



EKONOMIHÖGSKOLAN
Lunds universitet

Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet
Företagsekonomiska institutionen
FEKK01 VT 2008

Sambandet mellan institutionellt ägande och utdelning – en studie av svenska börsnoterade bolag

Författare:

Bonnier Cathrine
Hallgren Celine
Jankén Madeleine
Sepandian Tony

Handledare:

Maria Gårdängen

Förord

Ett stort tack riktas till vår handledare Maria Gårdängen som väglett oss under uppsatsens gång och hjälpt oss med de åtskilliga problem vi stött på. Likaså uppskattar vi all den hjälp Joakim Westerlund bidragit med till vår regressionsanalys. Vi vill också tacka våra opponenter som under mellanseminariet gav oss konstruktiv kritik, främst uppmärksammade hur aktieåterköp och extrautdelning skulle behandlas, vilket hjälpt oss i vår vidare tankegång och process. Tack också till Daniel Fristedt som gett oss inloggningsuppgifter för att ta del av dataregistret till ägandet i svenska bolag.

Lund, maj 2008

Cathrine Bonnier

Celine Hallgren

Madeleine Jankén

Tony Sepandian

Sammanfattning

- Uppsatsens titel:** Sambandet mellan institutionellt ägande och utdelning – en studie av svenska börsnoterade bolag
- Seminariedatum:** 2008-06-03
- Ämne/kurs:** Företagsekonomi, Kandidatuppsats Finansiering, 15 Akademiska poäng (ECTC), Ekonomihögskolan, Lunds universitet
- Författare:** Bonnier Cathrine, Hallgren Celine, Jankén Madeleine, Sepandian Tony
- Handledare:** Maria Gårdängen
- Fem nyckelord:** Institutionellt Ägande, Utdelning, Agentteori, Exit & Voice, Multipel Regression
- Syfte:** Uppsatsens syfte är att undersöka huruvida ett samband finns mellan institutionellt ägarskap och svenska företags utdelning. Om ett samband råder är avsikten att med statistisk signifikans säkerställa sambandet utifrån olika ägarkategoriseringar.
- Teoretiskt perspektiv:** Agentteorin, Exit & Voice
- Metod:** Kvantitativ och Deduktiv Metod med Multipel Regressionsanalys
- Empiri:** Undersökningen baseras på 2007 års resultat av 261 företag på Stockholmsbörsen och NGM Equity
- Slutsatser:** Resultatet påvisar ett signifikant negativt samband mellan ägarkategorierna alla och övriga institutioner. Försäkringsbolag, pensionsrelaterade företag och fondförvaltare har ett negativt samband som inte går att statistiskt säkerställa. Resultatet kan tolkas utifrån två olika ägarstrategier, aktivt och passivt ägande, vilket medför att de har olika synsätt på utdelning.

Abstract

- Title:** The relationship between Institutional Ownership and Dividends - A Study of Swedish Public Firms.
- Seminar date:** 2008-06-03
- Course:** Business Administration, Bachelor Thesis in Corporate Financial Management, 15 ECTS credits, School of Management and Economics, Lund University
- Authors:** Bonnier Cathrine, Hallgren Celine, Jankén Madeleine, Sepandian Tony
- Advisor:** Maria Gårdängen
- Five key words:** Institutional Ownership, Dividend, Agency Theory, Exit & Voice, Multiple Regression
- Purpose:** The purpose of this thesis is to investigate whether a relationship between institutional ownership and dividends of Swedish companies exists. The intention is to analyze the relationship with different institutional ownership categories and dividend.
- Theoretical perspective:** Agency Theory, Exit & Voice
- Methodology:** Quantitative and Deductive Method with Multiple Regression Analysis
- Empirical foundation:** The research is based on 2007 years result on 261 companies on the Swedish stock exchanges and NGM Equity.
- Conclusion:** The result indicates a significant negative relationship between the categories all and other institutions. Insurance companies, pension related companies and fund managers have a negative relationship which is not statistically significant. The interpretation of the result have two different views, active and passive ownership, which explains their different influence on dividends.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. INLEDNING	7
1.1 BAKGRUND.....	7
1.2 PROBLEMDISKUSSION.....	8
1.3 POSITIONERING.....	9
1.4 SYFTE.....	9
1.5 AVGRÄNSNINGAR.....	10
1.6 MÅLGRUPP.....	10
1.7 DISPOSITION.....	11
2. INSTITUTIONELLA PLACERARE	12
2.1 INSTITUTIONER.....	12
2.2 FÖRSÄKRINGSFÖRETAG.....	12
2.3 PENSIONSRELATERADE FÖRETAG.....	13
2.4 FONDFÖRVALTARE.....	13
2.5 ÖVRIGA INSTITUTIONELLA ÄGARE.....	14
3. KLASSISK METOD	15
3.1 FORSKNINGSANSATS.....	15
3.1.1 Kvantitativ eller kvalitativ metod	15
3.1.2 Induktiv eller deduktiv ansats	16
3.1.3 Normativ eller deskriptiv ansats	16
3.2 DATAINSAMLING.....	17
3.4 URVAL.....	17
3.4.1 Val av företag	17
3.4.2 Val av tidsperiod	18
3.4.3 Val av ägare	18
3.5 REGRESSIONSMODELLEN.....	18
3.6 UTDELNING.....	19
3.7 VAL AV FÖRKLARINGSVARIABLER.....	19
3.7.1 Ägarskapsvariabel	19
3.7.1.1 Val av kategorisering av Ägarskapsvariabel	19
3.7.2 KONTROLLVARIABLER.....	19
3.7.2.1 Nettoresultatvariabel	20
3.7.2.2 Försäljningsvariabel	20
3.7.2.3 Skuldsättningsgradsvariabel	20
3.8 METODPROBLEM.....	20
3.8.1 Bortfall	20
3.8.2 Reliabilitet	21
3.8.3 Validitet	21
4. TEORETISK REFERENSRAM	22
4.1 AGENTTEORIN.....	22
4.1.1 Agentteorin och överlikviditet	22
4.2 EXIT OCH VOICE – MEKANISMER FÖR ÄGARINFLYTANDE.....	24
4.2.1 Institutioners benägenhet för exit och voice	25
4.2.2 Utveckling av begreppen med institutioner som utgångspunkt	26
4.3 TIDIGARE FORSKNING.....	26
5. UNDERSÖKNINGSMETOD	28
5.1 REGRESSION.....	28
5.2 HYPOTESPRÖVNING.....	28
5.3 ANTAGANDEN.....	29

6. RESULTAT	31
6.1 RESULTAT MED ALLA INSTITUTIONELLA ÄGARE.....	31
6.2 RESULTAT MED FÖRSÄKRINGSFÖRETAG SOM ÄGARE.....	32
6.3 RESULTATET MED PENSIONSRELATERADE FÖRETAG SOM ÄGARE.....	33
6.4 RESULTAT MED FONDFÖRVALTARE SOM ÄGARE.....	34
6.5 RESULTAT MED ÖVRIGA INSTITUTIONELLA ÄGARE.....	35
6.6 SAMMANSTÄLLNING AV RESULTAT	36
6.7 ANALYS AV REGRESSIONENS ÄGARSKAPSKOEFFICIENT OCH ÄGARSKAPSVARIABEL.....	36
7. ANALYS	38
7.1 INSTITUTIONELLT ÄGANDE OCH UTDELNING.....	38
7.2 JÄMFÖRELSE MED TIDIGARE FORSKNING I ANDRA LÄNDER	40
8. SLUTSATS	42
8.1 SLUTSATS.....	42
8.2 SJÄLVKRITIK OCH FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING	42
9. KÄLLFÖRTECKNING	44
9.1 PUBLICERADE KÄLLOR	44
9.1.1 Artiklar	44
9.1.2 Böcker	45
9.1.3 Uppsatser	46
9.2 OFFENTLIGA TRYCKTA KÄLLOR.....	46
9.3 ELEKTRONISKA KÄLLOR	46
9.4 MUNTliga KÄLLOR	48
9.5 OREFERERADE KÄLLOR.....	48

1. Inledning

Inledningsvis beskrivs uppsatsens bakgrund och varför ämnet väckt författarnas intressen. En problemdiskussion kommer att hållas för att sedan presentera frågeställning och syfte. Kapitlet avslutas med en redogörelse för avgränsningar, målgrupp och disposition.

1.1 Bakgrund

Världsindex på aktiemarknaden har under de senaste 38 åren stigit med 9,5 procent per år där Sverige hamnar på en andraplats (Aktiespararna, 2008). En tredjedel av nämnda värdestegring ligger i företagens utdelningar vilka i Sverige har ökat från 52 miljarder kronor till 142 miljarder kronor mellan åren 2002 och 2008 (Dagens Industri, 2008). Trots dagens oro på finansmarknaden berörs vanligtvis inte utdelningen då företag strävar efter en jämn utdelning (Arnold, 2005).

Utdelning är ett ämne som länge väckt frågor i såväl den akademiska världen som i näringslivet. Lagar, regler och skatter är specifika för varje land och utvecklas allt eftersom nya skandaler uppmärksammas och ny kunskap genereras inom ämnet. Nämnda faktorer är en anledning till att en optimal utdelning inte går att generalisera. Varje företags utdelning har formats specifikt för att attrahera olika investerare som exempelvis kan vara utländska företag, institutioner eller privatpersoner (Arnold, 2005). Bortsett från utländska placerare är institutioner Sveriges största investerare och stod år 2007 för 27 procent av ägandet i svenska företag (Statistiska Centralbyrån, 2007). Då institutioner ofta är kapitalstarka och därav har möjlighet till en stor ägarandel kan de fungera som en övervakningsmekanism. Individuella investerare som normalt sett inte har möjlighet att influera företagsbeslut kan genom att investera sitt kapital i institutioner indirekt påverka företagets verksamhet (Kim och Nofsinger, 2007).

Institutioner borde rimligen med sitt kapital och inflytande ha möjlighet att påverka utdelning från företag till sin fördel. Undersökningar som gjorts i andra länder visar dock inte på ett entydigt samband mellan institutionellt ägande och utdelning. Till exempel visar studier av Short *et al.* (2002) i Storbritannien på ett positivt samband medan Grinstein och Michaely (2005) i USA konstaterar ett negativt samband mellan institutionellt ägande och utdelning. Med underlag av bland annat Shorts *et al.* (2002) studie har Tehmina Khans (2006) utredning

i Storbritannien kommit fram till att olika institutionella ägarkategorier påverkar utdelningen olika.

1.2 Problemdiskussion

Problematiken grundar sig i utdelningens för- och nackdelar samt hur det kan utnyttjas och missbrukas inom finansvärlden. En stor del av människors agerande angående ämnet kan förklaras utifrån agentteorin. Då institutioner investerar i ett företag med diversifierat ägande kan ett mer koncentrerat ägande uppstå. De institutionella ägarna skall nu ha sin vilja med i viktiga beslut, vilket i sin tur kräver ett ökat informationsutbyte ledning och institutioner emellan. I relationen tenderar informationsasymmetri att uppstå då parterna har olika tillgång till information. Således måste institutionerna bevaka och kontrollera bolagsledningen.

Utdelning kan ur ett perspektiv vara ett substitut för övervakning från företagets sida. I praktiken kan scenariot beskrivas med att institutionerna nöjer sig med den avkastning som investeringen ger vilket kan resultera i att de inte känner lika stort behov av att övervaka företagsledningen. Då institutionerna har möjlighet att inkassera kapital givet att företaget de investerar i strävar mot samma mål finns ingen anledning att ödsla tid och pengar på övervakning. (Rozeff, 1982)

Ponera att ett positivt samband mellan finansiella institutioner och utdelning råder i Sverige, det vill säga att i företag med högt institutionellt ägande tenderar utdelningen att vara högre än om institutionerna inte hade ägt lika mycket. På samma sätt innebär ett positivt samband att utdelningen minskar om graden av institutioner som ägare sjunker (Rozeff, 1982). Skulle resonemanget betyda att institutioner anses vara dåliga övervakare eller att de istället lyckas utöva sitt inflytande över ledningen i form av att överlikviditeten betalas ut till ägarna. På så vis kan det sistnämnda tolkas som ett utnyttjande av ägandeskapet genom att missbruka sin maktposition för eget vinstintresse. Som tidigare behandlats kan utdelning ses som ett substitut till övervakningen där exempelvis ägarna har möjlighet att förbise sin roll som övervakare och i gengäld kompenseras med hög utdelning. Ledningen godtar att dela ut kapitalet eftersom de får friare tyglar i och med att övervakningen minskar. Om en sådan substitutionseffekt föreligger bland svenska företag kan en allvarlig problematik urskiljas. Institutionerna är ägare som bör ha stor möjlighet till övervakning. I fallet då institutionerna inte tar sitt ansvar utan nöjer sig med en högre utdelning som kompensation sätts hela det

institutionella förtroendet samt företagens lojalitet på spel. En problematik kan uppstå kring vem som skall kontrollera, för allmänhetens räkning, att ledningen agerar i aktieägarnas intressen om inte institutionerna tar sitt ansvar.

1.3 Positionering

De allra flesta stora svenska noterade bolag har många institutionella ägare vilket också innebär att institutionerna kan vara med att påverka och driva på beslut såsom utdelning. Studien torde vara intressant för aktieägare vilka skall placera i företag där institutionellt ägande råder. Vidare kan det vara av intresse för läsaren att se till problematiken kring ledning och aktieägare och hur möjligheten till övervakning påverkar utdelningen.

Med anledning av tidigare forskning, främst från Storbritannien och USA, finner vi det intressant att undersöka hur förhållandet mellan institutionellt ägande och utdelning ser ut i Sverige då det saknas studier på den svenska marknaden med motsvarande undersökningar. En nyligen avslutad svensk magisteruppsats, ”*Agentkostnader, ägande och utdelningar*”, från Växjö Universitet våren 2007 behandlar undersökningsområdet till viss del. Dock är utredningen av mer generell karaktär då författarna avsett att studera sambandet mellan svenska företags ägarstruktur samt ägartyper och företags utdelningsnivå. Efter att ha granskat en tre år gammal kandidatuppsats från Lunds Universitet, ”*VD:s interna innehav och dess påverkan på utdelning - en studie av svenska börsnoterade företag*”, kände författarna stor inspiration till ämnet. Marknaden ändras varpå en uppdatering av studien var ett motiv till val av en liknande uppsats. Författarna hittade en egen intressant infallsvinkel med ett relativt outforskat ämne i Sverige. Nyfikenheten kring om institutionella ägare har någon påverkan gällande utdelningsfrågor har mynnat ut i följande forskningsfråga:

Finns det ett samband mellan institutionellt ägande och utdelning i Sverige?

1.4 Syfte

Uppsatsens syfte är att undersöka huruvida ett samband finns mellan institutionellt ägarskap och svenska företags utdelning. Om ett samband råder är avsikten att med statistisk signifikans säkerställa sambandet utifrån olika ägarkategoriseringar.

1.5 Avgränsningar

Studien kommer att avgränsas till bolag på Stockholmsbörsen och NGM Equity då ägarstatistik till bolag listade på marknadsplatserna First North, NGM Nordic MTF och Aktietorget inte finns tillgänglig till vårt förfogande. Vidare är 0,25 procents rösträtt gränsen vi drar för ägare som inkluderas i vår undersökning vilket överensstämmer med Khans studie.

Institutionella företag kommer inte att inkluderas i vårt urval av företag eftersom uträknandet av deras skuldsättningsgrad förväntas vara alldeles för komplext och tidskrävande, samt att nämnda institutioner omfattas av andra kapitaltäckningsregler enligt Basel II (Finansinspektionen, B), vilket kan ses som en avgränsning från vår sida. Utländska bolag noterade på svenska marknadsplatser torde verka under andra premisser än de svenska varpå studien avgränsas till att endast innefatta bolag med svensk juridisk härkomst.

Liknande studie gjord i USA behandlar aktieåterköp som en variabel vilket författarna avstår ifrån på grund av tidsbrist. Ytterligare avgränsningar kan löpande återfinnas i metodavsnittet där den bäst lämpas att förklaras.

1.6 Målgrupp

Målgruppen riktar sig främst till de med intresse för uppsatsens innehåll och för finans som ämne. Med en bra grund vilken bygger på tidigare studier och artiklar samtidigt som ett rikt datautbud presenteras är förhoppningen att uppsatsen kan intressera till vidare forskning. Vidare är det ett aktuellt ämne som behandlas där det inte finns särskilt många svenska studier av den här typen av forskning. Privata och institutionella investerare samt akademiskt engagerade kan således finna ett intresse i följande studie. En viss kunskap inom ekonometri är till stor fördel för en tolkning av vår regression i bilagor samt en nödvändighet för en djupare analys av regressionen.

1.7 Disposition

I kapitel två presenteras en överskådlig bild kring institutioner och dess regler för placering på aktiemarknaden. I efterföljande metodkapitel redogörs för forskningsansats, datainsamlingens tillvägagångssätt, metodproblem som författarna ställs inför samt praktiskt tillvägagångssätt. Kapitel fyra behandlar den teoretiska referensram som kan hänföras till studien samt tidigare forskning inom ämnet. Vidare presenteras regressionsmodellen och dess antaganden i kapitel fem. Resultatet förklaras i kapitel sex för att följas av en analys i kapitel sju. Vår slutsats presenteras i kapitel åtta där kritik och förslag till vidare forskning också framförs. Uppsatsen avslutas med källförteckning i kapitel nio efterföljt av bilagor.

2. Institutionella placerare

I följande avsnitt presenteras de institutionella ägarna och dess betydelse på den svenska marknaden. Vidare ges en överskådlig bild för lagar och regler som finns för det institutionella placerandet i aktiebolag.

2.1 Institutioner

Det institutionella ägandets ökning under senare år har väckt en rad frågor om vilken innebörd respektive vilka konsekvenser det fått på aktiemarknaden idag. En kategorisering av aktieäggande institutioner är av stor vikt då det finns en mängd olika typer av institutionellt ägande som har skilda syften och arbetar under olika förutsättningar. Flertalet institutioner har begränsningar i val av placering och hur mycket kapital som får investeras. Även ägarbeteenden skiljer sig från varandra där investmentbolag ofta har långsiktiga mål och arbetar aktivt till skillnad från försäkringsbolag och aktiefonder som förvaltar mer passivt. (Hedlund *et al*, 1985) Institutionella ägare har många gånger stora aktieblock i ett flertal företag vilket väcker funderingar kring om de enbart söker höga avkastningsobjekt och således är sämre övervakare av företagsledningen i bolagen (Andersson *et al*, 2003). Kategorisering av institutioner i rådande uppsats lyder enligt följande; totala institutioner, försäkringsföretag, pensionsrelaterade företag, fondförvaltare samt övriga institutionella ägare.

