrun.se).

Utdelningspolicy

”Styrelsens policy är att framöver försöka hålla en rimligt jämn och stabil utdelning som långsiktigt och genomsnittligt följer substansutvecklingen” (www.havsfrun.se).

5 Empiri & analys

I det här kapitlet presenteras resultaten av vår statistiska undersökning samt våra egna reflektioner av dessa. Siffrorna tolkas utifrån presentationen av fallföretagen och de teorier som presenteras i teorikapitlet. Vi har valt att slå ihop dessa kapitel eftersom vi anser att det blir tydligare om vi infogar våra egna kommentarer och analyser till våra beräkningar i samband med siffrorna. Kapitlet avslutas med en analys som grundar sig på teoriavsnittet.

Vi har i denna uppsats försökt testa ett flertal externa och interna faktorer i syfte att hitta ett positivt eller negativt samband till nivån på respektive investmentbolags substansrabatt. Somliga skulle förmodligen anse att förklaringen till förekomsten av substansrabatten är mycket enklare än vad denna uppsats ger sken av. Det räcker med att utgå ifrån investerarnas avkastningskrav. Om inte avkastningskravet uppfylls vid en kurs lika med substansvärdet sänks kursen. Resultatet blir en rabatt. Detta är möjligen korrekt, men det lämnar i så fall ett antal frågor obesvarade. Varför accepterar investerarna att investera i nybildade investmentbolag där insatsen motsvarar substansen? Vad är det som gör att de vanliga fonderna lyckas attrahera investerare, till substanskurs och dessutom höga avgifter som är högre än investmentbolagens administrativa kostnader? Och varför skall inte ett investmentbolag kunna ge investerare erforderlig avkastning?

Vi anser det en aning underligt att en hel bransch värderas (med ett fåtal undantag) under sitt marknadsvärde. Denna situation innebär problem, dels för minoritetsägarna som har skäl att fråga sig om investmentbolagen är börsfärdiga, och dels för företagsledningarna som får se det arbete de utför värderas negativt av börsen.

Den enklaste situationen vi kan ha i ett investmentbolag är om alla tillgångar utgörs av likvida medel. Då är substansvärdet identiskt med börsvärdet. Om tillgångarna endast utgörs av mer eller mindre likvida börsaktier är situationen något mer komplicerad. Köp- och säljkurser skiljer sig normalt något. Skillnaden är dock vanligen så liten att vi kan bortse ifrån den. Problem kan dock uppstå när en aktör på den finansiella marknaden ska sälja eller köpa en så stor aktiepost att köpkurserna väsentligt påverkas därav. Den som snabbt vill köpa en större

post aktier får räkna med att priset blir högre än angiven börskurs. På samma sätt får den som vill snabbt vill sälja räkna med att priset blir lägre, åtminstone om posten inte medför en maktposition i gällande bolag för köparen. I enlighet med detta resonemang är det inte troligt att investmentbolagen kan realisera alla sina tillgångar i portföljbolagen på samma gång till ett pris som motsvarar markandspriset. Detta skulle tala för att marknadspriset på tillgångarna i ett investmentbolags aktieportfölj borde vara lägre än det noterade värdet på investmentbolaget. Mot detta kan ställas att försäljningar sällan behöver göras snabbt samt att större poster ofta kan relateras till någon form av makt.

Slående är att ingen (vad vi vet) framhållit den stora makten som något positivt, och den skulle kunna komma alla aktieägare till godo. Den behöver inte nödvändigtvis missbrukas. Om exempelvis Investors årsredovisningar, maktbolaget framför alla andra, gås igenom, finns det, parallellt med uttalanden om intresset för alla aktieägare, uttalanden om huvudägarens centrala roll, något som knappast gagnar minoritetsaktieägarna.

Att inkorporera omsorg om minoritetsägare i ett investmentbolags mål och värderingar har betydelse för hur ett bolag värderas är förhoppningsvis investmentbolagen införstådda med. Makt förefaller emellertid vara fortfarande vara något tabubelagt, något som hellre skall förbigås än som skall lyftas fram som den tillgång den verkligen är, en tillgång som alla aktieägare kan ha nytta av.

Två andra infallsvinklar rörande problemet med rabatten på investmentbolagen föranleder två alternativa förklaringar. Antingen är aktiemarkanden inte så effektiv som teorin om effektiva marknader föreslår eller är teorin kring investmentbolagsrabatten inte tillräckligt utvecklad. Varken de företag som är utsatta för rabatten eller de analytiker som värderar företagen med en rabatt är riktigt medvetna om varför det görs. Deras beteende verkar snarare bero på en slags flockmentalitet.

6 Analys av empiri

I detta avsnitt går vi igenom och analyserar resultaten av våra statistiska beräkningar. I slutet av kapitlet kommer våra avslutande kommentarer rörande empirianalysen.

6.1 Ränta

En investerares avkastningskrav står i relation till dennes riskpreferenser. När den riskfria räntan är hög höjs även avkastningskraven på riskbärande tillgångar som exempelvis aktier. Samtidigt blir riskaverta investerare mindre benägna att exponera sig för risk och istället investera till den riskfria räntan. Sammantaget leder en hög ränta till mindre efterfrågan på aktier och därmed lägre börskurser.

Korrelation

	Havsfrun	Industrivärden	Investor	Lundbergs	Svolder	Öresund	Genomsnitt
Ränta	0,604	0,144	-0,031	0,421	0,163	0,423	0,489

Vi ser här att fem av sex företag har positiv korrelation mellan räntan och substansrabatten. Det enda negativa värdet har Investor och det är väldigt nära noll vilket snarare antyder att de är okorrelerade med räntan medan flera andra har ganska stark korrelation och genomsnittet på 0,489 visar på att det finns ett samband mellan hög ränta och hög substansrabatt.

Vår teori till varför det förhåller sig på detta sätt är att när räntan går upp minskar intresset för att investera på börsen, vilket resulterar i att kurserna sjunker. Dock sjunker kurserna i investmentbolagen mer än vad kurserna gör i portföljbolagen, vilket ökar substansrabatten. Anledningen till att det förhåller sig så tror vi beror på att det är svårare att värdera ett investmentbolag än ett rörelsedrivande bolag. I ett rörelsedrivande bolag kan en analytiker titta på exempelvis nyckeltal och andra mer konkreta faktorer. I ett investmentbolag beror lönsamheten till viss del på framtida förväntningar, vilket försvårar bedömningen av investeringspotentialen.

Regression

	Havsfrun	Industrivärden	Investor	Lundbergs	Svolder	Öresund	Genomsnitt
Y=	14,012+6,989x	23,115+1,00x	29,903-0,202x	12,033+3,753x	1,374+1,63x	-11,603+5,087x	11,305+3,071x

Regressionsanalysen antyder att det finns ett positivt samband mellan höjd ränta och ökning av substansrabatten. Förutom Investor ökar samtliga substansrabatter vid en räntehöjning och det gör även genomsnittet. Investors substansrabatt påverkas negativt men väldigt måttligt och liksom korrelationsanalysen visar regressionsanalysen att deras substansrabatt inte har något samband med räntan. Vidare noterar vi att Investor har i särklass den högsta substansrabatten vid ränta noll. Som vi nämnt ovan tror vi att marknaden värderar Investor med en rabatt på grund av att Investor är ett uttalat maktbolag. Det verkar som att marknaden är väl medveten om att syftet med Investor är att bolaget främst är ett instrument för familjen Wallenberg att äga kontrollposter i olika bolag, vilket innebär att Wallenbergs intressen prioriteras framför enskilda investerare. Anledningen till att räntan har påverkar Investor i så liten omfattning kan bero på att bolaget är den största och mest dominerande aktören på den svenska finansmarknaden.

Öresund skiljer också sig på så sätt att vid räntan noll har de en substanspremie på sin aktie. När räntan ökar kommer den dock att minska och övergå i rabatt så småningom. Vi ser i vårt dataunderlag att Öresund under perioden ofta har handlats till premie och det kan bero på att de haft en god avkastning och låga förvaltningskostnader under den studerade perioden.

6.2 Konjunkturen

Konjunkturläget påverkar hela samhället och självklart även aktiemarknaden. Investmentbolagets aktie och de underliggande aktierna kan dock vara olika känsliga för konjunktursvägningar och i så fall skulle substansrabatten påverkas av konjunkturläget.

Korrelation

	Havsfrun	Industrivärden	Investor	Lundbergs	Svolder	Öresund	Genomsnitt
Konjunkturen	-0,377	0,214	-0,041	0,030	0,337	-0,171	-0,036

Genomsnittet antyder att det inte finns något samband mellan konjunkturen och substansrabatten men om vi ser på de enskilda företagens korrelationer ser vi att det endast är Investor och Lundbergs som har värden nära noll medan Havsfrun och Öresund har negativa korrelationer medan Industrivärden och Svolder har positiva och de balanserar varandra i

genomsnittet. Det går med andra ord inte att slå fast någon allmän påverkan på substansrabatten av konjunkturläget.

Regression

	Havsfrun	Industrivärden	Investor	Lundbergs	Svolder	Öresund	Genomsnitt
Y=	0,417-0,098X	0,256+0,013X	0,303-0,018X	0,238+0,002X	0,038+0,048X	0,067-0,039X	0,218-0,014X

Regressionsanalysen gjordes med hjälp av dummyvariabler där 0 representerade lågkonjunktur och 1 representerade högkonjunktur. 1 och 0 representerar positiva respektive negativa fluktuationer kring ett, enligt Konjunkturinstitutet definierat, normalt konjunkturläge.

Vi ser att i genomsnitt är substansrabatten högre i lågkonjunktur än högkonjunktur. Skillnaden är dock väldigt liten och vi kan inte påstå att konjunkturen har någon påverkan på genomsnittlig substansrabatt. Liksom i korrelationsanalysen har den negativ påverkan på Havsfrun, Investor och Öresund medan den har positiv påverkan på Industrivärden, Lundbergs och Svolder och även här ser vi att konjunkturen påverkar vissa företag positivt och andra negativt.

6.3 Generalindex

Affärsvärldens generalindex är ett prisindex över de aktier som finns på Stockholmsbörsen. När börsen går upp eller ner borde både investmentbolagets aktie och de underliggande aktierna gå upp respektive ner men om de gör det i olika omfattning påverkas substansrabattens nivå vilket gör det till en intressant faktor att studera.

Korrelation

	Havsfrun	Industrivärden	Investor	Lundbergs	Svolder	Öresund	Genomsnitt
Generalindex	-0,462	-0,007	-0,030	-0,140	0,151	-0,122	-0,206

Som vi ser finns det en negativ korrelation mellan substansrabatten och generalindex vilket innebär att substansrabatten minskar då generalindex går upp. Samtliga företag förutom Svolder hade negativ korrelation med index. Denna varierade dock väldigt från Investor som hade ett värde nära noll till Havsfrun som hade hela - 0,462.

Detta skulle innebära att vid börsuppgångar ökar investmentbolagens aktier med mer än vad de underliggande tillgångarna gör medan de vid nergångar minskar med mer än vad de underliggande tillgångarna. Det betyder även att investmentbolagens aktier är mer volatila än

vanliga aktier. En vanlig uppfattning bland analytiker är att så är fallet och den tesen stöds således av vår undersökning (Von Essen s.18).

Att Investor har så svag korrelation kan bero på att de är det största företaget och därmed kan de tänkas vara de mest diversifierade av dem och därmed inte lika känsliga för börssvängningar.

Regression

	Havsfrun	Industrivärden	Investor	Lundbergs	Svolder	Öresund	Genomsnitt
=	0,015-0,642X	-0,003-0,008x	-0,017-0,03X	0,0043-0,211x	-0,596+1,118x	-0,497-0,97x	0,016-0,26x

Regressionsanalysen bekräftar tesen att substansrabatten minskar när börsen ökar. Återigen har samtliga företag utom Svolder negativ påverkan från börsrörelser.

För de flesta företagen verkar det dessutom som att förändringar på börsen starkt påverkar substansrabatten. Starkast påverkar den Svolder som har ett betavärde på över ett.

6.4 Utdelningar

Ett företags utdelningspolicy är en vital faktor för hur attraktiv en aktie anses av investerarna. Vår initiala tes var att ju högre utdelningar ett investmentbolag genomförde desto mindre blir substansrabatten. Detta beroende på att när utdelningen ökar skickar det ut en god signal till marknaden och aktien blir mer attraktiv.

Korrelation

	Havsfrun	Industrivärden	Investor	Lundbergs	Svolder	Öresund	Genomsnitt
Utdelning	-0,837	-0,506	-0,504	-0,524	0,513	0,139	-0,434

Som vi ser visar alla bolag en relativt starkt negativ eller positiv korrelation mellan utvecklingen av utdelningen och substansrabatten, med undantag för Öresund. Den negativa korrelationen innebär att om utdelningar ökar minskar substansrabatten. Vi tror att det beror på att aktiekursen ökar på grund av att aktien blir mer attraktiv. Svolder och Öresund står ut i sammanhanget. Vår korrelationsanalys visar att om de ökar sina utdelningar kommer deras substansrabatt att öka (eller i dessa två speciella fall kan det innebära att deras premie minskar). Vi finner detta osannolikt, eftersom båda dessa bolag har en aggressiv utdelningspolicy. . Antagligen beror det på att siffrorna är missvisande i dessa två fall.

Regression

	Havsfrun	Industrivärden	Investor	Lundbergs	Svolder	Öresund	Genomsnitt
Y=	1,149-0,178x	1,2-0,283x	1,082-0,21x	3,595-1,081x	0,487+0,816x	1,803-0,343x	1,592-0,596x

Regressionsanalysen bekräftar i stora drag korrelationsanalysen. När utdelningarna ökar minskar substansrabatten. Alla företag utom Svolder har ett negativt samband. Det negativa sambandet är ganska starkt och borde sannolikt innebära att det finns ett negativt samband mellan de båda variablerna. Efter granskandet av Öresunds siffror har vi kommit fram till att över perioden har utdelningarna ökat totalt sett medan substansrabatten har totalt sett minskat, dock har de flera år ökat samtidigt respektive minskat samtidigt vilket gör att de har fått en positiv korrelation men en negativ regression.

6.5 Soliditet

Soliditet är ett nyckeltal som visar hur mycket av verksamheten som finansieras med eget kapital. Soliditeten granskas av analytiker och dåliga värden antyder att företaget har problem medan goda värden kan premieras av investerare. Av denna anledning kan det tänkas att förändringar i soliditeten påverkar substansrabatten.

Korrelation

	Havsfrun	Industrivärden	Investor	Lundbergs	Svolder	Öresund	Genomsnitt
Soliditet	0,244	-0,048	-0,453	0,589	-0,466	-0,663	0,013

Korrelationen visar respektive företags samband mellan deras soliditet och deras substansrabatt. I genomsnitt kan inget samband styrkas dock har flera företag påtaglig negativ respektive positiv korrelation flera av åren. Havsfrun och Lundbergs har ett positivt samband vilket antyder att när deras soliditet ökar, ökar även deras substansrabatt. Investor, Svolder och Öresund har ett negativt samband vilket skulle innebära att när deras soliditet ökar minskar substansrabatten medan Industrivärden har ett värde för nära noll för att vi ska våga dra någon slutsats.

Regression

Havsfrun	Industrivärden	Investor	Lundbergs	Svolder	Öresund	Genomsnitt
0,211+0,182X	0,341-0,084X	0,654-0,445X	-0,078+0,452X	0,716-0,695X	0,823-0,836X	0,195+0,019X

Den genomsnittliga regressionen visar också att det finns ett positivt samband mellan soliditeten och substansrabatten, dock ett väldigt svagt sådant. Även här visar flera av företagen dock stark positiv eller negativ påverkan.

De valda företagen hade samtliga väldigt bra soliditet under perioden där endast Lundbergs hade ett värde på under 50 % ett år. Vi tror att då soliditeten varit så god är det sannolikt att den inte spelat någon roll för investeringsbesluten och därför kan det vara skensamband.

6.6 Totalavkastning

Totalavkastningen visar hur stor avkastning aktien gett en aktieägare som haft den hela året. Den tar hänsyn till upp- eller nedgång samt utdelning. En höjd totalavkastning gör således aktien mer attraktiv och borde därmed minska substansrabatten.

Korrelation

	Havsfrun	Industrivärden	Investor	Lundbergs	Svolder	Öresund	Genomsnitt
Totalavkastning	-0,236	0,124	-0,331	0,189	0,214	-0,403	-0,159

Korrelationen visar sambandet mellan totalavkastningen och substansrabatten för respektive företag. Som vi ser är genomsnittet som väntat negativt korrelerat dock har endast tre företag negativt samband medan de andra tre har positivt.

Regression

Havsfrun	Industrivärden	Investor	Lundbergs	Svolder	Öresund	Genomsnitt
0,389-0,055X	0,266+0,028X	0,299-0,067X	0,209+0,093X	0,044+0,093X	0,118-0,219X	0,22-0,05X

Regressionen visar samma sak som korrelationen, att genomsnittet har ett negativt samband medan tre av företagen har positivt och tre har negativt samband mellan substansrabatten och totalavkastningen.

En möjlighet till varför en höjning i totalavkastningen skulle leda till höjd substansrabatt är att bra år kan följas av dåliga i förhållande till det bra och när en aktie gått upp mycket kan det tänkas att den är övervärderad eftersom marknadens förväntningar är för höga. Därför väljer investerarna att sälja den innan den går neråt. Vi tror dock inte att det är troligt utan vill snarare påvisa att totalavkastningarna visat betydligt högre fluktuationer än substansrabatterna under perioden och att tio år är en kort period. En längre undersökning hade inte varit lika känslig för fluktuationerna.