2.2 Försäkringsföretag

Försäkringsföretagen utgör idag en viktig del på kapitalmarknaden och är stora finansiärer av näringslivet samtidigt som de lämnar lån till staten och enskilda. Företagen förvaltar närmare 2400 miljarder kronor för försäkringstagarnas räkning där hälften av kapitalet i genomsnitt är placerat i aktier. (Försäkringsförbundet, A) Branschen utvecklas konkurrenskraftigt såväl nationellt som internationellt och står för en stor del av det långsiktiga sparandet (Försäkringsförbundet, B). Försäkringsbolag får enligt lag inte inneha mer än motsvarande fem procent av röstvärdet i ett börsnoterat bolag. Således har stora försäkringsbolag många bolag i portföljerna varpå ett diversifierat ägande kan urskiljas. (Hedlund *et al*, 1985)

2.3 Pensionsrelaterade företag

Till pensionsrelaterade företag räknas i rådande uppsats pensionsförsäkringsbolag, pensionsstiftelser samt pensionsfonder. En pensionsstiftelses uppgift är att trygga pensionsåtaganden för arbetsgivare om betalningssvårigheter uppstår. Således är det viktigt att stiftelsens tillgångar är placerade på ett försiktigt sätt. (Finansinspektionen, A) Det finns idag sex stycken allmänna pensionsfonder vilka benämns första till sjunde AP- fonden. Den femte fonden existerar inte längre. Fondstyrelserna skall enligt rambestämmelser placera fondmedlen så att kraven på en långsiktigt hög avkastning samt riskspridning tillfredsställs. Pensionsfonder skall ständigt ha möjlighet att göra utbetalningar till ålderspensionssystemet varpå placering i illikvida tillgångar inte tillåts. De allmänna pensionsfonderna har ett flertal olika regler kring hur de får placera i bolag på aktiemarknaden vilka kan skilja nämnvärt mellan de olika fonderna. Den fjärde fondstyrelsen tillhör en av de största institutionella ägarna på den svenska börsmarknaden. (DS 1999:38) Fonden har en rad regler att följa och är förbjuden att äga aktier i banker och försäkringsbolag samtidigt som de ej får äga aktier i rena investmentbolag. (Hedlund *et al*, 1985) Vidare är fonden begränsad till att högst äga åtta procent av det ”svenska börsvärdet”. Fjärde och femte fondstyrelserna får enligt placeringsbestämmelser inte äga mer än tio procent av samtliga aktier i bolaget eller tio procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget. (DS 1999:38) Enligt Hedlund *et al*. (1985) finns det inget som tyder på att fonden inriktar sig på röststarka eller röstsvaga aktier.

2.4 Fondförvaltare

Fondsparandet utgör en allt större del av hushållens samlade sparande och år 2002 hade 67 fondbolag tillstånd från Finansinspektionen att driva fondverksamhet (SOU 2002:56). Investeringsfonder indelas enligt lagen (2004:46) i värdepappersfonder och specialfonder. Värdepappersfonder är tillåtna för handel över gränserna och följer EU:s UCITS-direktiv. Femprocentsregeln tillämpas där högst fem procent av fondens förmögenhet får placeras i ett enskilt bolag. Ett undantag kan göras där högst 40 procent av det totala fondvärdet kan placeras i tillgångar där fonden får placera upp mot tio procent i en del bolag. Till följd av reglerna har alltid svenska fonder minst 16 olika bolag i portföljen. Specialfonder vilka är den andra typen av investeringsfonder har större placeringsfrihet om de får Finansinspektionens godkännande. Specialfonder får däremot inte ha alltför stora exponeringar mot enskilda värdepapper och måste således tillämpa principen om riskspridning. Högst 30 procent av det totala fondvärdet får placeras i specialfonder. Fondbolagen har en ägarroll som måste

bedrivs utifrån andelsägarnas gemensamma intresse. Fondbolagen benämns ofta som passiva investerare. (Oxenstierna, 2007)

2.5 Övriga institutionella ägare

Till kategorin övriga institutionella ägare räknas riskkapitalbolag, investmentbolag och banker. Riskkapitalbolag är en ägarform med god tillgång till kapital som investerar i företag där de aktivt engagerar sig och delar såväl framgång som risk. Bolagen investerar i företag med god tillväxt- och utvecklingspotential för att hjälpa till att skapa långsiktigt lönsamma och konkurrenskraftiga företag. Riskkapitalbolag utför det aktiva ägandet genom att utföra styrelsearbete, förmedla nätverk och kompetens samt genom täta kontakter med företagsledningen. Risken i tillväxtföretag är ofta hög i tidiga faser varpå riskkapitalbolag kan ses som det enda finansieringsalternativet. (Svenska Riskkapitalföreningen, 2005) Investmentbolag har ambitionen att investera i andra bolag under en längre placeringshorisont. Bolagen går in i företag som fått problem och agerar som aktiva ägare genom att exempelvis vara med och driva på fusioner och förvärv. Omsättningen av värdepapper på aktiemarknaden får inte överstiga en tredjedel per år. Investmentbolagen ska sprida sina risker inom olika stora företag samt inom olika branscher. Investmentbolagen i Sverige fokuserar mer på företagskontroll och aktivt ägande än på riskspridning. (Nationalencyklopedin, 2008) Nedan följer ett citat vilket beskriver investmentbolagens ägarform på ett bra sätt.

*”I Sverige spelar investmentbolagen en central roll som instrument för ägarkontroll, en roll som kommit att betonas allt mer under det senaste årtiondet. I jämförelse med andra stora institutionella placerare, såsom försäkringsbolag och aktiefonder, utövar investmentbolagen en avgjort mer aktiv ägarfunktion i företagen” (Nationalencyklopedin, 2008 *)*

2.6 Skatter

Utdelning föredras ofta i länder där institutioner har skattefördelar vid utdelning (Short, 2002). I Sverige är de tidigare särreglerna som gällt utdelning till förvaltningsföretag slopade enligt de regler som införts genom SFS 2003:224. Utdelning till förvaltningsföretag skall således beskattas enligt samma regler som gäller för företag i allmänhet. (Skatteverket, 2008)

3. Klassisk Metod

Metodkapitlet kommer nedan att redogöra för den forskningsansats författarna valt att utgå ifrån samt att ta upp datainsamlingen och vårt urval. Slutligen behandlas de metodproblem författarna ställs inför.

3.1 Forskningsansats

3.1.1 Kvantitativ eller kvalitativ metod

För att besvara huruvida ett samband mellan institutionellt ägande och utdelning finns är val av metod en grundläggande förutsättning till följd av att resultatet skall vara av så verklighetstrogen karaktär som möjligt. En studie med mål att fördela eller undersöka en viss mängd av en egenskap är en vanlig utgångspunkt då en kvantitativ metod används. I vår uppsats är en kvantitativ struktur ett naturligt val eftersom studien statistiskt ämnar undersöka mätbar data från svenska börsnoterade bolag. Informationen *procentuell andel av institutionellt ägande* och *graden av utdelning* är siffror vilket enbart kan kvantifieras, varför ett kvantitativt tillvägagångssätt föredras framför en kvalitativ undersökning. Omfånget av antal företag är också något som talar emot en kvalitativ studie då detaljerade djupgående svar ej kan förklara om ett samband finns. Svaren skulle troligtvis vara alldeles för breda och spridda. Tiden är ytterligare en aspekt som gör det omöjligt att intervjua över 260 företag. Kvalitativ metod lämpar sig bättre om populationen hade varit ett fåtal undersökningsobjekt med ändamålet att ta fram unik kunskap vilket således inte går att tillämpa utifrån vårt syfte. (Jacobsen, 2002) I kvantitativa undersökningar ämnar oftast utredarna förklara att resultatet är giltigt även för andra objekt som inte tagits med i urvalet. (Bryman & Bell, 2005) Utifrån författarnas uppdelningar av institutionellt ägande är avsikten att resultatet skall generaliseras vilket ytterligare motiverar en kvantitativ metod. Det vill säga att om ett samband mellan exempelvis försäkringsbolag och utdelning finns kan vi anta att förhållandet råder i allmänhet även i de resterande företagen som ej inkluderats i urvalet.

Enligt Jacobsen (2002) är det största problemet med en kvantitativ metod att uppsatsen får en enkel karaktär eftersom den inte kan vara alltför djupgående. För att undvika en sådan risk kräver utformningen av vår frågeställning specificerad information samtidigt som det är ett förhållande som är möjligt att mäta. Givetvis kommer detaljerad data att ges angående ägarförhållandena i företagen vi studerar med avsikt att minimera problematiken gällande den

ytliga prägel som kan förekomma. Hypotesprövning anser författarna vara ett klokt verktyg att utnyttja då vi tror att förutfattade meningar blir svårare att snedvrída om olika initiala antaganden finns.

3.1.2 Induktiv eller deduktiv ansats

Vår uppsats har en deduktiv ansats då liknande forskning, framför allt på andra geografiska marknader, redan påvisat olika samband som existerar. Med utgångspunkt från tidigare teorier ämnar vi genom hypotesprövning utreda om de uppmärksammade förhållandena stämmer överens i praktiken på den svenska marknaden. Återigen kan insamlandet av data kritiseras ur ett objektiva perspektiv då valet av rimlig information kan exkluderas på grund av att författarna ej anser den ge tillräckligt stöd åt uppsatsens hypoteser. Majoriteten av de svenska bolagen på Stockholmsbörsen och NGM Equity inkluderas i vårt urval. Intentionen är att minska subjektiviteten eftersom huvudparten av bolag kommer tas med och ett mindre urval utesluts. En kategorisering av materialet är anser vi vara nödvändig för att grundligare förklara vårt resultat, då olika institutioner förväntas ha skilda preferenser. Således är en deduktiv ansats lämplig vilket ofta används inom kvantitativa studier. Vi är medvetna om att val av variabler kan påverka resultatet, dock är vår ambition att tydligt motivera varför hög relevans av variablerna finns. Den motsatta ansatsen, induktiv metod, är inte att föredra i vårt fall då den ofta tilltalar studier av kvalitativ natur. Förhållningssättet kan beskrivas genom att utredarna tillämpar empiri för att frambringa en ny teori vilket vi inte ämnar göra. (Jacobsen, 2002)

3.1.3 Normativ eller deskriptiv ansats

En normativ ansats syftar till att förbättra något medan en beskrivande metodik härstammar från en deskriptiv utformning. Uppsatsens mål ämnar beskriva sambandet mellan institutionellt ägande och utdelning vilket talar för en deskriptiv ansats. En tvärsnittsundersökning tillhör det deskriptiva tillvägagångssättet och skildrar mer i detaljform upplägget av vår undersökning, vilken ska frambringa tillståndet i en grupp vid en given tidpunkt. Forskningsresultatet av en tvärsnittsundersökning likaså vår studie har vidare förhoppningar om att kunna utläsa samvariation mellan olika förhållanden, vilket indikerar ytterligare på en deskriptiv ansats snarare än en normativ. (Jacobsen, 2002)

3.2 Datainsamling

Insamlandet av data kring företag och ägare baseras på SIS Aktieägarservice dataregister, utgivare till Ägarna och Makten, där majoriteten av företag på Stockholmsbörsen och NGM Equity är inkluderade. Efter kontakt med bokens författare Daniel Fristedt har vi tilldelats personlig inloggningskod till registret där information om 298 bolag erhållits. Databasen listar cirka 5000 aktieägare med ett genomsnitt på de 200 största ägarna i varje företag.

Finansiell data såsom utdelning, nettoresultat, försäljning och skuldsättningsgrad är inhämtad från Dagens Industri (DI) och Avanza. Motivet till att ej använda Datastream alternativt Reuters databaser grundar sig i att författarna vid sökning inte har funnit konsekvent data. Sökning på ordinarie utdelning i Datastream har stundtals inkluderat företagets extrautdelning, varpå vi använt oss utav Avanza vilka konsekvent redovisat den ordinarie utdelningen. Avanza inhämtar finansiell data från företagens egna rapporter (Avanza, 2008). Då Reuters inte konsekvent presenterar den senaste utdelningen är inte heller den databasen lämplig som grund för vår insamling av utdelningsdata. De övriga tre finansiella måtten är inhämtade från DI vilka använder SIX AB som källa (DI, 2008). SIX AB är en av Sveriges ledande aktörer på att förmedla finansiella nyheter (SIX, 2008). Författarna anser med ovanstående som grund att data är fullt tillförlitlig. Kontroller vid inhämtandet av data har löpande gjorts mot företagens egna årsredovisningar.

Sekundärmaterial av kvalitativt slag innefattar huvudsakligen forskningsrapporter som publicerats i olika ekonomiska tidskrifter inhämtade från ELIN, såsom The Journal of Finance och The Economic Journal. Vidare används ekonomisk litteratur, offentliga utredningar och tidigare uppsatser inom ämnet. Materialet bedöms som trovärdigt då det bygger på vedertagna och pålitliga källor. För inhämtande av aktuell information om tillståndet på finansiella marknader studeras ekonomiska nyhetssidor.

3.4 Urval

3.4.1 Val av företag

Urvalet baseras på de företag där vi från SIS Aktieägarservice dataregister har möjlighet att inhämta ägardata. Företagen som inkluderas är listade på Stockholmsbörsen och NGM Equity. Institutionella företag exkluderas till följd utav att företagen verkar under särskilda

kapitaltäckningsregler, BASEL II, som försvårar uträkning av skuldsättningsgraden (se vidare 1.4 Avgränsningar).

3.4.2 Val av tidsperiod

Khan (2006) har använt sig av en tidsserieanalys där ägandet studeras över en 13-årig period. Begränsad tillgång av historisk ägardata avgränsar vår studie till endast ett år. Finansiell data grundas på 2007 års ekonomiska situation och ägandet baseras på senaste omfattande uppdatering från 28 december 2007. Tvärsnittsanalys vilken endast studerar observationer vid en given tidpunkt lämpar sig därför bäst (Ramanathan, 2002).

3.4.3 Val av ägare

Undersökningen inkluderar ägare med rösträtt över eller lika med 0,25 procent. Gränsdragningen motiveras med att ägare med lägre procentandels rösträtt inte torde ha samma möjlighet att påverka utdelningen i ett företag samt att procentsatsen överensstämmer med Khans (2006) studie.

3.5 Regressionsmodellen

Det finns ett flertal olika metoder som kan användas för att förklara olika variablers relationer. I vår studie används en linjär multipel regressionsmodell för att undersöka sambandet mellan institutionellt ägande och utdelning där Khans (2006) regression används som grund. En modifiering av modellen görs i och med att tidsvariabler inte tas med i vår studie. Linjär multipel regressionsanalys möjliggör medtagandet av ett flertal förklaringsvariabler vilka kan påverka den beroende variabeln (Brooks, 2002). Finansiella variabler som används i Khans (2006) studie inkluderas för att studera dess inverkan på graden av utdelning. Det kan sålunda påvisa ett samband mellan institutioner och utdelning, då övriga variabler hålls konstanta (Westerlund, 2005). Den multipla regressionsanalysen genomförs med hjälp utav statistikprogrammen E-Views och Minitab. Ordinary Least Squares (OLS) är metoden som används för att kunna skatta koefficienterna i regressionen. (Westerlund, 2005).

3.6 Utdelning

Total ordinarie utdelning är den beroende variabeln i regressionsanalysen. Motiveringen grundar sig i att ordinarie utdelning förväntas hålla en stabil nivå varför vi ser en tydligare anledning för institutioner att påverka denna utdelning snarare än exempelvis extrautdelning.

3.7 Val av förklaringsvariabler

I följande avsnitt definieras de förklaringsvariabler som ingår i vår regression.

3.7.1 Ägarskapsvariabel

Ägarskapsvariabeln är den parameter som önskas studeras då syftet med uppsatsen skall besvaras. När ägarskapsvariabeln mäts används procentuell andel rösträtter. Svenska bolag har rätt att ge ut både A- och B-aktier med olika rösträtter per aktie (Andrén *et al*, 2005). Antal rösträtter väljs istället för kapitalinsats då rösträtter är den av de två variablerna som förklarar graden av påverkan i bolaget.

3.7.1.1 Val av kategorisering av Ägarskapsvariabel

För att möjliggöra en urskiljning av de olika institutionernas samband med utdelning görs en kategorisering. Uppdelningen sker enligt följande kategorier; alla institutioner, försäkringsföretag, pensionsrelaterade företag, fondförvaltare samt övriga institutionella ägare. Motivet att kategorisera institutionerna grundas i antagandet att institutioner har olika preferenser, som närmare redogörs i kapitel två. Vår kategorisering möjliggör därför en mer djupgående analys av vårt syfte.

Kategorin alla institutioner är i vår studie det sammanlagda ägandet av aktier som innehas av försäkringsföretag, pensionsrelaterade företag, fondförvaltare och övriga institutioner. Försäkringsföretag samt fondförvaltare innefattar företag med verksamhet anknyttbar till försäkringar och fonder. I gruppen pensionsrelaterade företag ingår AP-fonderna samt alla pensionsförsäkringsföretag och pensionsstiftelser. Övriga institutioner inkluderar riskkapitalbolag, investmentbolag och banker.

3.7.2 Kontrollvariabler

Kontrollvariabler som inkluderas i regressionen introduceras i avsnitten nedan. Motivet att inkludera kontrollvariabler i regressionen är att de ökar tillförlitligheten vid skattningen av

ägarskapskoefficienten, vilket är viktigt då utdelning beror på andra faktorer än enbart det institutionella ägandet.

3.7.2.1 Nettoresultatvariabel

Utdelning bygger i mångt och mycket på företagets vinst. Således tas nettoresultatet med som en kontrollvariabel i enlighet med Khans (2006) studie.

3.7.2.2 Försäljningsvariabel

För att inte snedvrída variabeln nettoresultat, som anses nödvändig för regressionen, tas försäljning med som kontrollvariabel. En anledning kan tänkas vara att nettoresultatet justeras för att anpassa resultatet medan försäljningen ej utsätts för bokföringsmässiga manipulationer. Khan (2006) använder också försäljning som kontrollerande variabel.