6.7 IFRS:s påverkan på investmentbolag

2005 infördes IFRS i Sverige. IFRS 39 p.1 och 43 innebar en viktig förändring för investmentbolag. Istället för att tillgångarna togs upp till sitt bokförda värde skulle de istället tas upp till sitt verkliga (Edenhammar årtal, s. 74.). Ofta är marknadsvärdet detsamma som verkligt värde, och ofta är marknadsvärdet högre än det bokförda värdet (Artsberg, årtal s. 193).

Före							
	Havsfrun	Industrivärden	Investor	Lundbergs	Svolder	Öresund	Genomsnitt
Medel	41,85%	29,28%	31,66%	26,31%	4,57%	8,44%	23,39%
STD	9,46%	5,91%	5,70%	8,05%	8,94%	9,69%	5,07%
Efter							
	Havsfrun	Industrivärden	Investor	Lundbergs	Svolder	Öresund	Genomsnit
Medel	28,51%	21,51%	25,44%	20,07%	9,68%	-1,81%	17,23%
STD	7,29%	2,75%	3,25%	6,15%	8,07%	9,36%	4,21%

Som vi kan se har den genomsnittliga substansrabatten minskat i alla bolag förutom Svolder, vilket fått effekten att den totala genomsnittliga substansrabatten minskat med 6,16 %. Detta kan givetvis bero på en mängd anledningar. Vår teori innan beräkningarna gjordes var att substansrabatten skulle öka i de olika investmentbolagen eftersom de underliggande tillgångarna enligt IFRS skulle värderas till sitt marknadsvärde, vilken i praktiken, enligt vår teori skulle innebära att många av tillgångarna tillskrivs ett högre än det bokförda värdet. Glappet mellan substansvärde och marknadsvärde som substansrabatten utgör skulle enligt detta scenario öka om substansvärdet var konstant.

Vår teori om att substansrabatten skulle öka i och med införandet av IFRS visade sig att inte stämma, vilket kan bero på att osäkerheten kring förväntningarna på de finansiella

omsättningstillgångarna i viss mån skingrades. Effekten verkar snarare ha blivit att substansrabatten har minskat.

Standardavvikelsen mäter volatilitet och denna har genomgående minskat i alla bolag. Möjligtvis kan slutsatsen dras att IFRS har medfört krav på att investmentbolagen, på ett mer tydligt sätt, är tvungna att redogöra för vad deras innehav är värda. Detta kan möjligtvis tas som ett utslag på att osäkerheten kring värdet på investmentbolagens portföljinnehav värde har minskat.

6.8 Avslutande kommentarer till regressions- och korrelationsanalyserna

6.8.1 Förklarande faktorer

En skillnad mellan våra externa och interna faktorer är att vi har kvartalsnoteringar på de externa, vilket ger oss fyra noteringar per år, sånär som på 2008 då vi endast har tre, vilket ger oss sammanlagt 39 värden jämfört med de interna faktorerna där vi endast har ett värde per år och således 10 värden sammanlagt. Våra slutsatser kring de externa faktorerna är därför mer säkerställda.

Flera av faktorerna har ett samband som till exempel konjunktoren och generalindex som har en korrelation på hela 0,757. Utdelningar och totalavkastning hör även ihop då utdelningarna är en del av totalavkastningen. Vi tycker ändå att det var intressant att studera dem alla, dels eftersom vi hade svårt att veta vilka vi skulle välja bort och även för att det kan vara intressant att se om det finns några skillnader vilket vi även fann att det gör.

6.8.2 Korrelationen

En korrelation mellan en underliggande faktor och substansrabatten kunde fastslås på räntan, generalindex och utdelningsutvecklingen. Starkast korrelation fanns mellan räntan och substansrabatten som således skulle ha störst påverkan på dess storlek. På konjunktoren, soliditeten och totalavkastningen fanns ingen stark korrelation. Ett problem har genomgående varit att företagen har visat starkt skilda individuella korrelationer. På soliditeten hade till exempel Lundbergs starkt positiv korrelation medan Öresund hade starkt negativ. På flera av bolagen går det därför inte att säga något om faktorns påverkan på den allmänna substansrabatten utan snarare på företagens individuella påverkan av den.

6.8.3 Regressionen

Variabel	Generalindex	Reporänta	Konjunktur	Utdelning	Soliditet	Totalavkastning
P-värde	0,215	0,002	0,440	0,243	0,973	0,660

I våra regressionsanalyser har vi studerat R-kvadraten och signifikansnivån. R-kvadraten visar hur stor del av variationen i den beroende variabeln som förklaras av den oberoende variabelns variation och här vill vi ha höga värden medan signifikansen används för att förkasta eller bekräfta nollhypotesen och här är låga värden eftersträfvärdade. Oftast sätts gränsen till fem procent och är p-värdet under det förkastas nollhypotesen och vår hypotes godtas. Om p-värdet är 0,05 finns en enstjärnig signifikans, högst 0,01 är den tvåstjärnig och är 0,001 är den trestjärnig.

Vi hade problem med för höga p-värden och den enda av våra sex förklaringsvariabler som blev signifikant var reporäntan med ett p-värde på 0,002. I de andra fem fallen kunde inte nollhypotesen förkastas och vi kunde därmed inte bevisa någon påverkan på substansrabattens storlek. Även om det inte går att förkasta nollhypotesen vad gäller medelvärdet så finns det enskilda företag vars nollhypotes kan förkastas. Exempelvis är Havsfrun signifikant mot borsindex och konjunkturen, Öresund är signifikant mot utdelningar och soliditet, och Lundbergs, Havsfrun och Öresund är samtliga signifikanta mot reporäntan som alltså också är signifikant mot genomsnittet.

Våra R-kvadratvärden var relativt låga överlag och vi kunde därmed inte bevisa att en stor del av regressionen förklaras av den oberoende variabeln.

Att vi inte lyckats bevisa våra teser kan bero på att de är felaktiga men det kan också vara för att vi har för liten population och med större datamaterial tror vi att flera av faktorerna hade blivit signifikanta. Ett annat problem är att det finns en eftersläpning på substansrabatten efter det att en förklaringsvariabel ändras. När räntan går upp borde börsen falla men det tar lite tid för folk att sälja sina aktier och investera till den riskfria räntan och marknaden påverkas inte av räntehöjningen förrän i nästa period. Vi skulle egentligen behövt lagga våra siffror och testa fördröjningen och vilka tidsserier som passar bäst ihop och hade eventuellt då kunnat bevisa våra hypoteser.

6.8.4 Bolagen

Den genomsnittliga substansrabatten under perioden låg på 21,02 % med en standardavvikelse på 5,66 %. Skillnaderna mellan företagen var dock väldigt stora även här. Störst genomsnittlig substansrabatt hade Havsfrun med hela 36,29 % medan den lägsta var Öresund med endast 4,5 %. Havsfruns höga värde beror på att de emellanåt handlats till väldigt hög rabatt på över 50 % vissa månader. (teori om vad detta beror på) Öresunds låga värde beror på att de väldigt ofta handlats till premium (15 av 39 månader). Förmodligen beror detta på att Öresund har under undersökningsperioden löst in aktier flera gånger.

Högst standardavvikelse har Öresund med 10,82 % medan Investor hade lägst på 5,81 %. Öresunds volatilitet i substansrabatten beror förmodligen på att de under den undersökta tidsperioden flera gånger löst in aktier, utfört splittar, fondemissioner och nyemissioner. Volatiliteten kan tyda på att dessa åtgärder har motsatt verkan på substansrabatten.

Öresund är även det bolag som flest gånger värderats med premie. Detta kan bero på bolagets generösa utdelningspolicy, som går ut på att inte betala någon bolagsskatt. Utdelningar är avdragsgilla för investmentbolag. Öresund förvaltar i nuläget en portfölj som är värd cirka 4,8 miljarder och bolagsskatten är på 1,5 % av portföljvärdet. Öresund ska alltså, enligt sin utdelningspolicy, betala 72 miljoner i utdelning till sina aktieägare. I ljuset av denna generösa utdelningspolicy i kombination med att Öresund flera gånger löst in aktier, är premievärderingen förståelig.

Investor har en hög genomsnittlig substansrabatt på 29,26 %. Den fluktuerar med andra ord inte så mycket kring medelvärdet. Differensen mellan deras högsta och lägsta uppmätta värde var endast 21,72 % i kontrast till Öresund som hade en differens på hela 46,07 %. En annan intressant notering är att ingen av företagens standardavvikelser är lägre än den genomsnittliga substansrabattens standardavvikelse vilket alltså stödjer diversifieringstesen.

När inbördes korrelationer mellan företagen, samt mellan företagen och genomsnittet, mäts, märks det att Industrivärden, Lundbergs och Öresund har korrelation mot genomsnittet på över 0,8 vilket kan betecknas som ett starkt samband. Svagast korrelation med genomsnittet har Svolder på 0,377. Starkast korrelation mellan bolagen har Havsfrun och Öresund på 0,792 medan den svagaste är mellan Havsfrun och Svolder på -0,232 och det är även den enda

negativa korrelationen vilket visar att substansrabatterna följer varandra och påverkas av samma faktorer.

Svolder var det företaget som avvek mest från genomsnittet och den var även den som skiljde sig från resten i flera av korrelations- och regressionsberäkningarna. De hade motsatt korrelation än genomsnittet i fem av sex fall och de var de enda som hade positiv korrelation mot generalindex. Vi vet inte säkert vad det beror på men tror att det kan ha att göra med att de har tydligt uttalat att de inte har någon ambition att vara ett maktbolag och därför investerar annorlunda än de andra företagen. Svolder är även det investmentbolag som under tidsserien har näst lägst medelsubstanrabatt. Vi tror att en avgörande faktor även i detta fall beror på att bolagets utdelningspolicy. Denna går ut på att Svolder delar ut minst 5 % av sitt substansvärde om utdelningsbara medel finns att tillgå, att starkt negativa effekter bolaget inte uppstår som en följd av utdelningen eller att aktiemarkandens avkastningskrav inte dramatiskt förändras. Vi tror att Svolders positiva substansrabattsutveckling är en kombination av dessa faktorer.

Ett annat företag som skiljer sig något är Investor som har korrelation nära noll på de tre externa faktorerna och verkar inte vara så beroende av dem. Det kan bero på att de är det största av alla företagen och därmed kan vara det mest diversifierade.

6.8.5 IFRS:s betydelse

Efter IFRS trädde i kraft har den genomsnittliga nivån på substansrabatten sjunkit för alla undersökta bolag förutom Svolder. Detta kan bero på IFRS ökade krav på information till marknaden om de verkliga värdena på investmentbolagens portföljbolag. Standardavvikelsen har sjunkit i samtliga investmentbolag. Volatiliteten har alltså minskat vilket möjligen innebär att investerarna känner sig tryggare i och med tillgången till mer fullständig information än vad de hade innan 2005. Dock är skillnaderna pre- och post 2005 inte tillräckligt stora för att en definitiv slutsats kan dras, utan IFRS är endast en trolig delförklaring till den generella minskningen av substansrabatten.

7 Avslutande diskussion

I detta avslutande kapitel sammanställer vi föregående kapitelns resultat samt förkastar eller bekräftar våra hypoteser. Vi reflekterar även över studiens resultat samt ger förslag till vidare forskning.

7.1 Slutdiskussion

Syftet med denna uppsats har varit att utreda hur tre externa och tre interna faktorer påverkar substansrabattens storlek samt vad införandet av IFRS har inneburit. Vi ställde i början upp sju hypoteser som vi sedan har utrett och här kommer svaren på dem.

H1: Det finns ett samband mellan konjunkturen och substansrabatten.

Nollhypotesen kan inte förkastas och vår hypotes kan därmed inte bekräftas.

H2: Det finns ett samband mellan tillväxten i generalindex och nivån på substansrabatten.

Nollhypotesen kan inte förkastas och vår hypotes kan därmed inte bekräftas.

H3: Det finns ett samband mellan räntenivån och substansrabatten.

Nollhypotesen förkastas och vi fann tvåstjärnig signifikans för vår tes.

H4: Det finns ett samband mellan utvecklingen av utdelningarna och substansrabatt.

Nollhypotesen kan inte förkastas och vår hypotes kan därmed inte bekräftas.

H5: Det finns ett samband mellan den justerade soliditeten och substansrabatten.

Nollhypotesen kan inte förkastas och vår hypotes kan därmed inte bekräftas.

H6: Det finns ett samband mellan totalavkastningen och substansrabatten.

Nollhypotesen kan inte förkastas och vår hypotes kan därmed inte bekräftas.

H7: Införandet av IFRS innebär en genomgående påverkan av nivån på substansrabatten för alla investmentbolag som ingår i studien.

Den genomsnittliga nivån på substansrabatten sjönk efter IFRS införandes, dock har vi inga statistiskt säkerställda bevis för att det berodde på IFRS.

Av våra sex statistiskt undersökta hypoteser fann vi alltså endast signifikans för en av dem. Att de andra inte kunde bevisas betyder inte att de inte har en påverkan, endast att deras påverkan inte går att styrka statistiskt med hjälp av vårt dataunderlag. De mest intressanta faktorerna är de som är mer relevanta för investerare. Därför finner vi det anmärkningsvärt att utdelningar som förklarande variabel fick en låg signifikans. Lärdomen vi dragit av denna studie är att alltså att vi borde valt förklaringsvariabler som har en mer direkt påverkan på investmenbolag eller investerare i investmentbolag, såsom exempelvis förvaltningskostnader, ägarkoncentration, inlösen av aktier och andra mer konkreta faktorer. Införandet av IFRS har vi inte ingående undersökt statistiskt, utan endast noterat att medelvärdena för investmentbolagens substansrabatt har sjunkit. Att detta beror på införandet av IFRS är inte en valid slutsats, eftersom det kan bero på andra omständigheter. Dock har IFRS ökat transparensen mellan företag och investerare. Därför är det rimligt att anta att IFRS har minskat osäkerheten för investerarna, vilket kan vara anledningen till att substansrabatten har minskat efter 2005.

7.2 Förslag till vidare forskning

- En studie som har en mer kvalitativ ansats kan göras. Vi tror att denna uppsats kan kompletteras med en studie exempelvis baserar sig på enkätsvar och på intervjuer med representanter från företagen.
- En komparativ studie av skillnaden i substansrabatten mellan olika geografiska marknadens skulle kunna utföras.
- Variabler som ägarstruktur, inlösen av aktier och personalkostnaders påverkan på substansrabatten skulle vara intressanta att studera.
- Vi tror att ämnet är värt att analysera djupare på en högre nivå, exempelvis i en d-uppsats.

8 Källförteckning

Litteratur

Artsberg, Kristina. *Redovisningsteori – policy och praxis*, 2005 Liber
Ekonomi

Bryman, Alan Bell Emma, *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, 2005, Liber ekonomi

Edenhammar, Hans. *Nya redovisningsprinciper – På väg mot IAS 2005*, Stockholmsbörsen,
2002.

von Essen, Reinhold, *Investmentbolag med eller utan existensberättigande*, 1997 Sveriges
aktiesparares riksförbund

Svante Körner, Lars Wahlgren 2002, *Praktisk statistik* , Studentlitteratur

Lodin, Sven-Olof, Lindencrona, Gustaf, Melz Peter, Silfverberg, Christer, *Inkomstskatt: en
läro- och handbok i skatterätt*, 2007, Studentlitteratur

Rodhe, Knut, *Aktiebolagsrätt*, 2002, Nordstedts Juridik AB

Lars Wahlgren:, *Spss, steg för steg*, 2008, Studentlitteratur

Avhandlingar

Hjelström, Tomas, *The Closed-End Investment Company Premium Puzzle -model
development and empirical tests on Swedish and British data*, 2007 EFI, The Economic
Research Institute

Artiklar

Holmén, Martin, and Högfeldt, Peter, *Pyramidal Discounts: Tunneling or Agency
Costs?* 2004, Department of Economics, Uppsala, and Department of Finance, Stockholm

School of Economics.

Malkiel, Burton, *The valuation of closed-end investment-company shares*, The Journal of Finance, tredje numret, volym 32, 1977, s. 847-859

Pontiff, Jeffery, *Closed-end fund premia and returns: Implications for financial market equilibrium*, Journal of Financial Economics, 1995, tredje numret, volym 37, s. 341-371

Offentligt tryck

SOU 1988:38

Inkomstskattelagen SFS 1999:1229

Elektroniska källor

Munch, Johan, Boman, Ragnar, *Aktiemarknadsnämndens uttalande 1999:14*, 1999-09-14
www.aktiemarknadsnamnden.se

(<http://www.aktiemarknadsnamnden.se/UserFiles/uttalanden/1999/14/199914.%20htm>)
(2008-11-22)

www.aktiesite.se (<http://www.aktiesite.se/Nyckeltal/soliditet.htm>) (2008-12-16)

www.inoff.nu (<http://www.inoff.nu/nyckeltal.htm>) (2008-12-16)

www.12manage.com (http://www.12manage.com/methods_tsr_sv.html) (2008-12-18)

www.nasdaqomxnordic.com (2008-11-20)

www.ne.se (2008-12-20)

www.riksbanken.se (2008-12-10)

Investmentbolags hemsidor

www.havsfrun.se (2008-11-14)

www.industrivarden.se (2008-11-14)

www.investor.se (2008-11-14)

www.lundbergs.se (2008-11-14)

www.svolder.se (2008-11-14)

www.oresund.se (2008-11-14)