3.7.2.3 Skuldsättningsgradsvariabel

Eftersom det finns anledning att tro att skuldsättningen kan påverka utdelning i ett företag anser vi att det är rimligt att ta med den som förklaringsvariabel. Motiveringen baseras på att lån kan vara förenade med negativa klausuler, såsom begränsad utdelning till aktieägarna under ett antal år (Arnold, 2005). Hög skuldsättningsgrad skulle därmed kunna tyda på ett ökat antal negativa klausuler, vilket i sin tur kan innebära effekter på utdelningen.

Formeln för uträkning av skuldsättningsgraden är:
$$\frac{\text{Totala skulder} - \text{Icke räntebärande skulder}}{\text{Eget kapital}}$$

(Lesker, SIX AB).

3.8 Metodproblem

3.8.1 Bortfall

Undersökningens bortfall uppgår till nio företag som uteslutits på grund av avvikande karaktär som förorsakar problem för vår regressionsmodell. Anledningarna till varför företagen exkluderats beror på ofullständig data eller företag med förlust under 2007 vilka ändå betalar utdelning (se Bilaga 2). Trots bortfall anser författarna att datamängden är tillräcklig för att regressionen ska få en tillräcklig statistisk styrka i resultatet.

3.8.2 Reliabilitet

Om undersökningen görs om på samma premisser och resultatet blir detsamma genomsyras undersökningen av reliabilitet, varför begreppet är av central betydelse när undersökningen genomförs (Bryman & Bell, 2005).

Författarna har själva inhämtat data från Aktieägarservice, DI samt Avanza som vidare kategoriserats inför regressionsanalysen. Vi är väl medvetna om att ett sådant manuellt förfarande kan orsaka fel i vår undersökning och påverka studiens trovärdighet. Vetskapen om den manuella inhämtningen av data har hela tiden funnits vilket medför en minimering av problemet. Då mängden data är så pass stor torde ett misstag endast orsaka ett marginellt fel. Stickprov har dessutom använts i kontrolleringen av datan, vilket ytterligare stärker trovärdigheten av vårt material. I slutändan är det föga troligt att eventuella fel kommer att snedvrída undersökningens resultat. Vidare diskussion om reliabilitet förs i kapitel 3.2 Datainsamling.

3.8.3 Validitet

En studie bör genomsyras av hög grad av validitet som innebär att det som ämnar mätas faktiskt mäts (Bryman & Bell, 2005). Då tidigare forskning om samband mellan institutionellt ägande och utdelning ligger till grund för val av variabler i regressionsmodellen anses kravet om utredningens giltighet uppfyllas.

4. Teoretisk referensram

Följande kapitel behandlar teoretiska bidrag hänförliga till studien av institutionellt ägande och utdelning. Förhållandet mellan ägare och företagsledning dit grunden i vår problematik kan härledas behandlas djupgående. Avsnittet innehåller även tidigare forskning inom området.

4.1 Agentteorin

Bolagsstyrningsproblematiken, mer bekant som Corporate Governance, har sin grund i agentteorin vilken behandlar frågor kring hur företagsledningen skall agera utifrån ägarnas intresse. Teorin baseras på de olika parterna; aktieägarna vilka benämns *principaler* och *agenter* vilka symboliserar ledningen. Separation mellan ägande och kontroll leder vanligen till att en intressekonflikt uppstår. (Jensen & Meckling, 1976) Båda parter har avsikten att maximera sin *egen* nytta vilken skiljer sig åt då ägarnas främsta mål är att maximera aktieägarvärdet medan risken är stor att ledningen primärt prioriterar andra mål såsom att exempelvis bygga ett imperium. Företagets försäljningstillväxt är ofta sammanknuten till ledningens compensation vilket ger ledningen incitament att använda överskottet för att utöka verksamheten och sin kontroll. (Jensen & Meckling, 1976; Murphy, 1985) Med syftet att samordna mål uppstår kostnader till följd av övervakning och avtal som bildas, så kallade agentkostnader. Principalen ämnar lösa problemet genom verktyg såsom incitament och kontroll för att säkerställa ledningens fokus på aktieägarvärdet. Kontrakt kan upprättas där agenten garanterar att några handlingar inte vidtas som kan skada principalen. (Jensen & Meckling, 1976)

4.1.1 Agentteorin och överlikviditet

Rozeffs (1982) teori är en påbyggnad av agentteorin där forskaren fokuserar på problematiken i kombination med utdelning. Enligt Rozeff (1982) kan utdelning verka som ett substitut för övervakning när aktieägarnas direkta övervakning är bristfällig eller ineffektiv. Närvaron av aktieägare som är bra övervakare resulterar i lägre utdelning samtidigt som motsatsen är sann då aktieägare är dåliga övervakare. Easterbrook (1984) förklarar att aktieägare som själva väljer att övervaka agenten får bättre kontroll och kan därför avstå från hög utdelning. Aktieägaren har således en förhoppning om att det kapital som ej blir till utdelning kan investeras av företaget och generera en högre framtida avkastning. Företaget

behåller således sin överlikviditet och minskar sin kapitalkostnad för extern finansiering. (Easterbrook, 1984) Rozeff (1982) menar att utdelning minskar kapitalet i företaget och således ledningens makt och kontroll. Ledningen tvingas därför vända sig till kapitalmarknaden då ett finansieringsbehov uppstår. Easterbrook (1984) utvecklar teorin och hävdar att när parter från kapitalmarknaden träder in som finansiärer kräver de en mer uttömmande förklaring om hur kapitalet ska investeras. Ett skifte i övervakningen sker från aktieägare till långivare på kapitalmarknaden vilket medför en överflyttning av övervakningskostnaderna (Rozeff, 1982). Därmed har principalerna ökat kontrollen av agenterna utan att de själva står för kostnaden (Easterbrook, 1984). Agentkostnaderna minskar följaktligen i takt med att utdelningarna ökar medan transaktionskostnaderna för extern finansiering ökar. För att utdelning som kontrollmekanism ska vara lönsam för ägarna måste kostnaden för anskaffning av nytt kapital och skattekostnaden ställas i relation till agentkostnaden. Skattekostnaden, i form av dubbelbeskattning, uppstår då utdelningen först beskattas som vinst i företaget och sedan som avkastning på eget kapital hos ägarna. (Rozeff, 1982)

Jensen (1986) illustrerar problematiken med att motivera ledningen att dela ut kapitalet till aktieägarna. I företag används överlikviditet till vidare investeringar i lönsamma projekt, med andra ord då ett positivt nuvärde beräknats på kalkylmässiga grunder. Om någon överskottslikviditet kvarstår efter att alla projekt har finansierats ökar sannolikheten för en intressekonflikt mellan ägare och ledningen. Till skillnad från Rozeff (1982) menar Jensen (1986) att ledningen är mer villig att betala ut överlikviditeten om graden av övervakning stiger.

Agentteorin kan appliceras på relationen mellan hur institutioner (principalen) och ledningen (agenten) behandlar intressekonflikten. Med hjälp av teorin kan en förståelse skapas om parternas agerande och en fråga såsom sambandet mellan institutionella ägare och utdelning förklaras. För att vidare kunna förstå hur institutioner har möjlighet att påverka vill författarna presentera två handlingsalternativ. Om ett samband skulle föreligga bör exit eller voice kunna möjliggöra en djupare tolkning av det institutionella beteendet.

4.2 Exit och Voice – mekanismer för ägarinflytande

Hirschman myntade 1970 två nya begrepp inom Corporate Governance i syfte att förklara utomstående ägares agerande, exit och voice. Teorin bakom termerna kan appliceras på institutionella ägares handlande och möjligen förklara varför de agerar som de gör och varför teorin anses som ett lämpligt underlag vid tolkningen av vårt empiriska resultat. Enligt Hirschman (1970) ska termerna verka som alternativa metoder som ledningen kan bruka för att inhämta information om nedgång i prestationsförmågan. Hedlund *et al.* (1985) har utvidgat begreppen och definierar voice och exit som alternativa redskap för utövande av inflytande. Likt sistnämnda forskare kommer vi att se mekanismerna som institutionella investerares handlingsalternativ i rollen att styra bolaget.

Valmöjligheten exit fastställer Hirschman (1970) som ett lämnande eller avyttrande. Aktieägaren säljer då av sitt aktieinnehav och avsäger sig på så sätt sitt inflytande i organisationen. Vad som avgör graden av handlandet genom exit beror på frekvens och storlek på försäljning eller köp av aktier. Beteendet av exit signalerar till ledningen huruvida företagets förväntade avkastning värderas gentemot andra investeringsalternativ. Ledningen utsätts därmed för press att upprätthålla avkastningen och markandsförväntningarna på en säker nivå. (Hedlund *et al.*, 1985) Exit kan ha betydelse för hur ledningens beslut fattas men vad som än tydligare kan förklara beslut rörande utdelningspolitiken kan i synnerhet härledas till det andra alternativet voice.

Voice förklaras av Hirschman (1970) som ett instrument för ägarna att uttrycka sitt missnöje med det underliggande målet att åstadkomma en förändring av ledningens agerande. En precisering av voice har gjorts av Hedlund *et al.* (1985) för att användas i diskussioner kring ägarfrågor. Författarna menar att olika former för hur ägare väljer att aktivt påverka kan urskiljas, exempelvis, deltagande i bolagsstämma, utnyttjande av rösträtt i densamma, representation i det ägda bolagets styrelse och direkta kontakter med företagets ledning. Effekterna av voice innebär att ägarnas ansvar om tillsättning av en representativ ledning blir en viktig aspekt i och med att separationen mellan ägande och kontroll uppstår.

”I renodlad modell är det också i stort sett den enda voicefunktionen, frånsatt vissa val mellan finansieringsalternativ och utdelningspolitik.” (Hedlund et al, 1985, s.61)

Citatet ovan innehåller motiv till anledningen att utöva styrmekanismen i en ägarsituation. Innebörden kan tolkas genom att läsa mellan raderna, vilken tyder på att institutioner kan påverka ledningens beslut om utdelning. Förutsatt att det föreligger ett samband mellan institutioner och utdelning kan begreppet i sin tur härleda hur institutioner utövar sin makt då de önskar få sin vilja igenom. Teorin känns därav relevant att understödja vår studie.

4.2.1 Institutioners benägenhet för exit och voice

Vad som generellt avgör valet mellan exit och voice för aktieägare beskriver Hirschman (1970) enligt följande:

- En uppskattning av potentialen att positivt kunna påverka företaget vilket kan möjliggöras genom inflytande och kompetens.
- En värdering av alternativa placeringsmöjligheter i andra bolag.

Hedlund *et al.* (1985) tar bland annat upp institutionernas benägenhet för styrverktygen med utgångspunkt i vilken juridisk status de besitter. Vidare är institutioners syfte med placeringen centralt för beslutet om exit eller voice bör tillämpas. Institutioner definieras här som försäkringsbolag, pensionsfonder, aktiefonder och rörelsedrivande företag, staten, stiftelser och intresseorganisationer. De tre förstnämnda torde enligt Hedlund *et al.* (1985) sträva efter hög avkastning där risktoleransen sannolikt är relativt låg i jämförelse med de övriga. På grund av det primära målet på avkastningen, till följd av uppdragsgivarnas förhoppningar om effektiv kapitalförvaltning, uppstår en tendens till exitbeteende, även benämnt som att ”rösta med fötterna”. Inom investmentbolag utnyttjas voice flitigt och beror främst på affärsidén, vilken kan variera från renodlade finansiella målsättningar till utvecklingsmässiga visioner.

Institutionernas storlek och kapitalinsats är parametrar som avgör graden av användandet för voice, eftersom båda faktorerna påverkar förhandlingsstyrkan gentemot företagsledning såväl som andra aktieägare. Förhållandet stämmer dock inte alltid i praktiken. Exempelvis kan det finnas starkare skäl att påverka ledningen för mindre institutioner med tämligen samlad portfölj i jämförelse med större institutioner med mer diversifierat ägande. (Hedlund *et al.*, 1985)

4.2.2 Utveckling av begreppen med institutioner som utgångspunkt

Hedlund *et al.* (1985) uttrycker att exit är den lätta vägen att gå då syftet är att tillfredställa de institutionella ägarpreferenserna medan voicefunktionen snarare används i fall då exithinder föreligger. Nyare forskning är inte enstämiga med Hedlund *et al.* (1985) utan hävdar att en förändring inom ägarstyrning tagit skede. Från mitten av 80-talet fram till idag har institutionella placerare gradvis ökat sitt användande av voice medan exit inte längre förekommer i samma utsträckning. Betydelsen av voice har ökat, i synnerhet på grund av att institutioner samarbetar med varandra och med andra ägare men också i den bemärkelsen att nya former av begreppet har utvecklats. Stora institutioner tenderar dessutom att ha en komparativ fördel i sitt användande av voice vilket också uppmärksammas tydligare. (Ahlstedt *et al.*, 2007)

Oberoende en ökning av voicemekanismen behåller institutioner exit som en duglig ägarstyrningsfunktion. Resultaten påvisar att en form av exitmekanismen, som blivit alltmer vanlig, är att institutionerna kan hota med att använda exit i utpressningssyfte. Hot om exit kan karaktäriseras som en typ av voice. (Ahlstedt *et al.*, 2007) Resonemanget ovan om den nya trenden att utnyttja exit som en voicefunktion anser vi är av stort intresse för vår utredning. Eventuellt kan det vara en förklaring till sambandet mellan institutioner och utdelning då hotet om lämnande kan beskriva processen om hur institutioner utövar sitt inflytande i ett företag.

4.3 Tidigare forskning

Sambandet mellan utdelning och institutioner har undersökts tidigare, vilket emellertid inte har visat på något entydigt samband. Däremot finns en genomsyrande likhet för alla tidigare studier; agentteorin har förekommit i samtliga tidigare studier.

Short *et al.* (2002) har undersökt sambandet mellan institutionellt ägande och utdelning i Storbritannien. Studien konstaterar ett ökat institutionellt ägande i brittiska bolag mellan undersökningsåren 1988 till 1992 samtidigt som en stark ökande utdelningsnivå påvisats. Det positivt korrelerade sambandet mellan institutionellt ägande och utdelning beror enligt Short *et al.* på den fördelaktiga skatteeffekten för de brittiska institutionerna vid utdelning. Studien

belyser samtidigt att det kan råda en Agent-Principal problematik bakom begäret av hög utdelning.

Grinstein och Michaely (2005) undersökte förhållandet mellan institutionellt ägande och utbetalningspolicy bland noterade bolag i USA. Resultatet av studien visar att det institutionella ägandet påverkar aktieutdelningens storlek. Forskarna menar att institutioner undviker företag som inte har utdelning, men bland dessa föredras företag med låg utdelning. Istället påvisar resultaten att institutioner väljer företag vilka gör aktieåterköp frekvent. Vidare visar de på att ökad andel institutionellt ägande eller koncentration av ägande inte leder till att företag ökar sin utbetalning.

Khan (2006) undersöker huruvida institutionellt ägande och utdelning har en koppling på den brittiska marknaden. Ett negativt samband mellan utdelning och ägarkoncentration påvisas i studien. Khan menar att ägarstrukturen spelar roll, då resultatet visar på ett positivt samband mellan utdelning och försäkringsbolag, medan ett negativt samband råder mellan utdelning och individuella ägare. Värt att nämna är också att undersökningen enbart studerar stora företag på den brittiska börser. Khans vetenskapliga tillvägagångssätt skall vara till guidning för vår uppsats. Vidare har studien inspirerat oss att dela in institutioner i olika ägarkategorier då sambanden dem emellan skiljer sig åt.

I Sverige har **Allebert et al.** (2007) genomfört en studie inom ämnet som analyserar sambandet mellan svenska företags ägarstruktur samt ägartyper och företags utdelningsnivå. Studien visar bland annat på att institutioner har ett negativt samband till utdelning men ett signifikant resultat påvisas ej. Ägarskapsvariabeln inhämtas från Ägande och Makten av Fristedt och Sundqvist (2006) där tillgång till de 25 största ägarna enbart är tillgänglig.

5. Undersökningsmetod

I kapitlet beskrivs detaljerat det praktiska tillvägagångssättet av undersökningen som används för att besvara vår forskningsfråga.

5.1 Regression

Vi ämnar skatta följande regression:

$$UTD_i = \beta_0 + \beta_1 NETRES_i + \beta_2 FORS_i + \beta_3 SKULDS_i + \beta_4 \ddot{A}GARE_i + u_i$$

Källa: (Khan (2006: 179))

Där:

UTD_i = total ordinarie utdelning utbetald av företag i

$NETRES_i$ = nettoresultat i företag i

$FORS_i$ = försäljning i företag i

$SKULDS_i$ = skuldsättningsgrad i företag i

$\ddot{A}GARE_i$ = relevant ägarskapsvariabel i företag i

I analysen kommer ett flertal ägarskapsvariabler användas där:

ALLINST = procentuell andel av totalt antal aktier som ägs utav institutioner

FORSAK = procentuell andel av totalt antal aktier som ägs utav försäkringsföretag

PENS = procentuell andel av totalt antal aktier som ägs utav pensionsrelaterade företag

FOND= procentuell andel av totalt antal aktier som ägs utav fondförvaltare

OINST = procentuell andel av totalt antal aktier som ägs utav övriga institutioner

u_i = Slumpvariabel i företag i

Syftet med regressionen är att finna tecknet framför skattningskoefficienten β_4 .

5.2 Hypotesprövning

För att statistiskt kunna säkerställa att koefficienterna i regressionen är signifikanta och inte enbart beror på slumpen kommer hypoteser att testas. (Westerlund, 2005) Nämnda resonemang resulterar i följande hypoteser:

$$H_0: \beta_4 = 0$$

$$H_1: \beta_4 \neq 0$$

H_0 : det finns inget samband mellan institutionellt ägande och utdelning i företag

H_1 : det finns ett samband mellan institutionellt ägande och utdelning i företag

Liknande hypoteser kommer att provas för resterande ägarkategorier.

5.3 Antaganden

Ett antagande som skall uppfyllas är att residualerna i regressionen bör vara normalfördelade. Normalfördelning måste föreligga för att konstruera ett konfidensintervall och möjliggöra en hypotesprövning då urvalet i populationen är litet. Centrala gränsvärdessatsen säger att då antalet observationer ökar närmar sig residualerna normalfördelning. (Westerlund, 2005) Undersökningen inkluderar 261 observationer vilket enligt Centrala Gränsvärdessatsen styrker antagandet om att normalfördelning råder då antal företag är stort. Därmed kan vi utgå från att antagandet gällande normalfördelning uppfylls.

Ytterligare problem med regressionsmodellen kan vara att det föreligger en hög korrelation mellan variablerna (Westerlund, 2005). Antagandet testas genom en korrelationsmatris (se Bilaga 29,30,31,32,33). En stark korrelation finns mellan utdelning och nettoresultat, utdelning och försäljning samt mellan nettoresultat och försäljning. VIF (Variance Inflation Factor) studerar även multikollinearitet och testet visar inte på stark korrelation då vårt högsta värde är 3,4 (se Bilaga 7,12,17,22,27). Enligt korrelationsmatriserna uppfylls inte antagandet om fullständigt okorrelerade variabler medan det sistnämnda testet, VIF, visar att multikollinearitet inte är ett problem för vår regression. Problemet med multikollinearitet är att om flera variabler beror av varandra kan det vara svårt att särskilja effekten av de specifika parametrarna i regressionen. Om regressionen önskar genomföras trots multikollinearitet skall hänsyn ges till att de skattade värdena kan få fel storlek eller tecken. (Ibid) Ett Chow-test utförs i syfte att kontrollera stabiliteten i regressionen då testet påvisar om ett teckenbyte på det skattade värdet sker. (Gujarati, 1978) Enligt Chow-testet bibehålls vår ägarskapsvariabels tecken och förblir negativ (se Bilaga 6,11,16,21,26). Då syftet med regressionen är att statistiskt kunna säkerställa tecknet framför koefficienten spelar storleken ingen roll.

Heteroskedasticitet är ett problem som förekommer vilket kan leda till ett missvisande resultat då en regressionsanalys genomförs. I förebyggande syfte ställs kravet om att variansen av slumpvariabeln u skall vara densamma för alla observationer. (Westerlund, 2005) Med hjälp av White's Heteroskedasticity test har vi funnit att heteroskedasticitet är ett problem i vår modell (se Bilaga 5,10,15,20,25) varpå standardavvikelsen justerats med hjälp av White Heteroscedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance. Därmed kan antagandet om att homoskedsticitet råder anses uppfyllt.

Ytterligare ett antagande som skall uppfyllas för att regressionen ska vara giltig berör det linjära sambandet mellan utdelning och förklaringsvariabler. Kravet är att nämnda variabler måste ha ett linjärt förhållande. (Ibid) Ramsey's RESET test visar på att antagandet håller (se Bilaga 4,9,14,19,24).

6. Resultat

Kapitlet presenterar resultaten från regressionsanalysen som beskrivits i undersökningsmetoden.

Den slutgiltiga analysen omfattar totalt 261 företag (se Bilaga 1,28). Utdelning (UTD) är den beroende variabeln i följande regressioner. Nettoresultatet (NETRES), försäljning (FORS), skuldsättningsgrad (SKULDS) och aktuell ägarskapsvariabel (ALLINST, FORSAK, PENS, FOND, OINST) är oberoende variabler som ämnar förklara utdelning. En redogörelse av resultatet mellan utdelning och ägarskapsvariabeln kommer detaljerat att förklaras medan resterande oberoende variabler enbart presenteras i tabellerna och bilagorna då en förklaring av sistnämnda variabler är utanför ramen av undersökningens syfte.

6.1 Resultat med alla Institutionella ägare

Tabell 6.1 Resultat av regression med alla Institutionella ägare

Beroende variabel:	UTD			
Metod:	Minsta kvadratmetoden			
Antal observationer:	261			
Variabel	Koefficienter	Standardav.	T-värde	P-värde
C	28.08532	33.33157	0.842604	0.4002
NETRES	0.377007***	0.100700	3.743869	0.0002
FORS	0.013072	0.007629	1.713509	0.0878
SKULDS	-0.538687	1.609967	-0.334595	0.7382
ALLINST	-3.411693**	1.687531	-2.021707	0.0442
Förklaringsgrad:	0.884899	F-värde:	0.000000***	
Förklaringsgrad justerad:	0.883070			

Tabell 6.1 åskådliggör resultatet från den multipla regressionen. Testen understöds av White Heteroscedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance, vilket innebär att standardavvikelseerna har justerats för heteroskedasticitet. UTD är den beroende variabeln i regressionen. ALLINST påvisar ett negativt samband vilket kan säkerställas till 5% signifikans nivå. Förklaringsgraden av regressionen är 88,49 % och den justerade förklaringsgraden har förändrats marginellt. Vidare regressionsdata återfinns i Bilaga 3.

*** signifikant på 1% nivå

** signifikant på 5% nivå

Nollhypotesen, om ett inget samband mellan alla institutionella ägare och utdelning, förkastas på 5 % signifikansnivå. Mothypotesen kan därför accepteras, det vill säga att ett samband mellan institutionella ägare och utdelning råder. Vidare är variabeln negativt korrelerade

vilket innebär att då graden av institutionellt ägande höjs i ett företag minskar utdelningen och vice versa.

Förklaringsgraden för regressionsanalysen är 88,49 % och den justerad förklaringsgrad är 88,31, vilket betyder att förklaringsvariablerna i regressionen förklarar variationen i ett företags utdelning till 88,49 % respektive 88,31 %. F-värdet är signifikant på 1 % nivå.

6.2 Resultat med Försäkringsföretag som ägare

Tabell 6.2 Resultat av regression med Försäkringsföretag som ägare

Beroende variabel:	UTD			
Metod:	Minsta kvadratmetoden			
Antal observationer:	261			
Variabel	Koefficienter	Standardav.	T-värde	P-värde
C	-38.73325	23.97443	-1.615607	0.1074
NETRES	0.380207***	0.102264	3.717897	0.0002
FORS	0.012290	0.007833	1.568942	0.1179
SKULDS	0.516032	1.332627	0.387229	0.6989
FORSAK	-3.434265	4.119890	-0.833582	0.4053
Förklaringsgrad:	0.882741	F-värde:	0.000000***	
Förklaringsgrad justerad:	0.880908			

Tabell 6.2 åskådliggör resultatet från den multipla regressionen. Testen understöds av White Heteroscedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance. FORSAK påvisar ett negativt samband vilket inte signifikant kan säkerställas. Förklaringsgraden av regressionen är 88,27 % och den justerade förklaringsgraden har minskat av obetydlig grad. Vidare regressionsdata återfinns i Bilaga 8.

*** signifikant på 1% nivå

** signifikant på 5% nivå

Nollhypotesen accepteras och följaktligen kan det negativa sambandet mellan försäkringsbolag och utdelning inte statistiskt säkerställas. Regressionsanalysens förklaringsgrad är 88,27 % och justerad förklaringsgrad är 88,09 %. Åter igen är regressionen signifikant på 1 % nivå vilket F-värdet påvisar.

6.3 Resultatet med Pensionsrelaterade företag som ägare

Tabell 6.3 Resultat av regression med Pensionsrelaterade företag som ägare

Beroende variabel:	UTD			
Metod:	Minsta kvadratmetoden			
Antal observationer:	261			
Variabel	Koefficienter	Standardav.	T-värde	P-värde
C	-37.46811	20.16763	-1.857834	0.0643
NETRES	0.379908***	0.102016	3.723983	0.0002
FORS	0.012422	0.007816	1.589310	0.1132
SKULDS	0.204013	1.484977	0.137384	0.8908
PENS	-2.416896	4.352043	-0.555348	0.5791
Förklaringsgrad:	0.882741	F-värde:	0.000000***	
Förklaringsgrad justerad:	0.880908			

Tabell 6.5 åskådliggör resultatet från den multipla regressionen. Testen understöds av White Heteroscedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance. PENS påvisar ett negativt samband vilket inte signifikant kan säkerställas. Förklaringsgraden av regressionen är 88,27 % och den justerade förklaringsgraden har förändrats marginellt. Vidare regressionsdata återfinns i Bilaga 13.

*** signifikant på 1% nivå

** signifikant på 5% nivå

Likväl accepteras nollhypotesen och ett negativt samband mellan pensionsrelaterade företag och utdelning kan inte statistiskt säkerställas. Regressionsanalysens förklaringsgrad är 88,27 % och justerad förklaringsgrad är 88,09 %. F-värdet fastställer regressionens signifikansnivå till 1 %.

6.4 Resultat med Fondförvaltare som ägare

Tabell 6.4 Resultat av regression med Fondförvaltare som ägare

Beroende variabel:	UTD			
Metod:	Minsta kvadratmetoden			
Antal observationer:	261			
Variabel	Koefficienter	Standardav.	T-värde	P-värde
C	-30.26316	23.17638	-1.305776	0.1928
NETRES	0.379934***	0.102140	3.719732	0.0002
FORS	0.012304	0.007828	1.571881	0.1172
SKULDS	0.064386	1.528789	0.042115	0.9664
FOND	-1.801893	1.731583	-1.040605	0.2990
Förklaringsgrad:	0.882771	F-värde:	0.000000***	
Förklaringsgrad justerad:	0.880940			

Tabell 6.4 visar resultatet från den multipla regressionen. Testen understöds av White Heteroscedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance. FOND påvisar ett negativt samband vilket inte statistiskt kan säkerställas. Förklaringsgraden av regressionen är 88,28 % och den justerade förklaringsgraden har förändrats ytterst lite. Vidare regressionsdata återfinns i Bilaga 18.

*** signifikant på 1% nivå

** signifikant på 5% nivå

Nollhypotesen att inget samband finns mellan pensionsrelaterade företag och utdelning accepteras. Regressionsanalysens förklarar till 88,28 % och justerad förklaringsgrad är 88,09 %. Undersökningsmodellen är statistiskt säkerställd på 1 % signifikansnivån.

6.5 Resultat med övriga Institutionella ägare

Tabell 6.5 Resultat av regression med övriga Institutionella ägare

Beroende variabel:	UTD			
Metod:	Minsta kvadratmetoden			
Antal observationer:	261			
Variabel	Koefficienter	Standardav.	T-värde	P-värde
C	-9.321229	22.64592	-0.411608	0.6810
NETRES	0.378129***	0.100896	3.747720	0.0002
FORS	0.012909	0.007612	1.695770	0.0911
SKULDS	-0.102753	1.397512	-0.073525	0.9414
OINST	-4.531031**	2.136748	-2.120527	0.0349
Förklaringsgrad:	0.885139	F-värde:	0.000000***	
Förklaringsgrad justerad:	0.883344			

Tabell 6.5 åskådliggör resultatet från den multipla regressionen. Testen understöds av White Heteroscedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance. OINST konstaterar ett negativt samband vilket är statistiskt säkerställt på 5 % signifikansnivå. Förklaringsgraden av regressionen är 88,51 % och den justerade förklaringsgraden har ändrats i obetydlig grad. Vidare regressionsdata återfinns i Bilaga 23.

*** signifikant på 1% nivå

** signifikant på 5% nivå

Nollhypotesen förkastas på 5 % signifikansnivå och mothypotesen accepteras. Således råder ett negativt existerande samband mellan övriga institutionella ägare och utdelning. Förklaringsgraden av regressionsanalysen är 88,51 % och justerad förklaringsgrad är 88,33 %. F-värdet berättar att vår regression är signifikant på 1 % nivå.

6.6 Sammanställning av resultat

Tabell 6.6

Undersökningsvariabel	Signifikant	Neg/Pos tecken	Förklaringsgrad	J. Förklaringsgrad
ALLINST	Ja (5%)	-	0.884869	0.883070
FORSAK	Nej	-	0.882741	0.880908
PENS	Nej	-	0.882718	0.880885
FOND	Nej	-	0.882771	0.880940
OINST	Ja (5%)	-	0.885139	0.883344

Utav resultatet som presenterats kan det utläsas att institutioner har ett negativt samband med utdelning, dock är detta förhållande endast signifikant säkerställt för kategorierna alla institutionella ägare samt övriga institutionella ägare. Syftet är ändå att kunna se om sambandet hos de olika kategoriseringarna skiljer sig åt, det vill säga om ett samband föreligger och i så fall om det är positivt eller negativt. Med resultatet kan det utläsas att så inte är fallet men konstaterandet kan inte göras om kategoriseringar inte gjorts.

6.7 Analys av regressionens ägarskapskoefficient och ägarskapsvariabel

Utifrån resultatet går att utläsa att ALLINST och OINST har ett negativt statistiskt säkerställt samband med utdelning på 5 % signifikansnivå. FORSAK, PENS och FOND har även de ett negativt samband som emellertid inte är signifikant. Resultatets första regression inkluderar alla ägarkategorier och är signifikant vilket kan te sig lite märkligt eftersom tre av de fyra ägarkategorierna, FORSAK PENS och FOND, ej är signifikanta. Således är endast en ägarkategori, OINST, signifikant varpå vi ämnar analysera de enskilda ägarskapskategorierna ytterligare.

Tabell 6.7

	Andel av totalt institutionell ägande (%)	Max:	Totalt antal ftg:
FORSAK	9%	21%	140
PENS	16%	28%	229
FOND	36%	39%	231
OINST	39%	88%	187

Nämnvärt att presentera i sammanhanget är den procentuella andelen av ALLINST. Ur tabell 6.7 utläses att ALLINST består av 39 % OINST, 36 % FOND, 16 % PENS och 9 % FORSAK. En spontan reaktion är varför FOND inte är signifikant som enskild ägarvariabel

när den utgör en stor andel av ALLINST och enbart skiljer sig med 3 procentandelar från OINST. Förklaringen grundas lämpligen i att FOND sägs vara passiva ägare (se kapitel 2.4) vilka ofta investerar i många olika företag. Påståendet avspeglas genom att FOND placerar i 231 företag av totalt 262 stycken. FOND är den kategorin i urvalet som finns med i flest antal företag, till och med mer än OINST som är signifikant. Därför torde inte antal observationer i företagen där FOND är ägare vara problemet för att säkerställa signifikansen. Spridning är nyckeln till signifikans, det vill säga att när spridningen är stor ökar sannolikheten att statistiskt kunna säkerställa koefficienterna. I och med att spridningen i FOND är relativt liten; högst andel rösträtter är 38,5 % i ett företag, gentemot OINST där högst andel rösträtter uppgår till 88 %, skulle det kunna förklara vårt signifikansproblem hos den här ägarskapskoefficienten.

Orsaken till att spridningen inte är tillräckligt stor kan förklaras med att det finns begränsningar i hur stora andelar FOND får investera i ett enskilt företag. Dessutom finns det krav på att investeringen sammansätts för att skapa en bred portfölj, vilket i sin tur bygger på syftet med diversifierat ägande. Därmed har de kanske inte samma möjlighet att påverka frågor som exempelvis utdelning eftersom kapitalinsatsen och rösträtten i det enskilda företaget är relativt låg. Reflektionen ovan kan appliceras på PENS då ägarkategorin verkar under liknande regelverk medan FORSAK möjligen bör förklaras med bristande data.

Trots att flertalet av ägarskapsvariablerna ej är signifikanta är ägarskapskoefficienternas tecken ändå representativt för vårt urval. Enligt statistiska regler kan en problematik tänkas uppstå då en empirisk generalisering skall göras på den svenska marknaden eftersom koefficienten påvisar ett icke signifikant resultat. (Westerlund, 2005) Med vårt omfattande urval vågar vi ändå påstå att en rimlig generalisering är möjlig att göra på den svenska marknaden. Generaliseringen bör dock ändå beaktas med viss försiktighet gällande sambanden mellan UTD och FORSAK, UTD och PENS samt UTD och FOND.

7. *Analys*

I det här kapitlet analyseras sambandet mellan utdelning och institutionellt ägande. Vidare appliceras vårt bidrag på teorierna i rådande uppsats. Med utgångspunkt i vårt resultat ställs tidigare forskning där en diskussion förs om vad likheter och olikheter beror på.

7.1 Institutionellt ägande och utdelning

När utdelning i regressionen testas mot alla institutioner tyder resultatet på att det svenska institutionella ägandet är en homogen grupp. När vi djupare studerar anledningen till resultatet för de enskilda ägarkategorierna i relation till utdelning kan vi inte längre konstatera att gruppen på den svenska marknaden är homogen. Med den kunskap vi besitter kring institutioners agerande förvånar inte nämnda slutsats oss. Alla institutioner har en aktiv kapitalförvaltning men alla agerar inte som aktiva ägare. Exempelvis har fondförvaltare en passiv ägarroll till skillnad från investmentbolag som har en strategi att utöva aktivt ägande. För att närmare förstå hur de olika svenska institutionerna påverkar utdelning behandlas kategorierna övriga institutioner, försäkringsbolag, pensionsrelaterade företag och fondförvaltare antingen ur ett aktivt eller passivt ägarbeteende.

I analysen för de aktiva ägarna, nämligen kategorin övriga institutioner, kommer vi att utgå ifrån att det institutionella ägandet är högt och utdelningen därmed låg. Motivet till utgångspunkten grundar sig i att institutioner, som vilken annan ägare som helst, inte kan påverka beslut om de har för få röstandelar. I övriga institutioner ingår riskkapitalbolag, investmentbolag, och banker. Riskkapitalbolagens affärsidé syftar ofta till att investera kapitalet i tillväxtföretag med avsikt att låta pengarna växa i bolaget. Företag som befinner sig i en tillväxtfas kännetecknas ofta av ett negativt resultat varpå inga vinster kan delas ut. Vårt negativa samband kan inte förklaras med att riskkapitalbolagen i Sverige påverkar utdelningen, vilket heller inte är deras målsättning. Påverkan utförs istället genom en aktiv ägarroll inom företagsförvaltningen. Förhoppningen om en högre framtida avkastning är anledningen att låta kapitalet förräntas i företaget. Resonemanget kan appliceras på Rozeffs (1982) och Easterbrooks (1984) teorier.

De svenska investmentbolagen skiljer sig från riskkapitalbolagen i den bemärkelse att de investerar i mogna företag där majoriteten har utdelning. Orsaken till inträdandet som en stor

ägare beror på att de tror sig kunna förbättra företagets lönsamhet genom sin kompetens. Med största sannolikhet får en representant från investmentbolaget en inflytelserik styrelsepost där de kan vara med och besluta att överlikviditeten stannar i bolaget. Härmed kan investmentbolagens inflytande på den svenska markanden förklaras varför utdelningen minskar. Ägarnas agerande går att tillämpa på begreppet voice Hedlund *et al.* (1985) beskriver. Vår tolkning av investmentbolagens styrning stöder Eastebrooks (1984) teori.

Även bankerna ingår i övriga institutioner men kan tänkas agera mer likt ett icke institutionellt företag rörande investering av sina egna vinster. En diversifierad portfölj torde därför vara det främsta målet med placeringen. En aktiv ägarroll bör inte prioriteras i samma utsträckning som för ovan nämnda institutioner. Det finns anledning att tro att banker ändå placerar kapitalet i företag där övriga institutioner redan har ett starkt inflytande och indirekt får de därför sitt behov tillfredsställt.