Årsredovisningar

Havsfrun 1998-2007

Industrivärden 1998-2007

Investor 1998-2007

Lundbergs 1998-2007

Svolder 1998-2007

Öresund 1998-2007

Rapporter

Havsfrun

Havsfrun kvartalsrapport 1999-03-31

Havsfrun kvartalsrapport 1999-06-30

Havsfrun kvartalsrapport 1999-09-30

Havsfrun kvartalsrapport 2000-03-31

Havsfrun kvartalsrapport 2000-06-30

Havsfrun kvartalsrapport 2000-09-30

Havsfrun kvartalsrapport 2001-03-31

Havsfrun kvartalsrapport 2001-06-30

Havsfrun kvartalsrapport 2001-09-30

Havsfrun kvartalsrapport 2002-03-31

Havsfrun kvartalsrapport 2002-06-30

Havsfrun kvartalsrapport 2002-09-30

Havsfrun kvartalsrapport 2003-03-31

Havsfrun kvartalsrapport 2003-06-30

Havsfrun kvartalsrapport 2003-09-30

Havsfrun kvartalsrapport 2004-03-31

Havsfrun kvartalsrapport 2004-06-30

Havsfrun kvartalsrapport 2004-09-30

Havsfrun kvartalsrapport 2005-03-31

Havsfrun kvartalsrapport 2005-06-30

Havsfrun kvartalsrapport 2005-09-30

Havsfrun kvartalsrapport 2006-03-31

Havsfrun kvartalsrapport 2006-06-30

Havsfrun kvartalsrapport 2006-09-30

Havsfrun kvartalsrapport 2007-03-31
Havsfrun kvartalsrapport 2007-06-30
Havsfrun kvartalsrapport 2007-09-30
Havsfrun kvartalsrapport 2008-03-31
Havsfrun kvartalsrapport 2008-06-30
Havsfrun kvartalsrapport 2008-09-30

Industrivärden

Industrivärden kvartalsrapport 1999-03-31
Industrivärden kvartalsrapport 1999-06-30
Industrivärden kvartalsrapport 1999-09-30
Industrivärden kvartalsrapport 2000-03-31
Industrivärden kvartalsrapport 2000-06-30
Industrivärden kvartalsrapport 2000-09-30
Industrivärden kvartalsrapport 2001-03-31
Industrivärden kvartalsrapport 2001-06-30
Industrivärden kvartalsrapport 2001-09-30
Industrivärden kvartalsrapport 2002-03-31
Industrivärden kvartalsrapport 2002-06-30
Industrivärden kvartalsrapport 2002-09-30
Industrivärden kvartalsrapport 2003-03-31
Industrivärden kvartalsrapport 2003-06-30
Industrivärden kvartalsrapport 2003-09-30
Industrivärden kvartalsrapport 2004-03-31
Industrivärden kvartalsrapport 2004-06-30
Industrivärden kvartalsrapport 2004-09-30
Industrivärden kvartalsrapport 2005-03-31
Industrivärden kvartalsrapport 2005-06-30
Industrivärden kvartalsrapport 2005-09-30
Industrivärden kvartalsrapport 2006-03-31
Industrivärden kvartalsrapport 2006-06-30
Industrivärden kvartalsrapport 2006-09-30
Industrivärden kvartalsrapport 2007-03-31
Industrivärden kvartalsrapport 2007-06-30

Industrivärden kvartalsrapport 2007-09-30
Industrivärden kvartalsrapport 2008-03-31
Industrivärden kvartalsrapport 2008-06-30
Industrivärden kvartalsrapport 2008-09-30

Investor

Investor kvartalsrapport 1999-03-31
Investor kvartalsrapport 1999-06-30
Investor kvartalsrapport 1999-09-30
Investor kvartalsrapport 2000-03-31
Investor kvartalsrapport 2000-06-30
Investor kvartalsrapport 2000-09-30
Investor kvartalsrapport 2001-03-31
Investor kvartalsrapport 2001-06-30
Investor kvartalsrapport 2001-09-30
Investor kvartalsrapport 2002-03-31
Investor kvartalsrapport 2002-06-30
Investor kvartalsrapport 2002-09-30
Investor kvartalsrapport 2003-03-31
Investor kvartalsrapport 2003-06-30
Investor kvartalsrapport 2003-09-30
Investor kvartalsrapport 2004-03-31
Investor kvartalsrapport 2004-06-30
Investor kvartalsrapport 2004-09-30
Investor kvartalsrapport 2005-03-31
Investor kvartalsrapport 2005-06-30
Investor kvartalsrapport 2005-09-30
Investor kvartalsrapport 2006-03-31
Investor kvartalsrapport 2006-06-30
Investor kvartalsrapport 2006-09-30
Investor kvartalsrapport 2007-03-31
Investor kvartalsrapport 2007-06-30
Investor kvartalsrapport 2007-09-30
Investor kvartalsrapport 2008-03-31

Investor kvartalsrapport 2008-06-30

Investor kvartalsrapport 2008-09-30

Lundbergs

Lundbergs kvartalsrapport 1999-03-31

Lundbergs kvartalsrapport 1999-06-30

Lundbergs kvartalsrapport 1999-09-30

Lundbergs kvartalsrapport 2000-03-31

Lundbergs kvartalsrapport 2000-06-30

Lundbergs kvartalsrapport 2000-09-30

Lundbergs kvartalsrapport 2001-03-31

Lundbergs kvartalsrapport 2001-06-30

Lundbergs kvartalsrapport 2001-09-30

Lundbergs kvartalsrapport 2002-03-31

Lundbergs kvartalsrapport 2002-06-30

Lundbergs kvartalsrapport 2002-09-30

Lundbergs kvartalsrapport 2003-03-31

Lundbergs kvartalsrapport 2003-06-30

Lundbergs kvartalsrapport 2003-09-30

Lundbergs kvartalsrapport 2004-03-31

Lundbergs kvartalsrapport 2004-06-30

Lundbergs kvartalsrapport 2004-09-30

Lundbergs kvartalsrapport 2005-03-31

Lundbergs kvartalsrapport 2005-06-30

Lundbergs kvartalsrapport 2005-09-30

Lundbergs kvartalsrapport 2006-03-31

Lundbergs kvartalsrapport 2006-06-30

Lundbergs kvartalsrapport 2006-09-30

Lundbergs kvartalsrapport 2007-03-31

Lundbergs kvartalsrapport 2007-06-30

Lundbergs kvartalsrapport 2007-09-30

Lundbergs kvartalsrapport 2008-03-31

Lundbergs kvartalsrapport 2008-06-30

Lundbergs kvartalsrapport 2008-09-30

Svolder

Svolder kvartalsrapport 1999-03-31
Svolder kvartalsrapport 1999-06-30
Svolder kvartalsrapport 1999-09-30
Svolder kvartalsrapport 2000-03-31
Svolder kvartalsrapport 2000-06-30
Svolder kvartalsrapport 2000-09-30
Svolder kvartalsrapport 2001-03-31
Svolder kvartalsrapport 2001-06-30
Svolder kvartalsrapport 2001-09-30
Svolder kvartalsrapport 2002-03-31
Svolder kvartalsrapport 2002-06-30
Svolder kvartalsrapport 2002-09-30
Svolder kvartalsrapport 2003-03-31
Svolder kvartalsrapport 2003-06-30
Svolder kvartalsrapport 2003-09-30
Svolder kvartalsrapport 2004-03-31
Svolder kvartalsrapport 2004-06-30
Svolder kvartalsrapport 2004-09-30
Svolder kvartalsrapport 2005-03-31
Svolder kvartalsrapport 2005-06-30
Svolder kvartalsrapport 2005-09-30
Svolder kvartalsrapport 2006-03-31
Svolder kvartalsrapport 2006-06-30
Svolder kvartalsrapport 2006-09-30
Svolder kvartalsrapport 2007-03-31
Svolder kvartalsrapport 2007-06-30
Svolder kvartalsrapport 2007-09-30
Svolder kvartalsrapport 2008-03-31
Svolder kvartalsrapport 2008-06-30
Svolder kvartalsrapport 2008-09-30

Öresund

Öresund kvartalsrapport 1999-03-31
Öresund kvartalsrapport 1999-06-30
Öresund kvartalsrapport 1999-09-30
Öresund kvartalsrapport 2000-03-31
Öresund kvartalsrapport 2000-06-30
Öresund kvartalsrapport 2000-09-30
Öresund kvartalsrapport 2001-03-31
Öresund kvartalsrapport 2001-06-30
Öresund kvartalsrapport 2001-09-30
Öresund kvartalsrapport 2002-03-31
Öresund kvartalsrapport 2002-06-30
Öresund kvartalsrapport 2002-09-30
Öresund kvartalsrapport 2003-03-31
Öresund kvartalsrapport 2003-06-30
Öresund kvartalsrapport 2003-09-30
Öresund kvartalsrapport 2004-03-31
Öresund kvartalsrapport 2004-06-30
Öresund kvartalsrapport 2004-09-30
Öresund kvartalsrapport 2005-03-31
Öresund kvartalsrapport 2005-06-30
Öresund kvartalsrapport 2005-09-30
Öresund kvartalsrapport 2006-03-31
Öresund kvartalsrapport 2006-06-30
Öresund kvartalsrapport 2006-09-30
Öresund kvartalsrapport 2007-03-31
Öresund kvartalsrapport 2007-06-30
Öresund kvartalsrapport 2007-09-30
Öresund kvartalsrapport 2008-03-31
Öresund kvartalsrapport 2008-06-30
Öresund kvartalsrapport 2008-09-30