Efter att ha analyserat sambandet mellan utdelning och de aktiva ägarnas roll leds diskussionen in på hur vårt resultat kan tolkas utifrån de passiva ägarna. Försäkringsbolag, pensionsrelaterade företag och fondförvaltare placerar allmänhetens sparande varpå ett diversifierat ägande krävs. Troligtvis resulterar investeringarna i relativt små ägarandelar varpå ett lågt institutionellt ägande blir följden. Ett lågt institutionellt ägande kan med vårt resultat indikera på en hög utdelning. Sambandet överraskar inte särskilt då det ligger utanför ägarkategoriernas intresse att aktivt påverka beslut. Den breda portföljen till följd av strikta kapitalförvaltningsregler bör medföra ett begränsat antal rösträtter i varje företag. För att gardera sin avkastning utgår vi från att de passiva svenska institutionerna prioriterar företag med hög utdelning eftersom överlikviditeten inte kan kontrolleras. Skulle utdelningen mot förmodan sänkas väljer dessa institutioner att ”rösta med fötterna”. Härmed konstateras att de inte bryr sig att påverka vilket stödjer Rozeffs modell (1982). Å andra sidan besitter institutionerna en viss status som investerare, det vill säga att företag med institutionellt ägande signalerar stabilitet och trygghet. Därför skulle de ändå indirekt kunna påverka genom att hota med exit som stärker Ahlstedts *et al.* (2007) resultat. Agerandet anser vi kunna utnyttjas i syfte att motivera ledningen till att exempelvis behålla eller höja utdelningen. Tillvägagångssättet styrker Jensens teori (1986) om hur aktieägare kan påverka överlikviditet. Tolkningarna av vårt resultat kan appliceras på båda ovan nämnda teoretiska synsätt varför vi ytterligare ämnar diskutera vilket av ovanstående ageranden som vanligen används på den

svenska marknaden idag. När svenska försäkringsbolag, pensionsrelaterade företag och fondförvaltare behöver utöva sitt inflytande i utdelningsfrågor bör de rimligen i första hand försöka hota med att avyttra sitt innehav. I fall då taktiken misslyckas lämnar institutionerna företaget som en sista utväg. Slutsatsen bestyrker ytterligare Ahlstedts *et al.* (2007) resultat om att hot om exit blir alltmer vanligt.

En vidare aspekt som bör beaktas från vårt resultat är en situation som uppstår då det passiva ägandet ökar inom samma organisation vilket medför att utdelningen sjunker. De passiva ägarna har relativt lika preferenser och med det begränsade utbudet som den svenska marknaden erbjuder dem tenderar investeringarna att ske i samma företag. Den homogena gruppen passiva ägare kan då tänkas börja agera som en aktiv ägare. När institutionerna nu får möjlighet att påverka vill vi belysa att deras inställning till utdelning torde förändras i motsatt riktning. Situation kan te sig likadant ifall investmentbolag investerar i företag med ett fåtal passiva institutionella ägare. Analysen ger stöd åt Rozeffs (1982) forskning.

Likt den svenska studien utförd av Allebert *et al.* (2007) uppmärksammas ett negativt samband mellan institutioner och utdelning. I kontrast till undersökningen har vi ett signifikant negativt samband som råder för alla institutionella ägare. Den logiska anledningen till varför vi lyckas få en signifikans bör främst kunna förklaras utifrån ett bredare datautbud. Gränsdragningen vid 0,25 procent har resulterat i att ett genomsnitt av de 50 största ägarna i varje företag medtagits i vår undersökning. Enbart hälften så många ägare inkluderas i Alleberts *et al.* studie.

7.2 Jämförelse med tidigare forskning i andra länder

En utblick i tidigare internationell forskning görs för att tyda likheter och olikheter kring vårt resultat om svenska institutioners samband med utdelning. Emellertid förväntas inte en perfekt samstämmighet råda, dels på grund av att våra förklaringsvariabler skiljer sig åt och dels att utdelningspolitiken inte ser likadan ut.

I jämförelse med vårt negativa samband mellan institutionellt ägande och utdelning avskiljer sig Shorts *et al.* (2002) resultat och påvisar istället ett positivt samband. Den bakomliggande förklaringen till skillnaden är rimligtvis brittiska skattepreferenser tillhörande dåtida skattesystem som bidragit till utdelningsfördelar för pensionsfonder och försäkringsföretag. Perioden kring 1990-talet präglades av en turbulent och instabil marknad där Storbritannien

drabbades av en recession (Short *et al*, 2002). Uttrycket ”*A bird in the hand is worth two in the bush*” förklarar det brittiska institutionella agerandet varpå den osäkra perioden troligen förorsakar det avvikande resultatet.

Grinsteins och Michaelys (2005) amerikanska forskning fastställer likväl vår undersökning ett negativt samband. Dock beror konstaterandet från 2005 på andra faktorer som inte tyder på att högt institutionellt ägande orsakar låg utdelning utan snarare grundar sig i lagar vilka främjar aktieåterköp. Ett positivt samband uppstår således mellan institutionellt ägande och återköp. Preferenserna hos institutionerna skiljer sig därför länderna emellan varpå resultatens innebörd inte kan tolkas på samma sätt.

Vi finner ett negativt samband mellan försäkringsbolag och utdelning vilket är i motsats till Khans (2006) positiva samband. I Sverige är försäkringsbolag passiva ägare vilket inte är fallet i Storbritannien där de istället klassificeras som aktiva ägare enligt Khan. Vidare behandlar Khan huvudsakligen variabeln ägarkoncentration vilket är utanför ramen för vår uppsats.

8. Slutsats

Kapitlet sammanfattar kort resultatet och presenterar vår slutsats. Kritik och förslag till vidare forskning behandlas avslutningsvis.

8.1 Slutsats

Uppsatsens forskningsfråga kan med utgångspunkt på den svenska marknaden besvaras med att ett samband finns mellan institutionellt ägande och utdelning. Vårt negativa samband tyder på att institutioner sköter sitt jobb som övervakare. När affärsidén är att träda in som aktiv ägare konstateras ett starkt inflytande begrundat på antal rösträtter. Investmentbolag och riskkapitalbolag anser vi därför är duktiga övervakare och låter genom voice kapitalet förräntas i bolaget med hjälp av deras påverkan på styrningen. Därmed prioriteras ingen utdelning i tron om en förhöjd framtida avkastning. Likaså ser vi starka tendenser till att försäkringsbolag, pensionsrelaterade företag och fondförvaltare benämnt som passiva ägare i medvetenhet hanterar sin arbetsuppgift väl. Målet om hög utdelning uppnås genom att strategiskt utöva sin ägarroll med exit som primärt handlingsalternativ. Sammanfattningsvis kan vi dra slutsatsen att alla institutioner är aktiva och bra övervakare, antingen via en stor enskild röstandel eller genom samarbete institutionerna emellan. Men, när övervakningen fungerar väl finns goda skäl att en djupare relation skapas då de institutionella ägarna ofta deltar i den löpande verksamheten vilket tenderar att resultera i en bra kontakt med ledningen. Konsekvensen av vänskapsrelationen kan leda till att ägarna blundar för misstag eller felaktiga beslut varpå ledningen kan tänkas utnyttja sin position. Den aktiva övervakningen som påvisats föreligga blir indirekt ingen effektiv övervakning. Spekulationen ligger i vårt intresse men samtidigt utanför ramen av vår uppsats och lämnas därav som inspiration till vidare studier.

8.1 Självkritik och förslag till vidare forskning

Författarna finner stort intresse i undersökt ämne men har på grund av tid och resurser behövt avgränsa studien. Nedan redogörs för självkritik i kombination med avgränsningar som intresserar och ger förslag till vidare forskning.

Studien av *Grinstein och Michaely (2005)* visar en rådande trend där utdelningar byts till fördel för aktieåterköp i USA, vilket även var något opponenter på vår studie upplyste oss om. Opponenterna påpekade vidare att allteftersom en ny lag har kommit att appliceras på de

svenska företag har aktieåterköp alltmer blivit ett alternativ till utdelning. Uteslutandet av aktieåterköp kan orsaka att tolkningen av institutioners påverkan på överlikviditet inte förklarades helt rättvist. Exkluderandet ses dock som en avgränsning och lämnas för vidare forskning. Då vi valt att begränsa vår studie till att enbart se till den ordinarie utdelningen exkluderandes extrautdelning vilket torde få samma inverkan på tolkningen av resultatet som avsaknaden av aktieåterköp. Motivering till användandet av den ordinarie utdelningen finns i avsnitt 3.6 Utdelning. Att se till extrautdelningen kan även vara av intresse för fortsatt forskning.

Vi har också konstaterat att övriga institutioner ofta äger stora delar i företagen vilket gör att fler indelningar borde ha gjorts. Fler kategorier hade möjliggjort studier och analyser av de enskilda ”underkategorierna” vilket nu inte är möjligt. En mer detaljerad uppdelning hade ökat precisionen i vår analys då. Konstaterad brist kan inspirera till en ny studie på området.

Vår undersökning beaktar ej tidsvariabeln vilket kan ses som en brist eftersom nämnda variabel hade möjliggjort ett tydande av trender. Om mönster gått att urskilja hade sambandet i förhållande till utländsk forskning lättare jämförts. Om en tidsvariabel vidare inkluderats hade föregående års utdelning varit naturlig att ta med, särskilt då det kan tänkas att nämnda faktor tenderar att förklara utdelningen väl. Trots att vår studie har en hög förklaringsgrad är det viktigt att nämna att fler kontrollvariabler möjligen förklarat regressionen annorlunda. Författarna hade av intresse sett att en ny studie utförs där tidsvariabeln inkluderas.

9. Källförteckning

9.1 Publicerade källor

9.1.1 Artiklar

Anderson, R. C., Mansi, S. A. & Reeb, D. M. (2003), "Founding family ownership and the agency cost of debt", Journal of Financial Economics. Vol. 68, pp. 263-285.

Easterbrook, F H., (1984) "Two Agency-Cost Explanations of Dividends" The American Economic Review, Vol. 74, No. 4, pp. 650-659

Grinstein, Y., Michaely, R., (2002), "Institutional Holdings and Payout Policy", The Journal of Finance, vol. 3

Hirschman, A O., (1970), "Exit, voice and loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States", Harvard University Press, Cambridge Mass

Jensen, M. C., (1986), "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", The American Economic Review, Vol. 76, No.2, pp.323-329

Jensen, M. C., Meckling, M. H., (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, Vol. 3:4, pp. 305-360.

Khan, T., (2006), "Company Dividends And Ownership Structure: Evidence From UK Panel Data", The Economic Journal

Murphy, Kevin J., (1985), "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis," Journal of Accounting and Economics, 7, 11-42.

Rozeff, M., (1982), "Growth, beta and agency costs as determinants of dividends payout ratios", The Journal of Financial Research, vol. 58(3), pp. 249–59

9.1.2 Böcker

Andrén, N., Eriksson, E., Hansson, S., (2005) "Finansiering", Malmö, Liber

Arnold, G., (2005), "Corporate Financial Management", Prentice Hall, tredje upplagan

Brooks, C., (2002), "Introductory econometrics for finance", Cambridge

Bryman, A., Bell E., (2005), "Företagsekonomiska forskningsmetoder", Malmö, Liber ekonomi

Gujarati, D., (1978), "Basic Econometrics", Kogakusha, Tokyo, Mc Graw-Hill

Hedlund, G., Hägg, I., Hörnell, E., Rydén, B., (1985), "Institutioner som aktieägare", Stockholm, Studieförbundet Näringsliv och Samhälle – SNS

Jacobsen, D. I., (2002), "Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen", Lund, Studentlitteratur

Kim, Kenneth A., Nofsinger, John R., (2004) "Corporate Governance", Prentice Hall, andra upplagan

Oxenstierna, G., (2007) "Placeringsrådgivning – specialutgåva", 5,ed., Stockholm, Studentlitteratur

Ramanathan, R., (2002), "Introductory Econometrics with Applications", 5, ed., South-Western

Westerlund J., (2005), "Introduktion till ekonometri", Lund, Studentlitteratur

9.1.3 Uppsatser

Ahlstedt, T., Dhejne, V., Hultman, E., Randow, M., (2007) ”*Institutionella placerare som aktieägare – En studie av fondbolags, försäkringsbolags och AP-fonders användande av exit och voice som ägarstyrningsmekanismer*”, Magisteruppsats, Lunds Universitet

Allebert, J., Carlsson, A., Ivarsson Karolina., (2007) ”Agentkostnader, ägande och utdelningar – en studie om sambandet mellan ägandet

Bengtsson, P., Giaver, H., (2005) ”*VDs interna innehav och dess påverkan på utdelning – En studie av svenska börsnoterade företag*”, Kandidatuppsats, Lunds Universitet

9.2 Offentligt tryckta källor

DS 1999:38 AP-fondernas organisation och placeringsregler i det reformerade pensionssystemet (sid 39.ff, 45f, 169f)

SFS 2003:224

SOU 2002:56 Investeringsfonder (sid. 153) Investeringsfonder indelas enligt lagen (2004:46)

9.3 Elektroniska källor

Aktiespararna 2008

Strandberg J., (2008-04-22), ”*Här är börsen som stigit 49000 procent*”,
<http://www.aktiespararna.se/sajt/kontakt/lokalavdelningar/lok/unga/Halmstad/Nyheter-fran-lokalavdelningen/har-ar-borsen-som-stigit-49-000-procent.../> Senast besökt 2008-05-26

Avanza Bank 2008

www.avanza.se

Dagens Industri 2008

Nyhetsbyrån Direkt., (2008-04-10), ”*Utdelningar återvänder till börsen*”,
<http://di.se/Nyheter/?page=/Avdelningar/Artikel.aspx%3Fstat%3D0%26ArticleID%3D2008/04/10/278825> Senast besökt 2008-05-26

www.di.se

Finansinspektionen

A. Pensionsstiftelser., http://www.fi.se/Templates/Page_5673.aspx Senast besökt 2008-05-26

B. www.fi.se

Nationalencyklopedin 2008

Lindgren., H, www.ne.se, Sökord; Investmentbolag, Senast besökt 2008-05-26

*Hänvisning citat. Inloggning krävs vilket görs via ELIN

Försäkringsförbundet

A. "Svensk försäkring i siffror år 2007".,

<http://www.forsakringsforbundet.com/upload/pdf-filer/statistikfolder/svfolder07.pdf> Senast besökt 2008-05-26

B. "Försäkringens roll I samhället".,

http://www.forsakringsforbundet.com/templates/Page_310.aspx?epslanguage=SV Senast besökt 2008-05-26

OMX

SIS Ägarservice AB

www.aktieservice.se Senast besökt 2008-05-26

SIX AB Om SIX

www.six.se Senast besökt 2008-05-26

Skatteverket

www.skatteverket.se

<http://www.skatteverket.se/download/18.3a7aab801183dd6bfd380003936/33607.pdf> Senast besökt 2008-05-26

Statistiska centralbyrån 2007

Jansson, K., "Aktieägarstatistik-Aktieäggande i bolag noterade på svensk marknadsplats", http://www.scb.se/statistik/FM/FM0201/2007H02/FM0201_2007H02_SM_FM20SM0801.pdf Senast besökt 2008-05-26

Svenska Riskkapitalföreningen (2005-04-07) "*Frågor och svar om private equity*",
http://www.svca.se/common/load_ext_file.asp?Source=ext_pages&Id=19986
Senast besökt 2008-05-26

9.4 Muntliga Källor

Daniel Fristedt, Ägarna och Makten, www.aktieservice.se

Eva Lesker, Six AB, www.six.se

9.5 Orefererade Källor

Gårdängen Maria,Handledning, Universitetslektor, Företagsekonomiska institutionen, Lund

Bilagor

Bilaga 1

Företag från OMX Stockholm Large Cap

Alfa Laval	Lundbergs
Assa Abloy	Lundin Petroleum
Atlas Copco	Meda
Axfood	MTG
Axis	NCC
Boliden	Nobia
Castellum	OMX
Electrolux	Saab
Elekta	Sandvik
Eniro	SAS
Ericsson	SCA
Fabege	Scania
Getinge	Seco Tools
Hennes & Mauritz	Securitas
Hexagon	Skanska
Holmen	SKF
Hufvudstaden	SSAB
Husqvarna	Swedish Match
JM	TeliaSonera
Kungsleden	Trelleborg
Lindab International	Volvo

Företag från OMX Stockholm Mid Cap

AarhusKarlshamn	Duni
Active Biotech	Fagerhult
Addtech	Fast Partner
Atrium Ljungberg	G & L Beijer
B&B Tools	Gunnebo
Ballingslöv	Gunnebo Industrier
BE Group	Haldex
Beijer Alma	Heba
Betsson	Hemtex
Bilia	HiQ International
Billerud	Home Properties
Biovitrum	Höganäs
Björn Borg	IFS
Brinova	Indutrade
Broström	Intrum Justitia
Cardo	KappAhl
Cision	Klövern
Clas Ohlson	LBI International
Cloetta Fazer	Mekonomen

Micronic Laser Systems
Midway Holding
Morphic Technologies
Munters
Net Insight
New Wave Group
Nibe Industrier
Niscayah Group (fd Securitas Systems)
Orc Software
PA Resources
Peab
Peab Industri
Q-Med
Retail and Brands

Sectra
Securitas Direct
Semcon
SkiStar
Studsvik
Sweco
Systemair
TradeDoubler
Tricorona
Wallenstam
VBG Group
Wihlborgs
ÅF (fd Ångpanneföreningen)

Företag från OMX Stockholm Small Cap

AcadeMedia
Acando
A-Com
AddNode
Anoto Group
Artimplant
Aspiro
AudioDev
Beijer Electronics
Bergs Timber
BioGaia
BioInvent International
Biolin
BioPhausia
Biotage
Bong Ljungdahl
Borås Wärfveri
Brio
BTS Group
Carl Lamm
Cash Guard
Catena
Concordia Maritime
Connecta
Consilium
CTT Systems
Cybercom Group Europe
Dagon
Diamyd Medical
Digital Vision
Din Bostad
Diös
Doro
Duroc

Elanders
ElektronikGruppen BK
Enea
Expanda
Feelgood
Fenix Outdoor
Fingerprint Cards
HL Display
HMS Networks
Human Care
IBS
Intellecta
Jeeves
Kabe
Karo Bio
Know IT
Lagercrantz Group
Ledstiernan
LinkMed
Malmbergs Elektriska
Medivir
Midelfart Sonesson
Mobyson
Modul 1
MultiQ International
Nederman Holding
NetOnNet
Nexus
Nilörngruppen
Nocom
Nolato
Nordic Service Partners
NOTE
NovaCast Technologies

Novestra
Novotek
OEM International
Opcon
Orexo
Ortivus
PartnerTech
Phonera
Poolia
Precise Biometrics
Prevas
Pricer
Proact IT Group
Probi
Proffice
ProfilGruppen
RaySearch Laboratories
ReadSoft
Rederi AB Transatlantic
Rejlerkoncernen
Rottneros

Rörvik Timber
Sagax
Scribona
Sensys Traffic
SinterCast
Softronic
Svedbergs
Svithoid Tankers
Teleca
Teligent
Thalamus Networks
Ticket Travel Group
Tilgin
Traction
Uniflex
Wedins Skor & Accessoarer
Westergyllen
Vitrolife
XANO Industri
XPonCard Group
Zodiak Television

Företag från NGM Equity

3L System
AIK Fotboll
Arcam
Arena Personal
Avalon Enterprise
Benchmark Oil & Gas
Betting Promotion Sweden
C2SAT Holding
Catech
Central Asia Gold
Chemel
Confidence International
Countermine
Enaco
European Institute of Science
Firefly
Generic Sweden
Gexco
Ginger Oil
Glycorex Transplantation
Hebi Health Care
International Gold Exploration
LifeAssays
MediRox
Megacon
Micro Systemation
Net Entertainment

NGM Holding
NGS Group
Oasmia Pharmaceutical
Obducat
PanAlarm
Panaxia Security
Paradox Entertainment
Paynova
PolyPlank
Precio Systemutveckling
SBC Sveriges BostadsrättsCentrum
Scandinavian Clinical Nutrition
Tatura
Tele5 Voice Services
TMG International
Tretti
Wayfinder Systems

Bilaga 2

Företag som exkluderats

Bortfallsföretag

Aerocrine
Corem Property Group
Guideline Oil Drilling Technology
MSC
Push Development
Rezidor Hotel Group
Sharpview
Sigma
Tele2

Anledning

Ofullständig data för 2007
Ofullständig data för 2007
Ofullständig data för 2007
Förlust under 2007 men ändock utdelning
Ofullständig data för 2007
Utdelning i utländsk valuta
Ofullständig data för 2007
Förlust under 2007 men ändock utdelning
Förlust under 2007 men ändock utdelning

Bilaga 3

Regression med alla institutionella ägare

Dependent Variable: UTD				
Method: Least Squares				
Date: 05/16/08 Time: 15:12				
Sample: 1 261				
Included observations: 261				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	28.08532	33.33157	0.842604	0.4002
NETRES	0.377007	0.10070	3.743869	0.0002
FORS	0.013072	0.007629	1.713509	0.0878
SKULDS	-0.538687	1.609967	-0.334595	0.7382
ALLINST	-3.411693	1.687531	-2.021707	0.0442
R-squared	0.884869	Mean dependent var		339.8228
Adjusted R-squared	0.883070	S.D. dependent var		1335.849
S.E. of regression	456.7943	Akaike info criterion		15.10531
Sum squared resid	53417233	Schwarz criterion		15.17360
Log likelihood	-1966.244	Hannan-Quinn criter.		15.13276
F-statistic	491.8872	Durbin-Watson stat		1.990421
Prob(F-statistic)	0.000000			

Bilaga 4

Ramsey RESET Test

Ramsey RESET Test:				
F-statistic	0.009739	Prob. F(1,255)	0.9215	
Log likelihood ratio	0.009968	Prob. ChiSquare(1)	0.9205	
Test Equation:				
Dependent Variable: UTD				
Method: Least Squares				
Date: 05/16/08 Time: 15:17				
Sample: 1 261				
Included observations: 261				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	28.33001	27.32732	1.036692	0.3009
NETRES	0.374578	0.163031	2.297590	0.0224
FORS	0.013023	0.006830	1.906709	0.0577
SKULDS	-0.529041	1.801374	-0.293688	0.7692
ALLINST	-3.380066	2.340472	-1.444182	0.1499
FITTED^2	7.34E-07	3.12E-05	0.023567	0.9812
R-squared	0.884873	Mean dependent var	339.8228	
Adjusted R-squared	0.882616	S.D. dependent var	1335.849	
S.E. of regression	457.6804	Akaike info criterion	15.11294	
Sum squared resid	53415193	Schwarz criterion	15.19488	
Log likelihood	-1966.239	Hannan-Quinn criter.	15.14588	
F-statistic	391.9896	Durbin-Watson stat	1.991467	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Bilaga 5

Whites heteroskedasticity test utan korsprodukter

Heteroskedasticity Test: White				
F-statistic	17.63856	Prob. F(4,256)		0.0000
Obs*R-squared	56.39081	Prob. ChiSquare(4)		0.0000
Scaled explained SS	2373.247	Prob. ChiSquare(4)		0.0000
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 05/16/08 Time: 15:19				
Sample: 1 261				
Included observations: 261				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	106950.2	93867.15	1.139379	0.2556
NETRES^2	0.019116	0.016244	1.176763	0.2404
FORS^2	1.32E-05	5.91E-05	0.222907	0.8238
SKULDS^2	-44.24693	40.10326	-1.103325	0.2709
ALLINST^2	-50.05377	49.40151	-1.013203	0.3119
R-squared	0.216057	Mean dependent var		204663.7
Adjusted R-squared	0.203808	S.D. dependent var		1918038.
S.E. of regression	1711458.	Akaike info criterion		31.56256
Sum squared resid	7.50E+14	Schwarz criterion		31.63085
Log likelihood	-4113.914	Hannan-Quinn criter.		31.59001
F-statistic	17.63856	Durbin-Watson stat		1.995099
Prob(F-statistic)	0.000000			

Bilaga 6

Chow Forecast Test: Forecast from 131 to 261				
F-statistic	0.637342	Prob. F(131,125)	0.9944	
Log likelihood ratio	133.5239	Prob. Chi-Square(131)	0.4223	
Test Equation:				
Dependent Variable: UTD				
Method: Least Squares				
Date: 05/20/08 Time: 13:40				
Sample: 1 130				
Included observations: 130				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	76.82793	59.66042	1.287754	0.2002
NETRES	0.595709	0.204461	2.913553	0.0042
FORS	-0.013271	0.016316	-0.813379	0.4175
SKULDS	-24.46780	56.16896	-0.435611	0.6639
ALLINST	-3.107897	2.485127	-1.250599	0.2134
R-squared	0.849373	Mean dependent var	313.3333	
Adjusted R-squared	0.844553	S.D. dependent var	1283.822	
S.E. of regression	506.1698	Akaike info criterion	15.32932	
Sum squared resid	32025987	Schwarz criterion	15.43961	
Log likelihood	-991.4061	Hannan-Quinn criter.	15.37414	
F-statistic	176.2160	Durbin-Watson stat	2.032637	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Bilaga 7

VIF

36+Predictor	Coef	SE Coef	T	P	VIF
C	28,09	44,94	0,62	0,53	
NETRES	0,37701	0,02029	18,6	0	3
FORS	0,01307	0,00186	7,02	0	3
SKULDS	-0,539	7,788	-0,1	0,95	1
ALLINST	-3,412	1,541	-2,2	0,03	1

Bilaga 8 Regression med försäkringsbolag som ägare

Dependent Variable: UTD				
Method: Least Squares				
Date: 05/16/08 Time: 17:14				
Sample: 1 261				
Included observations: 261				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-38.73325	23.97443	-1.615607	0.1074
NETRES	0.380207	0.102264	3.717897	0.0002
FORS	0.012290	0.007833	1.568942	0.1179
SKULDS	0.516032	1.332627	0.387229	0.6989
FORSAK	-3.434265	4.119890	-0.833582	0.4053
R-squared	0.882741	Mean dependent var		339.8228
Adjusted R-squared	0.880908	S.D. dependent var		1335.849
S.E. of regression	460.9968	Akaike info criterion		15.12363
Sum squared resid	54404615	Schwarz criterion		15.19192
Log likelihood	-1968.634	Hannan-Quinn criter.		15.15108
F-statistic	481.7985	Durbin-Watson stat		2.041622
Prob(F-statistic)	0.000000			

Bilaga 9

Ramsey RESET Test med försäkringsbolag som ägare

Ramsey RESET Test:				
F-statistic	0.022747	Prob. F(1,255)		0.8802
Log likelihood ratio	0.023281	Prob. Chi-Square(1)		0.8787
Test Equation:				
Dependent Variable: UTD				
Method: Least Squares				
Date: 05/16/08 Time: 17:18				
Sample: 1 261				
Included observations: 261				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-37.51520	20.88019	-1.796688	0.0736
NETRES	0.376425	0.166490	2.260947	0.0246
FORS	0.012229	0.007090	1.724678	0.0858
SKULDS	0.513253	1.288244	0.398413	0.6907
FORSAK	-3.340005	5.419039	-0.616346	0.5382
FITTED^2	1.13E-06	3.15E-05	0.035763	0.9715
R-squared	0.882751	Mean dependent var		339.8228
Adjusted R-squared	0.880452	S.D. dependent var		1335.849
S.E. of regression	461.8792	Akaike info criterion		15.13120
Sum squared resid	54399763	Schwarz criterion		15.21315
Log likelihood	-1968.622	Hannan-Quinn criter.		15.16414
F-statistic	383.9720	Durbin-Watson stat		2.042672
Prob(F-statistic)	0.000000			

Bilaga 10

Whites heteroskedasticity test utan korsprodukter

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	17.76169	Prob. F(4,256)	0.0000
Obs*R-squared	56.69895	Prob. Chi-Square(4)	0.0000
Scaled explained SS	2406.126	Prob. Chi-Square(4)	0.0000

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 05/16/08 Time: 17:17

Sample: 1 261

Included observations: 261

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	69732.48	61163.95	1.140091	0.2553
NETRES^2	0.019098	0.016613	1.149568	0.2514
FORS^2	1.86E-05	6.15E-05	0.302045	0.7629
SKULDS^2	-23.48827	21.98108	-1.068568	0.2863
FORSAK^2	-479.4525	475.9385	-1.007383	0.3147

R-squared	0.217237	Mean dependent var	208446.8
Adjusted R-squared	0.205007	S.D. dependent var	1961625.
S.E. of regression	1749032.	Akaike info criterion	31.60599
Sum squared resid	7.83E+14	Schwarz criterion	31.67428
Log likelihood	-4119.582	Hannan-Quinn criter.	31.63344
F-statistic	17.76169	Durbin-Watson stat	2.008675
Prob(F-statistic)	0.000000		

Bilaga 11

Chow Forecast Test: Forecast from 131 to 261				
F-statistic	0.652063		Prob. F(131,125)	0.9920
Log likelihood ratio	135.9270		Prob. Chi-Square(131)	0.3663
Test Equation:				
Dependent Variable: UTD				
Method: Least Squares				
Date: 05/20/08 Time: 13:42				
Sample: 1 130				
Included observations: 130				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	36.70923	40.34275	0.909934	0.3646
NETRES	0.602728	0.209279	2.880027	0.0047
FORS	-0.014706	0.016884	-0.870959	0.3854
SKULDS	-43.21095	61.95175	-0.697494	0.4868
FORSAK	-7.806416	6.539419	-1.193748	0.2348
R-squared	0.847995	Mean dependent var		313.3333
Adjusted R-squared	0.843131	S.D. dependent var		1283.822
S.E. of regression	508.4802	Akaike info criterion		15.33843
Sum squared resid	32319018	Schwarz criterion		15.44872
Log likelihood	-991.9981	Hannan-Quinn criter.		15.38325
F-statistic	174.3349	Durbin-Watson stat		2.082558
Prob(F-statistic)	0.000000			

Bilaga 12

VIF

Predictor	Coef	SE Coef	T	P	VIF
C	-38,73	34,62	-1,1	0,26	
NETRES	0,38021	0,02043	18,6	0	3
FORS	0,01229	0,00185	6,66	0	3
SKULDS	0,516	7,862	0,07	0,95	1
FORSAK	-3,434	8,467	-0,4	0,69	1

Bilaga 13

Regression med pensionsrelaterade företag som ägare

Dependent Variable: UTD

Method: Least Squares

Date: 05/16/08 Time: 17:20

Sample: 1 261

Included observations: 261

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-37.46811	20.16763	-1.857834	0.0643
NETRES	0.379908	0.102016	3.723983	0.0002
FORS	0.012422	0.007816	1.589310	0.1132
SKULDS	0.204013	1.484977	0.137384	0.8908
PENS	-2.416896	4.352043	-0.555348	0.5791
R-squared	0.882718	Mean dependent var		339.8228
Adjusted R-squared	0.880885	S.D. dependent var		1335.849
S.E. of regression	461.0422	Akaike info criterion		15.12383
Sum squared resid	54415338	Schwarz criterion		15.19211
Log likelihood	-1968.659	Hannan-Quinn criter.		15.15128
F-statistic	481.6910	Durbin-Watson stat		2.037370
Prob(F-statistic)	0.000000			

Bilaga 14

Ramseys RESET Test

Ramsey RESET Test:

F-statistic	0.017126	Prob. F(1,255)	0.8960
Log likelihood ratio	0.017528	Prob. Chi-Square(1)	0.8947

Test Equation:

Dependent Variable: UTD

Method: Least Squares

Date: 05/16/08 Time: 17:23

Sample: 1 261

Included observations: 261

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-36.67601	19.20721	-1.909492	0.0573
NETRES	0.376632	0.166749	2.258673	0.0247
FORS	0.012360	0.006965	1.774520	0.0772
SKULDS	0.213227	1.594084	0.133761	0.8937
PENS	-2.284261	5.285294	-0.432192	0.6660
FITTED^2	9.84E-07	3.17E-05	0.031024	0.9753

R-squared	0.882725	Mean dependent var	339.8228
Adjusted R-squared	0.880426	S.D. dependent var	1335.849
S.E. of regression	461.9298	Akaike info criterion	15.13142
Sum squared resid	54411684	Schwarz criterion	15.21337
Log likelihood	-1968.651	Hannan-Quinn criter.	15.16436
F-statistic	383.8767	Durbin-Watson stat	2.038541
Prob(F-statistic)	0.000000		

Bilaga 15

Whites heteroskedasticity test utan korsprodukter

Heteroskedasticity Test: White				
F-statistic	17.76019	Prob. F(4,256)		0.0000
Obs*R-squared	56.69520	Prob. Chi-Square(4)		0.0000
Scaled explained SS	2408.145	Prob. Chi-Square(4)		0.0000
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 05/16/08 Time: 17:22				
Sample: 1 261				
Included observations: 261				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	69940.48	57227.36	1.222151	0.2228
NETRES^2	0.019131	0.016639	1.149770	0.2513
FORS^2	1.91E-05	6.15E-05	0.310969	0.7561
SKULDS^2	-29.98410	25.99276	-1.153556	0.2498
PENS^två	-261.9617	253.4204	-1.033704	0.3022
R-squared	0.217223	Mean dependent var		208487.9
Adjusted R-squared	0.204992	S.D. dependent var		1962900.
S.E. of regression	1750184.	Akaike info criterion		31.60731
Sum squared resid	7.84E+14	Schwarz criterion		31.67560
Log likelihood	-4119.754	Hannan-Quinn criter.		31.63476
F-statistic	17.76019	Durbin-Watson stat		2.004715
Prob(F-statistic)	0.000000			

Bilaga 16

Chow Forecast Test: Forecast from 131 to 261				
F-statistic	0.647470	Prob. F(131,125)	0.9928	
Log likelihood ratio	135.1797	Prob. Chi-Square(131)	0.3834	
Test Equation:				
Dependent Variable: UTD				
Method: Least Squares				
Date: 05/20/08 Time: 13:42				
Sample: 1 130				
Included observations: 130				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	22.44726	34.20879	0.656184	0.5129
NETRES	0.603322	0.209412	2.881026	0.0047
FORS	-0.014776	0.017253	-0.856423	0.3934
SKULDS	-48.11766	64.26466	-0.748742	0.4554
PENS	-0.064878	9.930276	-0.006533	0.9948
R-squared	0.847529	Mean dependent var	313.3333	
Adjusted R-squared	0.842650	S.D. dependent var	1283.822	
S.E. of regression	509.2589	Akaike info criterion	15.34149	
Sum squared resid	32418080	Schwarz criterion	15.45178	
Log likelihood	-992.1970	Hannan-Quinn criter.	15.38631	
F-statistic	173.7067	Durbin-Watson stat	2.094547	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Bilaga 17

VIF

Predictor	Coef	SE Coef	T	P	VIF
C	-37,47	38,37	-1	0,33	
NETRES	0,37991	0,02047	18,6	0	3
FORS	0,01242	0,0019	6,53	0	3
SKULDS	0,204	7,86	0,03	0,98	1
PENS	-2,417	7,157	-0,3	0,74	1

Bilaga 18

Regression med fondförvaltare som ägare

Dependent Variable: UTD

Method: Least Squares

Date: 05/16/08 Time: 17:24

Sample: 1 261

Included observations: 261

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-30.26316	23.17638	-1.305776	0.1928
NETRES	0.379934	0.102140	3.719732	0.0002
FORS	0.012304	0.007828	1.571881	0.1172
SKULDS	0.064386	1.528789	0.042115	0.9664
FOND	-1.801893	1.731583	-1.040605	0.2990
R-squared	0.882771	Mean dependent var		339.8228
Adjusted R-squared	0.880940	S.D. dependent var		1335.849
S.E. of regression	460.9361	Akaike info criterion		15.12337
Sum squared resid	54390302	Schwarz criterion		15.19165
Log likelihood	-1968.599	Hannan-Quinn criter.		15.15082
F-statistic	481.9421	Durbin-Watson stat		2.039868
Prob(F-statistic)	0.000000			