Bilagor

Substansrabatternas och börsens utveckling under perioden

Tid	Börsindex	Havsfrun	Industrivärden	Investor	Lundbergs	Svolder	Öresund	Genomsnitt
-----	-----------	----------	----------------	----------	-----------	---------	---------	------------

mar-99	100		33,73%	33,33%	36,01%	12,50%	16%	26,25%
jun-99	110,40		35,76%	33,10%	38,86%	7,04%	21%	27,15%
sep-99	111,64		38,59%	34,90%	38,71%	15,79%	24%	30,42%
dec-99	156,77	49,76%	40,60%	37,17%	41,33%	20,10%	26%	35,76%
mar-00	178,03	38,86%	38,98%	33,17%	37,02%	21,43%	11%	30,07%
jun-00	166,11	46,01%	37,79%	36,91%	32,96%	17,50%	17%	31,31%
sep-00	156,53	50,00%	33,44%	28,53%	28,65%	6,50%	17%	27,30%
dec-00	137,64	52,14%	31,56%	24,19%	30,73%	-8,67%	16%	24,39%
mar-01	112,24	49,12%	22,90%	23,94%	29,00%	-2,94%	10%	22,03%
jun-01	118,18	47,95%	22,97%	17,07%	25,35%	-4,93%	12%	20,10%
sep-01	94,41	53,07%	23,49%	24,06%	29,70%	-4,63%	16%	23,62%
dec-01	114,72	46,92%	25,74%	25,65%	28,18%	-8,73%	13%	21,71%
mar-02	111,35	38,79%	21,09%	24,84%	22,59%	-3,23%	4%	18,00%
jun-02	87,76	45,45%	25,00%	28,76%	21,03%	-4,17%	5%	20,26%
sep-02	64,59	50,69%	31,47%	38,78%	27,23%	7,35%	8%	27,19%
dec-02	71,95	43,95%	27,78%	36,59%	11,76%	2,78%	-2%	20,15%
mar-03	66,50	40,64%	23,73%	36,62%	15,60%	12,26%	0%	21,42%
jun-03	77,22	37,44%	26,14%	35,00%	19,56%	10,00%	5%	22,26%
sep-03	82,81	51,20%	26,79%	34,85%	19,22%	0,00%	7%	23,18%
dec-03	93,35	28,91%	30,45%	35,65%	19,83%	-1,78%	5%	19,73%
mar-04	100,96	23,90%	28,20%	36,55%	22,88%	12,24%	-5%	19,72%
jun-04	102,09	29,32%	29,78%	36,89%	20,93%	5,83%	-8%	19,07%
sep-04	102,87	29,08%	27,50%	35,42%	16,34%	-4,13%	-4%	16,71%
dec-04	109,66	25,56%	19,21%	27,78%	18,01%	1,67%	-10%	13,68%
mar-05	115,85	25,93%	19,47%	26,54%	10,25%	11,32%	-1%	15,35%
jun-05	122,78	29,83%	20,96%	28,38%	15,61%	5,00%	-1%	16,50%
sep-05	134,56	29,91%	21,40%	25,62%	18,61%	-1,64%	1%	15,82%
dec-05	145,42	25,45%	20,00%	20,57%	20,31%	0,36%	2%	14,74%
mar-06	162,79	19,94%	23,09%	25,92%	18,16%	10,54%	-5%	15,48%
jun-06	148,89	23,45%	25,98%	27,87%	16,93%	5,41%	-20%	13,33%
sep-06	161,41	23,34%	21,85%	21,39%	20,40%	-3,29%	-1%	13,76%
dec-06	181,08	24,77%	15,40%	19,23%	17,01%	8,24%	-20%	10,70%
mar-07	191,90	25,46%	18,34%	22,07%	18,35%	13,98%	-3%	15,89%
jun-07	198,69	31,11%	21,69%	25,21%	14,19%	11,22%	2%	17,59%
sep-07	188,68	33,18%	22,11%	27,09%	17,01%	5,49%	-1%	17,37%
dec-07	168,73	39,71%	26,06%	27,23%	24,90%	21,58%	5%	24,09%
mar-08	150,27	16,11%	21,80%	29,61%	27,97%	23,65%	-6%	18,84%
jun-08	133,75	36,93%	24,07%	29,70%	26,83%	18,84%	2%	23,03%
sep-08	117,58	42,53%	20,40%	25,15%	34,57%	14,52%	19%	26,02%
Medel	127	36%	26%	29%	24%	7%	4%	21%
Std	36,58	11%	6%	6%	8%	9%	11%	6%

Avkastningsserie

Börsindex	Havsfrun	Industrivärden	Investor	Lundbergs	Svolder	Öresund	Genomsnitt
0,10		0,06	-0,01	0,08	-0,44	0,34	0,03
0,01		0,08	0,05	0,00	1,24	0,15	0,12
0,40		0,05	0,07	0,07	0,27	0,06	0,18
0,14	-0,22	-0,04	-0,11	-0,10	0,07	-0,57	-0,16
-0,07	0,18	-0,03	0,11	-0,11	-0,18	0,52	0,04
-0,06	0,09	-0,12	-0,23	-0,13	-0,63	0,00	-0,13
-0,12	0,04	-0,06	-0,15	0,07	-2,33	-0,02	-0,11
-0,18	-0,06	-0,27	-0,01	-0,06	-0,66	-0,38	-0,10
0,05	-0,02	0,00	-0,29	-0,13	0,68	0,20	-0,09
-0,20	0,11	0,02	0,41	0,17	-0,06	0,31	0,18
0,22	-0,12	0,10	0,07	-0,05	0,89	-0,22	-0,08
-0,03	-0,17	-0,18	-0,03	-0,20	-0,63	-0,69	-0,17
-0,21	0,17	0,19	0,16	-0,07	0,29	0,40	0,13
-0,26	0,12	0,26	0,35	0,30	-2,76	0,40	0,34
0,11	-0,13	-0,12	-0,06	-0,57	-0,62	-1,25	-0,26
-0,08	-0,08	-0,15	0,00	0,33	3,41	-0,82	0,06
0,16	-0,08	0,10	-0,04	0,25	-0,18	-17,02	0,04
0,07	0,37	0,02	0,00	-0,02	-1,00	0,29	0,04
0,13	-0,44	0,14	0,02	0,03	-712,11	-0,24	-0,15
0,08	-0,17	-0,07	0,03	0,15	-7,89	-2,03	0,00
0,01	0,23	0,06	0,01	-0,09	-0,52	0,52	-0,03
0,01	-0,01	-0,08	-0,04	-0,22	-1,71	-0,53	-0,12
0,07	-0,12	-0,30	-0,22	0,10	-1,40	1,56	-0,18
0,06	0,01	0,01	-0,04	-0,43	5,79	-0,86	0,12
0,06	0,15	0,08	0,07	0,52	-0,56	-0,44	0,07
0,10	0,00	0,02	-0,10	0,19	-1,33	-2,29	-0,04
0,08	-0,15	-0,07	-0,20	0,09	-1,22	0,75	-0,07
0,12	-0,22	0,15	0,26	-0,11	28,10	-3,69	0,05
-0,09	0,18	0,13	0,08	-0,07	-0,49	3,13	-0,14
0,08	0,00	-0,16	-0,23	0,21	-1,61	-0,94	0,03
0,12	0,06	-0,30	-0,10	-0,17	-3,50	17,29	-0,22
0,06	0,03	0,19	0,15	0,08	0,70	-0,86	0,49
0,04	0,22	0,18	0,14	-0,23	-0,20	-1,74	0,11
-0,05	0,07	0,02	0,07	0,20	-0,51	-1,32	-0,01
-0,11	0,20	0,18	0,00	0,46	2,93	-8,51	0,39
-0,11	-0,59	-0,16	0,09	0,12	0,10	-2,20	-0,22
-0,11	1,29	0,10	0,00	-0,04	-0,20	-1,29	0,22
-0,12	0,15	-0,15	-0,15	0,29	-0,23	9,62	0,13
0,013	0,031	-0,003	0,003	0,025	-18,382	-0,326	0,013
0,132	0,291	0,142	0,150	0,221	115,690	4,661	0,170

Utdelningar

	Havsfrun	Industrivärden	Investor	Lundbergs	Svolder	Öresund
1998	0,58	2,25	2,75	4,25	4,25	4,92
1999	0,60	2,50	3,40	4,75	5,50	5,50
2000	0,60	3,10	5,50	5,25	3,50	7,17
2001	0,75	2,50	5,50	5,75	2,25	7,83
2002	0,75	2,50	3,40	6,00	2,25	6,67
2003	1,50	2,75	2,25	6,50	2,40	7,00
2004	1,50	3,00	2,25	7,00	3,00	7,50
2005	1,50	3,50	3,50	7,75	3,75	8,50
2006	1,50	4,50	4,50	8,50	8,00	5,00
2007	1,75	5,00	4,75	9,00	4,00	6,75

Totalavkastning

	Havsfrun	Industrivärden	Investor	Lundbergs	Svolder	Öresund
1998		0,010	-0,010	-0,170	-0,072	-0,020
1999	0,230	0,760	0,350	0,279	0,417	0,430
2000	0,084	0,140	0,200	0,286	-0,094	0,410
2001	0,252	-0,160	-0,150	0,154	-0,336	0,220
2002	0,068	-0,360	-0,520	0,272	-0,072	0,090
2003	1,520	0,280	0,430	0,231	0,209	0,270
2004	0,050	0,460	0,250	0,259	0,349	0,550
2005	0,140	0,330	0,680	0,204	0,313	0,250
2006	0,132	0,290	0,240	0,349	0,166	0,670
2007	-0,127	-0,140	-0,100	-0,156	-0,161	-0,250

Soliditet

	Havsfrun	Industrivärden/	Investor	Lundbergs	Svolder	Öresund
1998	0,589	0,83	0,84	0,49	1	0,757
1999	0,943	0,91	0,87	0,84	0,99	0,643
2000	0,977	0,87	0,87	0,72	1	0,97
2001	0,983	0,82	0,85	0,78	1	0,99
2002	0,978	0,81	0,72	0,76	1	0,99
2003	0,993	0,78	0,71	0,77	1	0,99
2004	0,988	0,83	0,73	0,57	1	0,97
2005	0,912	0,89	0,83	0,57	0,92	0,91
2006	0,761	0,9	0,88	0,6	0,84	0,97
2007	0,709	0,83	0,88	0,59	0,81	0,93

Regression Generalindex - Industrivärden

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,007(a)	,000	-,028	,143889

a Predictors: (Constant), Index

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,000	1	,000	,002	,965(a)
	Residual	,745	36	,021		
	Total	,745	37			

a Predictors: (Constant), Index

b Dependent Variable: Industrivärden

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,003	,023		-,113	,910
	Index	-,008	,179	-,007	-,044	,965

a Dependent Variable: Industrivärden

Regression Generalindex - Havsfrun

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,462(a)	,213	,188	,149601

a Predictors: (Constant), Index

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,188	1	,188	8,392	,007(a)
	Residual	,694	31	,022		
	Total	,882	32			

a Predictors: (Constant), Index

b Dependent Variable: Havsfrun

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,015	,026		,586	,562
	Index	-,642	,222	-,462	-2,897	,007

a Dependent Variable: Havsfrun

Regression Generalindex-Öresund

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,122(a)	,015	-,017	1,070380

a Predictors: (Constant), Index

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,538	1	,538	,470	,498(a)
	Residual	35,517	31	1,146		
	Total	36,055	32			

a Predictors: (Constant), Index

b Dependent Variable: Öresund

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,497	,188		-2,648	,013
	Index	-,970	1,414	-,122	-,686	,498

a Dependent Variable: Öresund

Regression Generalindex-Svolder

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,151(a)	,023	-,010	1,031087

a Predictors: (Constant), Index

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,744	1	,744	,699	,410(a)
	Residual	31,894	30	1,063		
	Total	32,638	31			

a Predictors: (Constant), Index

b Dependent Variable: Svolder

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,596	,183		-3,263	,003
	Index	1,118	1,337	,151	,836	,410

a Dependent Variable: Svolder

Regression Generalindex-Lundbergs

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,140(a)	,020	-,008	,200877

a Predictors: (Constant), Index

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,028	1	,028	,702	,408(a)
	Residual	1,412	35	,040		
	Total	1,441	36			

a Predictors: (Constant), Index

b Dependent Variable: Lundbergs

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,043	,033		1,295	,204
	Index	-,211	,251	-,140	-,838	,408

a Dependent Variable: Lundbergs

Regression Generalindex-Investor

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,030(a)	,001	-,029	,125247

a Predictors: (Constant), Index

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,000	1	,000	,030	,864(a)
	Residual	,533	34	,016		
	Total	,534	35			

a Predictors: (Constant), Index

b Dependent Variable: Investor

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,017	,021		-,782	,440
	Index	-,030	,174	-,030	-,173	,864

a Dependent Variable: Investor

Regression Generalindex-Genomsnitt

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,206(a)	,042	,016	,168501

a Predictors: (Constant), Index

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,045	1	,045	1,596	,215(a)
	Residual	1,022	36	,028		
	Total	1,067	37			

a Predictors: (Constant), Index

b Dependent Variable: Genomsnitt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,016	,027		,594	,556
	Index	-,264	,209	-,206	-1,263	,215

a Dependent Variable: Genomsnitt

Regression Reporäntan - Öresund

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,423(a)	,179	,157	9,936802897 073920

a Predictors: (Constant), Reporänta

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	796,276	1	796,276	8,064	,007(a)
	Residual	3653,382	37	98,740		
	Total	4449,658	38			

a Predictors: (Constant), Reporänta

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-11,603	5,889		-1,970	,056
	Reporänta	5,087	1,791	,423	2,840	,007

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Reporäntan-Svolder

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,163(a)	,027	,000	8,9850

a Predictors: (Constant), Reporänta

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	81,929	1	81,929	1,015	,320(a)
	Residual	2987,030	37	80,731		
	Total	3068,959	38			

a Predictors: (Constant), Reporänta

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,374	5,325		,258	,798
	Reporänta	1,632	1,620	,163	1,007	,320

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Reporäntan-Lundbergs

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,421(a)	,177	,155	7,369797968 237850

a Predictors: (Constant), Reporänta

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	433,422	1	433,422	7,980	,008(a)
	Residual	2009,615	37	54,314		
	Total	2443,037	38			

a Predictors: (Constant), Reporänta

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	12,033	4,368		2,755	,009
	Reporänta	3,753	1,328	,421	2,825	,008

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Reporäntan-Investor

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,031(a)	,001	-,026	5,888990575 864360

a Predictors: (Constant), Reporänta

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1,255	1	1,255	,036	,850(a)
	Residual	1283,168	37	34,680		
	Total	1284,423	38			

a Predictors: (Constant), Reporänta

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	29,903	3,490		8,568	,000
	Reporänta	-,202	1,062	-,031	-,190	,850

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Reporäntan-Industrivärden

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,144(a)	,021	-,006	6,305556474 653000

a Predictors: (Constant), Reporänta

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	30,967	1	30,967	,779	,383(a)
	Residual	1471,122	37	39,760		
	Total	1502,089	38			

a Predictors: (Constant), Reporänta

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	23,115	3,737		6,186	,000
	Reporänta	1,003	1,137	,144	,883	,383

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Reporäntan-Havsfrun

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,604(a)	,365	,346	8,743705478 611660

a Predictors: (Constant), Reporänta

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1492,090	1	1492,090	19,517	,000(a)
	Residual	2599,381	34	76,452		
	Total	4091,471	35			

a Predictors: (Constant), Reporänta

b Dependent Variable: Substansrabbat

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	14,012	5,249		2,669	,012
	Reporänta	6,989	1,582	,604	4,418	,000

a Dependent Variable: Substansrabbat

Regression Reporäntan-Genomsnitt

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,489(a)	,239	,218	5,000604

a Predictors: (Constant), Ränta

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	290,220	1	290,220	11,606	,002(a)
	Residual	925,224	37	25,006		
	Total	1215,444	38			

a Predictors: (Constant), Ränta

b Dependent Variable: Genomsnitt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	11,305	2,964		3,815	,001
	Ränta	3,071	,901	,489	3,407	,002

a Dependent Variable: Genomsnitt

Regression Konjunktoren-Öresund

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,269(a)	,072	,047	,087728

a Predictors: (Constant), Konjunktur

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,014	1	,014	1,232	,274(a)
	Residual	,431	37	,012		
	Total	,445	38			

a Predictors: (Constant), Konjunktur

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,067	,026		2,553	,015
	Konjunktur	-,039	,035	-,179	-1,110	,274

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Konjunktoren-Svolder

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,269(a)	,072	,047	,087728

a Predictors: (Constant), Konjunktur

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,022	1	,022	2,876	,098(a)
	Residual	,285	37	,008		
	Total	,307	38			

a Predictors: (Constant), Konjunktur

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,038	,021		1,799	,080
	Konjunktur	,048	,028	,269	1,696	,098

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Konjunktoren-Investor

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,157(a)	,025	-,002	,058188

a Predictors: (Constant), Konjunktur

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,003	1	,003	,935	,340(a)
	Residual	,125	37	,003		
	Total	,128	38			

a Predictors: (Constant), Konjunktur

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,303	,014		21,462	,000
	Konjunktur	-,018	,019	-,157	-,967	,340

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Konjunktoren-Industrivärden

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,100(a)	,010	-,017	,063395

a Predictors: (Constant), Konjunktur

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,002	1	,002	,375	,544(a)
	Residual	,149	37	,004		
	Total	,150	38			

a Predictors: (Constant), Konjunktur

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,256	,015		16,638	,000
	Konjunktur	,013	,020	,100	,612	,544

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Konjunkturen-Lundbergs

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,010(a)	,000	-,027	,081253

a Predictors: (Constant), Konjunktur

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,000	1	,000	,004	,951(a)
	Residual	,244	37	,007		
	Total	,244	38			

a Predictors: (Constant), Konjunktur

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,238	,020		12,087	,000
	Konjunktur	,002	,026	,010	,062	,951