Bilaga 19

Ramsey RESET Test

Ramsey RESET Test:				
F-statistic	0.025576	Prob. F(1,255)	0.8731	
Log likelihood ratio	0.026176	Prob. Chi-Square(1)	0.8715	
Test Equation:				
Dependent Variable: UTD				
Method: Least Squares				
Date: 05/16/08 Time: 17:26				
Sample: 1 261				
Included observations: 261				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-29.11405	18.59455	-1.565730	0.1187
NETRES	0.375938	0.165738	2.268271	0.0241
FORS	0.012239	0.007084	1.727681	0.0853
SKULDS	0.072738	1.607384	0.045253	0.9639
FOND	-1.762136	2.091187	-0.842649	0.4002
FITTED^2	1.19E-06	3.14E-05	0.038004	0.9697
R-squared	0.882783	Mean dependent var	339.8228	
Adjusted R-squared	0.880485	S.D. dependent var	1335.849	
S.E. of regression	461.8159	Akaike info criterion	15.13093	
Sum squared resid	54384847	Schwarz criterion	15.21287	
Log likelihood	-1968.586	Hannan-Quinn criter.	15.16387	
F-statistic	384.0913	Durbin-Watson stat	2.041010	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Bilaga 20

Whites heteroskedasticity test utan korsprodukter

Ramsey RESET Test:				
F-statistic	0.025576	Prob. F(1,255)	0.8731	
Log likelihood ratio	0.026176	Prob. Chi-Square(1)	0.8715	
Test Equation:				
Dependent Variable: UTD				
Method: Least Squares				
Date: 05/16/08 Time: 17:26				
Sample: 1 261				
Included observations: 261				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-29.11405	18.59455	-1.565730	0.1187
NETRES	0.375938	0.165738	2.268271	0.0241
FORS	0.012239	0.007084	1.727681	0.0853
SKULDS	0.072738	1.607384	0.045253	0.9639
FOND	-1.762136	2.091187	-0.842649	0.4002
FITTED^2	1.19E-06	3.14E-05	0.038004	0.9697
R-squared	0.882783	Mean dependent var	339.8228	
Adjusted R-squared	0.880485	S.D. dependent var	1335.849	
S.E. of regression	461.8159	Akaike info criterion	15.13093	
Sum squared resid	54384847	Schwarz criterion	15.21287	
Log likelihood	-1968.586	Hannan-Quinn criter.	15.16387	
F-statistic	384.0913	Durbin-Watson stat	2.041010	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Bilaga 21

Chow Forecast Test: Forecast from 131 to 261				
F-statistic	0.646780	Prob. F(131,125)	0.9930	
Log likelihood ratio	135.0671	Prob. Chi-Square(131)	0.3860	
Test Equation:				
Dependent Variable: UTD				
Method: Least Squares				
Date: 05/20/08 Time: 13:44				
Sample: 1 130				
Included observations: 130				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	25.04487	38.45495	0.651278	0.5161
NETRES	0.603082	0.210125	2.870108	0.0048
FORS	-0.014752	0.017039	-0.865756	0.3883
SKULDS	-47.48904	63.99692	-0.742052	0.4594
FOND	-0.379076	2.675985	-0.141659	0.8876
R-squared	0.847533	Mean dependent var	313.3333	
Adjusted R-squared	0.842654	S.D. dependent var	1283.822	
S.E. of regression	509.2516	Akaike info criterion	15.34146	
Sum squared resid	32417143	Schwarz criterion	15.45175	
Log likelihood	-992.1951	Hannan-Quinn criter.	15.38628	
F-statistic	173.7126	Durbin-Watson stat	2.093176	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Bilaga 22

VIF

Predictor	Coef	SE Coef	T	P	VIF
C	-30,26	43,69	-0,7	0,49	
NETRES	0,37993	0,02044	18,6	0	3
FORS	0,0123	0,00185	6,67	0	3
SKULDS	0,064	7,869	0,01	0,99	1
FOND	-1,802	3,742	-0,5	0,63	1

Bilaga 23

Regression med de övriga institutionella ägarna

Dependent Variable: UTD				
Method: Least Squares				
Date: 05/16/08 Time: 17:27				
Sample: 1 261				
Included observations: 261				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-9.321229	22.64592	-0.411608	0.6810
NETRES	0.378129	0.100896	3.747720	0.0002
FORS	0.012909	0.007612	1.695770	0.0911
SKULDS	-0.102753	1.397512	-0.073525	0.9414
OINST	-4.531031	2.136748	-2.120527	0.0349
R-squared	0.885139	Mean dependent var		339.8228
Adjusted R-squared	0.883344	S.D. dependent var		1335.849
S.E. of regression	456.2580	Akaike info criterion		15.10297
Sum squared resid	53291875	Schwarz criterion		15.17125
Log likelihood	-1965.937	Hannan-Quinn criter.		15.13041
F-statistic	493.1949	Durbin-Watson stat		1.986878
Prob(F-statistic)	0.000000			

Bilaga 24

Ramseys RESET Test

Ramsey RESET Test:				
F-statistic	0.059933	Prob. F(1,255)	0.8068	
Log likelihood ratio	0.061336	Prob. Chi-Square(1)	0.8044	
Test Equation:				
Dependent Variable: UTD				
Method: Least Squares				
Date: 05/16/08 Time: 17:31				
Sample: 1 261				
Included observations: 261				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-7.693425	13.65528	-0.563403	0.5737
NETRES	0.372110	0.162137	2.295040	0.0225
FORS	0.012794	0.006803	1.880513	0.0612
SKULDS	-0.090923	1.475006	-0.061642	0.9509
OINST	-4.449299	2.767451	-1.607724	0.1091
FITTED^2	1.81E-06	3.06E-05	0.059247	0.9528
R-squared	0.885166	Mean dependent var	339.8228	
Adjusted R-squared	0.882914	S.D. dependent var	1335.849	
S.E. of regression	457.0981	Akaike info criterion	15.11039	
Sum squared resid	53279352	Schwarz criterion	15.19234	
Log likelihood	-1965.906	Hannan-Quinn criter.	15.14333	
F-statistic	393.1190	Durbin-Watson stat	1.989349	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Bilaga 25

Whites heteroskedasticity test utan korsprodukter

Heteroskedasticity Test: White				
F-statistic	17.15314		Prob. F(4,256)	0.0000
Obs*R-squared	55.16693		Prob. Chi-Square(4)	0.0000
Scaled explained SS	2331.522		Prob. Chi-Square(4)	0.0000
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 05/16/08 Time: 17:32				
Sample: 1 261				
Included observations: 261				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	78785.61	68970.67	1.142306	0.2544
NETRES^2	0.019100	0.016310	1.171031	0.2427
FORS^2	1.07E-05	6.00E-05	0.177991	0.8589
SKULDS^2	-33.84344	30.64789	-1.104267	0.2705
OINST^2	-46.20552	58.12534	-0.794929	0.4274
R-squared	0.211368	Mean dependent var		204183.4
Adjusted R-squared	0.199045	S.D. dependent var		1917565.
S.E. of regression	1716145.	Akaike info criterion		31.56803
Sum squared resid	7.54E+14	Schwarz criterion		31.63632
Log likelihood	-4114.628	Hannan-Quinn criter.		31.59548
F-statistic	17.15314	Durbin-Watson stat		2.004888
Prob(F-statistic)	0.000000			

Bilaga 26

Chow Forecast Test: Forecast from 131 to 261				
F-statistic	0.633824	Prob. F(131,125)		0.9949
Log likelihood ratio	132.9464	Prob. Chi-Square(131)		0.4361
Test Equation:				
Dependent Variable: UTD				
Method: Least Squares				
Date: 05/20/08 Time: 13:46				
Sample: 1 130				
Included observations: 130				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	40.46496	44.08860	0.917810	0.3605
NETRES	0.599779	0.206382	2.906154	0.0043
FORS	-0.013822	0.016454	-0.840048	0.4025
SKULDS	-29.28001	59.25185	-0.494162	0.6221
OINST	-3.575688	3.106360	-1.151086	0.2519
R-squared	0.849394	Mean dependent var		313.3333
Adjusted R-squared	0.844574	S.D. dependent var		1283.822
S.E. of regression	506.1352	Akaike info criterion		15.32919
Sum squared resid	32021602	Schwarz criterion		15.43948
Log likelihood	-991.3972	Hannan-Quinn criter.		15.37400
F-statistic	176.2444	Durbin-Watson stat		2.054887
Prob(F-statistic)	0.000000			

Bilaga 27

VIF

Predictor	Coef	SE Coef	T	P	VIF
C	-9,32	33,97	-0,3	0,78	
NETRES	0,37813	0,02023	18,7	0	3
FORS	0,01291	0,00185	7	0	3
SKULDS	-0,103	7,771	-0	0,99	1
OINST	-4,531	1,93	-2,4	0,02	1

Bilaga 28 Data

Företagsnamn	NETRES (Mkr)	SKULDS (%)	UTD (Mkr)	ALLINST (%)	FORSÄK (%)	PENS (%)	FOND (%)	OINST (%)	Börs
3L System	2,08	0,00	2,35	7,9	0	3	4,6	0,3	NGM
AarhusKarlshamn	319,00	0,00	165,54	32,1	1,1	13,1	16,2	1,7	Mid cap
AcadeMedia	27,00	0,00	0,00	61,6	0	0	1,7	59,9	Small cap
Acando	109,00	0,06	39,28	29,7	5,8	2,2	11	10,7	Small cap
A-Com	11,11	0,58	0,00	15,5	0	1,4	3,5	10,6	Small cap
Active Biotech	-207,70	0,00	0,00	16,2	1	1	13,8	0,4	Mid cap
AddNode	45,50	0,01	22,43	8,7	0	2	5,7	1	Small cap
Addtech	256,00	0,61	141,80	32,4	3,4	11,1	17,5	0,4	Mid cap
AIK Fotboll	14,22	1,28	0,00	0,4	0	0,4	0	0	NGM
Alfa Laval	3180,00	0,55	1005,05	35,6	4,3	11,6	19	0,7	Large cap
Anoto Group	-7,55	0,00	0,00	25,6	1	2,1	20,6	1,9	Small cap
Arcam	2,31	0,00	0,00	34,4	8,9	0,7	24,8	0	NGM
Arena Personal	10,80	0,00	5,26	13,4	1,9	0,6	10,9	0	NGM
Artimplant	-13,45	0,00	0,00	19,1	12,5	1,8	4,8	0	Small cap
Aspiro	7,71	0,00	0,00	7	0	2,5	4,5	0	Small cap
Assa Abloy	3368,00	0,94	1317,30	48,7	1,7	8,2	10,7	28,1	Large cap
Atlas Copco	7469,00	1,68	3688,84	42,7	1,4	7,6	12	21,7	Large cap
Atrium Ljungberg	1635,90	0,81	266,44	15,3	5,6	8,5	1,2	0	Mid cap
AudioDev	-54,70	0,00	0,00	8,3	2,9	2,6	2,8	0	Small cap
Avalon Enterprise	11,00	0,03	0,00	9	8,6	0,4	0	0	NGM
Axfood	781,00	0,45	629,61	10,2	1,8	1,6	6,4	0,4	Large cap
Axis	258,76	0,01	86,72	17,1	2	1,4	13	0,7	Large cap
B&B Tools	290,00	0,97	113,75	27,4	0,9	6,8	17	2,7	Mid cap
Ballingslöv	211,40	1,29	69,72	38,2	18,1	0,7	19,4	0	Mid cap
BE Group	352,90	1,01	175,00	49,6	6	11,7	11,3	20,6	Mid cap
Beijer Alma	205,50	0,00	13,72	18,3	3	1,2	9,4	4,7	Mid cap
Beijer Electronics	60,59	0,74	24,89	37	6,5	4,2	12,5	13,8	Small cap
Benchmark Oil & Gas	-26,16	0,00	0,00	4,1	0	3,3	0,8	0	NGM
Bergs Timber	103,40	0,75	12,07	2,4	0	1,7	0	0,7	Small cap
Betsson	190,90	0,00	0,00	4,6	1,1	1,5	0,4	1,6	Mid cap
Betting Promotion Sweden	49,50	0,00	19,98	4,9	0	2,1	2,8	0	NGM
Bilia	100,00	0,92	171,67	46,2	0,9	3,6	16,7	25	Mid cap
Billerud	336,00	1,15	186,70	10,2	1,2	0,5	8,5	0	Mid cap
BioGaia	19,66	0,00	0,00	6,7	2,1	0,9	2,9	0,8	Small cap
BioInvent International	-16,09	0,00	0,00	32,4	1,1	7,7	12	11,6	Small cap
Biolin	-30,97	0,18	0,00	5,9	0	3,2	0,7	2	Small cap
BioPhausia	36,83	0,00	0,00	21,5	0	14,1	6,5	0,9	Small cap
Biotage	99,37	0,09	0,00	32,4	1,1	7,7	12	11,6	Small cap
Biovitrum	79,00	0,00	0,00	36,4	0	1	6,1	29,3	Mid cap
Björn Borg	102,09	0,00	37,56	21,5	0	1,6	19,9	0	Mid cap
Boliden	3787,00	0,50	1157,83	30,8	9,8	5,9	13,6	1,5	Large cap

Bong Ljungdahl	15,90	1,49	13,13	39,8	9,2	0	5,1	25,5	Small cap
Borås Wärfveri	-115,40	0,00	0,00	2,6	0	1,5	0,7	0,4	Small cap
Brinova	351,20	0,14	125,51	3,9	0	0,6	3	0,3	Mid cap
Brio	-82,60	3,96	0,00	67,6	0	0	6,7	60,9	Small cap
Broström	426,50	1,95	197,39	39	0,4	1,1	7,9	29,6	Mid cap
BTS Group	48,83	0,32	21,66	19	0	5,4	13,6	0	Small cap
C2SAT Holding	-23,80	0,02	0,00	7,6	1,9	5,7	0	0	NGM
Cardo	170,00	0,48	270,00	33,1	11,4	5,2	16,1	0,4	Mid cap
Carl Lamm	34,80	0,66	0,00	22,1	1,9	0	20,2	0	Small cap
Cash Guard	-21,12	0,00	0,00	8,3	0	2,7	5,6	0	Small cap
Castellum	1487,00	1,12	516,02	29,9	8,1	9,1	12,2	0,5	Large cap
Catech	2,17	0,00	0,00	4,6	0	4,6	0	0	NGM
Catena	216,20	1,22	60,71	21,8	2,5	0	18,9	0,4	Small cap
Central Asia Gold	-1,88	0,00	0,00	7,4	0,5	1,1	5,8	0	NGM
Chemel	-4,26	0,00	0,00	1,2	0,5	0,7	0	0	NGM
Cision	79,52	0,64	18,64	50,9	7,5	5,3	38,1	0	Mid cap
Clas Ohlson	385,80	0,00	295,20	10,9	5,5	2,7	2,7	0	Mid cap
Cloetta Fazer	250,00	0,00	0,00	2,7	0	0,4	2,3	0	Mid cap
Concordia Maritime	62,90	0,00	47,73	8,1	0	0,3	6	1,8	Small cap
Confidence International	-25,80	0,00	0,00	3,1	0	2,5	0	0,6	NGM
Connecta	68,40	0,06	68,45	26,3	8	1,5	16,4	0,4	Small cap
Consilium	30,60	0,60	8,10	6,5	0	0	6,5	0	Small cap
Countermine	-14,49	0,00	0,00	16,9	6,7	5,8	4,4	0	NGM
CTT Systems	-7,79	1,21	0,00	26,3	4,7	1,2	18,6	1,8	Small cap
Cybercom Group Europe	67,00	0,49	0,00	29	12,1	2,8	13,8	0,3	Small cap
Dagon	193,10	2,07	78,52	17,9	0	0,9	1,3	15,7	Small cap
Diamyd Medical	-53,21	0,00	0,00	4	0,4	3,3	0	0,3	Small cap
Digital Vision	5,77	0,00	0,00	6,6	0	2,3	3,8	0,5	Small cap
Din Bostad	147,60	3,18	17,30	14,1	0	3,7	5,2	5,2	Small cap
Diös	139,00	1,98	47,56	35,4	5,3	0	10,8	19,3	Small cap
Doro	8,00	0,20	0,00	6,4	0	0,3	1,4	4,7	Small cap
Duni	571,00	0,00	84,60	48,8	0	1,4	8	39,4	Mid cap
Duroc	15,97	0,16	10,99	57,1	0	2,6	2,3	52,2	Small cap
Elanders	172,20	1,02	43,94	37,8	0	6,6	17,2	14	Small cap
Electrolux	2925,00	0,66	1312,91	55,7	0,9	15	8,8	31	Large cap
Elekta	346,00	0,53	92,52	22	0,9	6,4	13,6	1,1	Large cap
ElektronikGruppen BK	15,80	0,43	11,75	8,6	0	1,5	7,1	0	Small cap
Enaco	5,10	0,00	0,00	2,4	0	0,9	0	1,5	NGM
Enea	71,20	0,00	0,00	4,6	0	2,8	1,3	0,5	Small cap
Eniro	1304,00	2,69	843,81	17,2	1,1	4,5	8,3	3,3	Large cap
Ericsson	22135,00	0,25	8066,13	46,4	1	7,4	4,5	33,5	Large cap
EIS	2,80	0,00	0,00	1,5	0	1,5	0	0	NGM
Expanda	42,00	0,40	25,34	40	0,4	4,6	9,2	25,8	Small cap
Fabege	1812,00	1,51	713,84	12,2	0,9	3	3,6	4,7	Large cap