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Konjunkturen-Havsfrun

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,455(a)	,207	,183	,0977098744 60076

a Predictors: (Constant), Konjunktur

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,085	1	,085	8,855	,005(a)
	Residual	,325	34	,010		
	Total	,409	35			

a Predictors: (Constant), Konjunktur

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,417	,024		17,074	,000
	Konjunktur	-,098	,033	-,455	-2,976	,005

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Konjunktoren-Genomsnitt

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,127(a)	,016	-,010	,0568490082 55656

a Predictors: (Constant), Konjunktur

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,002	1	,002	,609	,440(a)
	Residual	,120	37	,003		
	Total	,122	38			

a Predictors: (Constant), Konjunktur

b Dependent Variable: Genomsnitt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,218	,014		15,835	,000
	Konjunktur	-,014	,018	-,127	-,780	,440

a Dependent Variable: Genomsnitt

Regression Utdelningar-Svolder

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,513(a)	,263	,158	,6430249048 52252

a Predictors: (Constant), Utdelningar

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1,034	1	1,034	2,501	,158(a)
	Residual	2,894	7	,413		
	Total	3,928	8			

a Predictors: (Constant), Utdelningar

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,487	,514		-,947	,375
	Utdelningar	,816	,516	,513	1,581	,158

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Utdelningar-Öresund

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,837(a)	,701	,658	,1960224081 80920

a Predictors: (Constant), Utdelningar

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,630	1	,630	16,405	,005(a)
	Residual	,269	7	,038		
	Total	,899	8			

a Predictors: (Constant), Utdelningar

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,803	,183		9,853	,000
	Utdelningar	-,343	,085	-,837	-4,050	,005

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Utdelningar-Lundbergs

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,524(a)	,275	,171	,6451010195 3610

a Predictors: (Constant), Utdelningar

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1,103	1	1,103	2,651	,147(a)
	Residual	2,913	7	,416		
	Total	4,016	8			

a Predictors: (Constant), Utdelningar

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	3,595	1,072		3,354	,012
	Utdelningar	-1,081	,664	-,524	-1,628	,147

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Utdelningar-Investor

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,504(a)	,254	,147	,1740925507 29844

a Predictors: (Constant), Utdelningar

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,072	1	,072	2,378	,167(a)
	Residual	,212	7	,030		
	Total	,284	8			

a Predictors: (Constant), Utdelningar

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,082	,202		5,362	,001
	Utdelningar	-,210	,136	-,504	-1,542	,167

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Utdelningar-Industrivärden

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,506(a)	,256	,150	,2099636474 66841

a Predictors: (Constant), Utdelningar

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,106	1	,106	2,409	,165(a)
	Residual	,309	7	,044		
	Total	,415	8			

a Predictors: (Constant), Utdelningar

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,200	,273		4,387	,003
	Utdelningar	-,283	,182	-,506	-1,552	,165

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Utdelningar-Havsfrun

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,641(a)	,411	,326	,1868702881 89709

a Predictors: (Constant), Utdelningar

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,170	1	,170	4,878	,063(a)
	Residual	,244	7	,035		
	Total	,415	8			

a Predictors: (Constant), Utdelningar

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,149	,174		6,588	,000
	Utdelningar	-,178	,081	-,641	-2,209	,063

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Utdelningar-Genomsnitt

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,434(a)	,189	,073	,2717183136 27075

a Predictors: (Constant), Utdelningar

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,120	1	,120	1,627	,243(a)
	Residual	,517	7	,074		
	Total	,637	8			

a Predictors: (Constant), Utdelningar

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,592	,641		2,484	,042
	Utdelningar	-,596	,468	-,434	-1,275	,243

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Soliditet-Havsfrun

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,244(a)	,059	-,058	,110361

a Predictors: (Constant), Soliditet

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,006	1	,006	,506	,497(a)
	Residual	,097	8	,012		
	Total	,104	9			

a Predictors: (Constant), Soliditet

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,211	,228		,923	,383
	Soliditet	,182	,255	,244	,711	,497

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Soliditet-Öresund

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,663(a)	,440	,370	,117923

a Predictors: (Constant), Soliditet

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,087	1	,087	6,282	,037(a)
	Residual	,111	8	,014		
	Total	,199	9			

a Predictors: (Constant), Soliditet

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,823	,306		2,685	,028
	Soliditet	-,836	,333	-,663	-2,506	,037

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Soliditet-Svolder

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,466(a)	,217	,120	,103045

a Predictors: (Constant), Soliditet

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,024	1	,024	2,222	,174(a)
	Residual	,085	8	,011		
	Total	,109	9			

a Predictors: (Constant), Soliditet

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,716	,447		1,601	,148
	Soliditet	-,695	,466	-,466	-1,491	,174

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Soliditet-Lundbergs

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,589(a)	,347	,265	,077594

a Predictors: (Constant), Soliditet

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,026	1	,026	4,252	,073(a)
	Residual	,048	8	,006		
	Total	,074	9			

a Predictors: (Constant), Soliditet

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,078	,149		-,524	,615
	Soliditet	,452	,219	,589	2,062	,073

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Soliditet-Investor

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,453(a)	,205	,106	,064844

a Predictors: (Constant), Soliditet

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,009	1	,009	2,063	,189(a)
	Residual	,034	8	,004		
	Total	,042	9			

a Predictors: (Constant), Soliditet

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,654	,254		2,572	,033
	Soliditet	-,445	,310	-,453	-1,436	,189

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Soliditet-Industrivärden

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,048(a)	,002	-,122	,079380

a Predictors: (Constant), Soliditet

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,000	1	,000	,018	,895(a)
	Residual	,050	8	,006		
	Total	,051	9			

a Predictors: (Constant), Soliditet

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,341	,522		,653	,532
	Soliditet	-,084	,616	-,048	-,136	,895

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Soliditet-Genomsnitt

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,013(a)	,000	-,125	,076474

a Predictors: (Constant), Soliditet

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,000	1	,000	,001	,973(a)
	Residual	,047	8	,006		
	Total	,047	9			

a Predictors: (Constant), Soliditet

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,195	,449		,435	,675
	Soliditet	,019	,528	,013	,036	,973

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Totalavkastning-Öresund

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,403(a)	,162	,057	,144227

a Predictors: (Constant), Totalavkastning

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,032	1	,032	1,547	,249(a)
	Residual	,166	8	,021		
	Total	,199	9			

a Predictors: (Constant), Totalavkastning

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,118	,065		1,815	,107
	Totalavkastning	-,219	,176	-,403	-1,244	,249

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Totalavkastning-Svolder

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,214(a)	,046	-,073	,113770

a Predictors: (Constant), Totalavkastning

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,005	1	,005	,386	,552(a)
	Residual	,104	8	,013		
	Total	,109	9			

a Predictors: (Constant), Totalavkastning

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,044	,038		1,184	,270
	Totalavkastning	,093	,151	,214	,621	,552

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Totalavkastning-Lundbergs

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,189(a)	,036	-,085	,094302

a Predictors: (Constant), Totalavkastning

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,003	1	,003	,295	,602(a)
	Residual	,071	8	,009		
	Total	,074	9			

a Predictors: (Constant), Totalavkastning

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,209	,042		4,993	,001
	Totalavkastning	,093	,171	,189	,543	,602

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Totalavkastning-Investor

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,331(a)	,110	-,002	,068619

a Predictors: (Constant), Totalavkastning

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,005	1	,005	,987	,350(a)
	Residual	,038	8	,005		
	Total	,042	9			

a Predictors: (Constant), Totalavkastning

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,299	,024		12,696	,000
	Totalavkastning	-,067	,067	-,331	-,993	,350

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Totalavkastning-Industrivärden

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,124(a)	,015	-,108	,078858

a Predictors: (Constant), Totalavkastning

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,001	1	,001	,125	,733(a)
	Residual	,050	8	,006		
	Total	,051	9			

a Predictors: (Constant), Totalavkastning

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,266	,028		9,488	,000
	Totalavkastning	,028	,079	,124	,354	,733

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Totalavkastning-Havsfrun

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,236(a)	,056	-,079	,117510

a Predictors: (Constant), Totalavkastning

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,006	1	,006	,412	,541(a)
	Residual	,097	7	,014		
	Total	,102	8			

a Predictors: (Constant), Totalavkastning

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,389	,045		8,625	,000
	Totalavkastning	-,055	,086	-,236	-,642	,541

a Dependent Variable: Substansrabatt

Regression Totalavkastning-Genomsnitt

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,159(a)	,025	-,096	,075503

a Predictors: (Constant), Totalavkastning

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,001	1	,001	,208	,660(a)
	Residual	,046	8	,006		
	Total	,047	9			

a Predictors: (Constant), Totalavkastning

b Dependent Variable: Substansrabatt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,220	,030		7,228	,000
	Totalavkastning	-,050	,109	-,159	-,456	,660

a Dependent Variable: Substansrabatt