Fagerhult	135,00	0,92	57,83	74,1	0	3,1	2,8	68,2	Mid cap
Fast Partner	363,80	1,45	93,99	11,2	0	1,2	10	0	Mid cap
Feelgood	11,56	0,30	0,00	7,6	0	1,1	4,2	2,3	Small cap
Fenix Outdoor	81,90	0,24	26,55	1	0	0	1	0	Small cap
Fingerprint Cards	-34,20	0,00	0,00	2	0	2	0	0	Small cap
Firefly	4,20	0,00	3,60	0,5	0	0,5	0	0	NGM
G & L Beijer	212,50	0,96	74,66	23,9	0,6	4,3	18,7	0,3	Mid cap
Generic Sweden	-2,86	0,61	0,00	13,2	0	0,6	11,3	1,3	NGM
Getinge	1261,00	1,71	514,78	18	2,9	5,9	9,2	0	Large cap
Gexco	-23,57	0,00	0,00	5,1	0	5,1	0	0	NGM
Ginger Oil	-2,00	0,10	0,00	5,3	0	1	2,8	1,5	NGM
Glycorex Transplantation	-5,01	0,00	0,00	3,3	0,3	1,2	1,4	0,4	NGM
Gunnebo	127,70	1,73	72,82	55,2	10,6	6,6	9	29	Mid cap
Gunnebo Industrier	122,40	1,31	52,63	48,3	12,4	0,6	20,7	14,6	Mid cap
Haldex	141,00	0,96	100,33	29,2	1	13,7	10,3	4,2	Mid cap
Heba	258,10	0,25	38,53	13,2	0	4,7	1,5	7	Mid cap
Hebi Health Care	-128,70	0,00	0,00	0,6	0,3	0,3	0	0	NGM
Hemtex	159,53	0,11	142,29	40,6	0	15,8	11,8	13	Mid cap
Hennes & Mauritz	13588,00	0,00	11585,50	8,6	0,3	4,4	3,9	0	Large cap
Hexagon	1811,00	1,04	623,57	62,8	4,2	3	9,2	46,4	Large cap
HiQ International	131,65	0,04	0,00	31,2	0	7,4	20,6	3,2	Mid cap
HL Display	108,24	0,28	10,67	31,9	0	2,8	9	20,1	Small cap
HMS Networks	29,77	0,00	10,57	33	0	0,3	22	10,7	Small cap
Holmen	1505,00	0,25	1017,07	58,4	0	0,9	1,9	55,6	Large cap
Home Properties	635,40	0,95	69,10	3,6	0	2,7	0,9	0	Mid cap
Hufvudstaden	2400,90	0,29	369,73	91,1	2,3	0,4	0,4	88	Large cap
Human Care	58,70	0,35	0,00	11,1	0	1,7	4,4	5	Small cap
Husqvarna	2036,00	0,00	866,56	71,2	5	11,8	13,2	41,2	Large cap
Höganäs	431,00	0,40	219,37	31,9	7,9	7,6	8,3	8,1	Mid cap
IBS	-3,50	0,35	0,00	11,6	0	1,8	4,4	5,4	Small cap
IFS	122,00	0,23	26,95	37,9	0	5	12,6	20,3	Mid cap
Indutrade	419,00	0,72	210,00	67,4	10,8	2,2	7,5	46,9	Mid cap
Intellecta	34,74	0,19	12,77	2,6	0,9	1,1	0,6	0	Small cap
I.Gold Exploration	-62,53	0,00	0,00	0,3	0	0	0,3	0	NGM
Intrum Justitia	462,00	0,95	257,04	29,1	1,9	4,2	22,5	0,5	Mid cap
Jeeves	14,78	0,00	4,26	6,8	0	0,6	5,9	0,3	Small cap
JM	1665,00	0,00	489,03	52,2	10,7	15,8	25,4	0,3	Large cap
Kabe	79,68	0,18	31,50	2,1	0,7	0,4	1	0	Small cap
KappAhl	658,80	1,44	0,00	16,3	0,5	1,7	13,1	1	Mid cap
Karo Bio	-203,44	0,00	0,00	32,2	0,8	10,4	19,2	1,8	Small cap
Klövern	1225,85	1,44	249,82	38,3	2,5	5,6	12,8	17,4	Mid cap
Know IT	72,00	0,47	34,03	14,9	0	2,8	10,7	1,4	Small cap
Kungsleden	2399,50	2,33	1092,02	11,5	0,5	4,5	6,2	0,3	Large cap
Lagercrantz Group	65,00	0,59	30,52	28	0	8,2	19,8	0	Small cap

LBI International	101,90	0,11	0,00	3,2	0	1,3	1,9	0	Mid cap
Ledstiernan	33,98	13,64	0,00	16,1	0	7,1	8,7	0,3	Small cap
LifeAssays	-5,92	0,00	0,00	30,7	3,5	1,8	0,3	0	NGM
Lindab International	901,00	0,88	413,22	69,5	14,2	21,5	9,7	24,1	Large cap
LinkMed	-19,20	0,00	0,00	18,2	3,6	2,3	7,8	4,5	Small cap
Lundbergs	5010,00	0,00	559,31	1,4	0	0,8	0,6	0	Large cap
Lundin Petroleum	952,47	0,00	0,00	18,4	5,4	3	9,4	0,6	Large cap
Malmbergs Elektriska	40,96	0,46	20,00	6,6	0	0	6,6	0	Small cap
Meda	832,70	1,46	194,30	33,3	5,1	8,7	19,5	0	Large cap
MediRox	0,10	0,01	2,08	0,5	0	0	0	0,5	NGM
Medivir	-29,30	0,00	0,00	25,4	2,8	4,2	17,3	1,1	Small cap
Megacon	4,21	0,00	1,20	3,1	0	1,7	0	1,4	NGM
Mekonomen	348,00	0,01	185,21	28,7	11,4	3,9	13,4	0	Mid cap
Micro Systemation	23,42	0,00	11,52	14,9	0	8,2	6,4	0,3	NGM
Micronic Laser Systems	-207,54	0,27	0,00	59	1,7	23	34,3	0	Mid cap
Midelfart Sonesson	-322,00	1,25	0,00	6,2	0	0	6,2	0	Small cap
Midway Holding	143,00	0,20	122,54	4	0	0,3	0	3,7	Mid cap
Mobyson	-94,27	0,00	0,00	6,9	0	0	0	6,9	Small cap
Modul 1	10,20	0,16	0,00	8,6	0	2,6	0	6	Small cap
Morphic Technologies	-66,95	0,04	0,00	20	0	5,5	1,8	12,7	Mid cap
MTG	1428,00	0,09	335,36	58,6	0,9	2,4	7,8	47,5	Large cap
MultiQ International	2,74	0,00	0,00	3,5	0	1,9	0	1,6	Small cap
Munters	336,00	0,00	187,50	61,9	8,2	7,8	16,3	29,6	Mid cap
NCC	2252,00	0,00	1192,79	66,1	2	1,3	8,2	54,6	Large cap
Nederman Holding	70,37	0,49	29,29	54,6	9,6	0,4	21,1	23,5	Small cap
Net Entertainment	45,91	0,00	29,67	1,8	0	1,8	0	0	NGM
Net Insight	33,96	0,00	0,00	26,1	1,1	6,6	18,4	0	Mid cap
NetOnNet	-26,37	0,65	0,00	9,3	0	0	9	0,3	Small cap
New Wave Group	231,30	1,72	66,34	9,9	2,5	2,7	4,3	0,4	Mid cap
Nexus	-28,56	0,00	0,00	19,6	3,8	0,6	14,4	0,8	Small cap
NGM Holding	0,81	0,00	0,00	4,6	0	0	0	4,6	NGM
NGS Group	0,44	0,00	0,00	7,2	0	0,4	6,8	0	NGM
Nibe Industrier	314,70	1,30	108,01	6	0,3	2,5	3,2	0	Mid cap
Nilörngruppen	13,33	0,38	2,71	47,5	0,8	0,8	17,7	28,2	Small cap
Niscayah Group	423,00	0,87	182,53	72,8	1	9,9	20,9	41	Mid cap
Nobia	958,00	0,45	436,42	66,7	9,7	7,3	26,9	22,8	Large cap
Nocom	59,30	0,03	23,38	33,5	3,6	1,8	21,5	6,6	Small cap
Nolato	151,00	0,44	78,92	16,1	6,1	0,6	7,8	1,6	Small cap
Nordic Service Partners	-1,61	1,51	0,00	8,1	0	2,6	0,7	4,8	Small cap
NOTE	78,20	0,00	26,47	43	5,4	1,4	35,3	0,9	Small cap
NovaCast Technologies	-5,50	0,00	0,00	15,6	0	0	1,2	14,4	Small cap
Novestra	-4,67	18,89	0,00	2,5	0	0,3	1,3	0,9	Small cap
Novotek	13,30	0,00	12,72	17,1	0	0,4	5,8	10,9	Small cap
Oasmia Pharmaceutical	-11,62	0,11	0,00	0,6	0	0,3	0,3	0	NGM

Obducat	-48,05	0,00	0,00	27,5	0,5	4,7	1	21,3	NGM
OEM International	102,80	0,16	69,51	18,1	3,3	0,6	2,9	11,3	Small cap
OMX	986,00	0,38	0,00	27,3	1,2	3,1	4,3	18,7	Large cap
Opcon	6,42	0,44	0,00	17,5	2,1	2,2	12,7	0,5	Small cap
Orc Software	101,30	0,00	60,81	46,2	2,4	2,9	38,5	2,4	Mid cap
Orexo	-172,60	0,00	0,00	55,5	1	7,9	9	37,6	Small cap
Ortivus	-61,29	0,13	0,00	40,8	6,7	0	25,3	8,8	Small cap
PA Resources	947,10	0,00	0,00	14,1	1,3	3,9	8,6	0,3	Mid cap
PanAlarm	3,86	0,00	0,00	38,1	0	0	0	38,1	NGM
Panaxia Security	8,61	1,57	0,00	23,2	0	0	11,4	11,8	NGM
Paradox Entertainment	-1,17	0,00	0,00	4,2	0	1	0	3,2	NGM
PartnerTech	-24,60	0,75	0,00	66	5,9	2,7	14,2	43,2	Small cap
Paynova	-46,33	0,00	0,00	16,8	8,3	5,9	1,8	0,8	NGM
Peab	811,00	0,30	392,85	3,8	1	0,3	2,1	0,4	Mid cap
Peab Industri	486,00	2,12	127,88	3,1	1	0,3	1,5	0,3	Mid cap
Phonera	24,59	0,75	1,60	65,4	0	1	4,8	59,6	Small cap
PolyPlank	-7,30	0,71	0,00	0	0	0	0	0	NGM
Poolia	65,30	0,00	18,47	15,4	1,4	0	13,5	0,5	Small cap
Precio Systemutveckling	5,91	0,00	0,00	0,4	0	0,4	0	0	NGM
Precise Biometrics	-35,29	0,00	0,00	18,6	0,4	6	11,2	1	Small cap
Prevas	11,58	0,34	5,84	24,4	20,7	1,9	1,8	0	Small cap
Pricer	0,96	0,21	0,00	2,9	0,3	1,6	1	0	Small cap
Proact IT Group	31,90	0,01	12,74	20,2	8,2	0,3	11,4	0,3	Small cap
Probi	24,53	0,00	0,00	9,7	0	0	9,4	0,3	Small cap
Proffice	98,00	0,23	0,00	23,6	0,9	3,4	17,7	1,6	Small cap
ProfilGruppen	40,20	0,60	17,80	19,9	0	0	19,9	0	Small cap
Q-Med	315,40	0,05	150,57	23,9	0,5	5,6	17,8	0	Mid cap
RaySearch Laboratories	19,78	0,00	5,71	2,2	0	0,7	1,5	0	Small cap
ReadSoft	17,80	0,00	0,00	13,2	0,3	5,1	7,4	0,4	Small cap
Rederi AB Transatlantic	186,00	1,02	71,08	4,2	0	2,1	0,5	1,6	Small cap
Rejlerkoncernen	49,80	0,12	26,96	3,9	0	0	3,9	0	Small cap
Retail and Brands	255,83	0,50	85,62	21,6	0	2,3	18,8	0,5	Mid cap
Rottneros	-301,00	0,60	0,00	10,2	0	1,8	3	5,4	Small cap
Rörvik Timber	170,00	1,56	13,86	12,2	0	0	1,4	10,8	Small cap
Saab	1941,00	0,00	491,18	56,7	0,4	3,5	12,5	40,3	Large cap
Sagax	566,00	0,00	0,00	26,5	2,5	4,2	17,2	2,6	Small cap
Sandvik	9594,00	1,12	4745,15	35,9	2	10,5	9,3	14,1	Large cap
SAS	636,00	0,70	0,00	9,2	0,9	3,7	4,6	0	Large cap
SBC	42,88	0,00	23,40	23,6	0	0	23,6	0	NGM
SCA	7161,00	0,69	3102,48	50,8	1,3	8,9	9,1	31,5	Large cap
SCN	-63,50	53,57	0,00	6,3	6,3	0	0	0	NGM
Scania	8554,00	1,59	4000,00	22,4	0	1,5	0,9	20	Large cap
Scribona	-181,00	0,00	0,00	10,1	0	2,9	7,2	0	Small cap
Seco Tools	1017,00	0,57	610,96	6,9	0,9	3,2	2,8	0	Large cap

Sectra	47,22	0,09	18,42	19,4	7,3	4	8,1	0	Mid cap
Securitas	526,00	1,81	1131,68	64,9	0,7	10,8	12,7	40,7	Large cap
Securitas Direct	178,87	0,00	0,00	52,6	1	4,1	7	40,5	Mid cap
Semcon	228,00	1,81	0,00	32	0	14,1	15,7	2,2	Mid cap
Sensys Traffic	-2,52	0,00	0,00	10,1	0	1,8	7,3	1	Small cap
SinterCast	-4,50	0,00	0,00	8,9	0	8	0	0,9	Small cap
Skanska	4121,00	0,24	2221,03	50,7	2,6	8,5	10,5	29,1	Large cap
SKF	4767,00	0,00	2181,13	27,3	5,3	12,2	9,5	0,3	Large cap
SkiStar	176,11	1,35	176,29	12,4	0	0	5,2	7,2	Mid cap
Softronic	37,14	0,00	14,61	11,1	0	0,8	0	10,3	Small cap
SSAB	4685,00	1,56	1619,67	44	1,1	8,6	11	23,3	Large cap
Studsvik	47,20	0,56	16,44	21,8	0	1,1	9,6	11,1	Mid cap
Sweco	303,30	0,23	172,83	28,3	0	0,3	3,1	24,9	Mid cap
Svedbergs	42,70	0,00	53,00	13,7	7,1	0	6,6	0	Small cap
Swedish Match	2056,00	0,00	934,50	11,1	0	3,4	7,4	0,3	Large cap
Svithoid Tankers	-31,50	5,02	0,00	1,4	0	1,1	0	0,3	Small cap
Systemair	254,60	1,23	0,00	14,9	0,8	3,5	9,8	0,8	Mid cap
Tatura	2,08	0,11	0,00	4,2	0	1,6	0,3	2,3	NGM
Tele5 Voice Services	1,15	0,00	0,00	2,4	0	1,9	0,5	0	NGM
Teleca	-326,90	0,28	0,00	10,6	0	3,6	6,7	0,3	Small cap
TeliaSonera	20298,00	0,38	8082,82	14,5	1,2	5,8	7,5	0	Large cap
Teligent	-391,20	0,44	0,00	21,4	0	10,1	10,5	0,8	Small cap
Thalamus Networks	2,80	0,16	60,72	31,8	0	0	2,9	28,9	Small cap
Ticket Travel Group	37,70	0,01	8,79	17,9	0	13,2	4,7	0	Small cap
Tilgin	-51,47	0,24	0,00	13,4	0	0,4	5,6	7,4	Small cap
TMG International	-133,12	0,00	0,00	10,4	1	0,9	0	8,5	NGM
Traction	81,00	5,55	31,47	1,9	0	0	1,9	0	Small cap
TradeDoubler	152,35	0,00	78,60	57,8	5	28	23,8	1	Mid cap
Trelleborg	838,00	1,08	587,32	17,1	4,1	6,9	6,1	0	Large cap
Tretti	14,63	0,00	2,56	36,8	0	2,1	1,2	33,5	NGM
Tricorona	-53,60	0,04	0,00	19,6	2,1	11,1	3,1	3,3	Mid cap
Uniflex	30,00	0,00	18,44	9,8	0	6,1	1,6	2,1	Small cap
Wallenstam	1007,50	1,15	186,00	7,1	0	1,8	4,7	0,6	Mid cap
Wayfinder Systems	-50,71	0,02	0,00	16,4	0	9,6	3,1	3,7	NGM
VBG Group	133,10	0,37	25,00	13	1,2	0,7	6,3	4,8	Mid cap
Wedins Skor & Accessoarer	-40,05	0,50	0,00	31,1	0	1,6	0,8	28,7	Small cap
Westergyllen	25,40	0,00	9,08	1,1	0	0	1,1	0	Small cap
Wihlborgs	1114,00	1,74	240,18	21,8	0,6	2,1	13,1	6	Mid cap
Vitrolife	36,06	0,08	0,00	50,4	0	1,4	22,1	26,9	Small cap
Volvo	15028,00	0,00	11706,31	37,9	3,6	17	7,9	9,4	Large cap
XANO Industri	73,00	1,42	17,28	1,3	0	0	0,3	1	Small cap
XPonCard Group	10,50	0,47	0,00	29	0,3	1,3	18,6	8,8	Small cap
Zodiak Television	39,23	0,73	0,00	23,6	1,1	3,2	19	0,3	Small cap
ÅF (fd Ångpanneföreningen)	220,00	0,30	110,28	15,8	0	4,5	10,8	0,5	Mid cap

<i>Bilaga 29</i>	UTD	NETRES	FORS	SKULDS	ALLINST
UTD	1	0,9287	0,8507	-0,0176	0,1295
NETRES	0,9287	1	0,8308	-0,0183	0,1587
FORS	0,8507	0,8308	1	-0,0212	0,2397
SKULDS	-0,0176	-0,0183	-0,0212	1	-0,0541
ALLINST	0,1295	0,1587	0,2397	-0,0541	1

Bilaga 30

	UTD	NETRES	FORS	SKULDS	FORSAK
UTD	1	0,9287	0,8507	-0,0176	0,0090
NETRES	0,9287	1	0,8308	-0,0183	0,0138
FORS	0,8507	0,8308	1	-0,0212	0,0302
SKULDS	-0,0176	-0,0183	-0,0212	1	0,0557
FORSAK	0,0090	0,0138	0,0302	0,0557	1

Bilaga 31

	UTD	NETRES	FORS	SKULDS	PENS
UTD	1,0000	0,9287	0,8507	-0,0176	0,2518
NETRES	0,9287	1,0000	0,8308	-0,0183	0,2419
FORS	0,8507	0,8308	1,0000	-0,0212	0,3338
SKULDS	-0,0176	-0,0183	-0,0212	1,0000	-0,0539
PENS	0,2518	0,2419	0,3338	-0,0539	1,0000

Bilaga 32

	UTD	NETRES	FORS	SKULDS	FOND
UTD	1	0,9287	0,8507	-0,0176	-0,0142
NETRES	0,9287	1	0,8308	-0,0183	-0,0112
FORS	0,8507	0,8308	1	-0,0212	0,0164
SKULDS	-0,0176	-0,0183	-0,0212	1	-0,0720
FOND	-0,0142	-0,0112	0,0164	-0,0720	1

Bilaga 33

	UTD	NETRES	FORS	SKULDS	PENS
UTD	1	0,9287	0,8507	-0,0176	0,0998
NETRES	0,9287	1	0,8308	-0,0183	0,1372
FORS	0,8507	0,8308	1	-0,0212	0,1962
SKULDS	-0,0176	-0,0183	-0,0212	1	-0,0277
PENS	0,0998	0,1372	0,1962	-0,0277	1