



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska Institutionen
FEKN90, Företagsekonomi
Examensarbete på Civilekonomprogrammet
VT 2014

Aktieägarnas hemlighetsmakeri

En studie om ägarstrukturers påverkan på
offentliggörande av information bland bolag noterade på
Stockholmsbörsen

Författare:

Karolina Lind
Linus Lindskog

Handledare:

Håkan Jankensgård

Sammanfattning

| | |
|-------------------------------|--|
| <i>Titel:</i> | Aktieägarnas hemlighetsmakeri |
| <i>Seminariedatum:</i> | 2014-05-22 |
| <i>Kurs:</i> | FEKN90, Examensarbete på Civilekonomprogrammet, 30 högskolepoäng |
| <i>Författare:</i> | Karolina Lind och Linus Lindskog |
| <i>Handledare:</i> | Håkan Jankensgård |
| <i>Nyckelord:</i> | Offentliggörande av information, informationsasymmetri, ägarstruktur, aktieägare, transparens. |
| <i>Syfte:</i> | Uppsatsens syftar till att undersöka om ägarstruktur har en påverkan på offentliggörande av information bland bolag på Stockholmsbörsen. Syftet är att se om olika typer av ägare påverkar hur mycket information som offentliggörs i företags årsrapporter, delårsrapporter samt på deras hemsidor. |
| <i>Metod:</i> | En regressionsanalys anpassad för paneldata används för att uttröna eventuella associationer. Modellen som används är Firm Fixed Effects. Regressionsanalysen genomförs i E-Views. Utöver undersökande variabler inkluderas flertalet kontrollvariabler i regressionen. |
| <i>Teoretiska perspektiv:</i> | Den teoretiska referensramen utgår från teorier kring effektiva kapitalmarknader, informationsasymmetri, principal- och agentproblematik samt teorier kring olika typer av aktieägare och dess karaktäristika. |
| <i>Empiri:</i> | Bolag noterade på OMX NASDAQ Stockholms huvudlistor undersöks under tidsperioden 2007-2012. |
| <i>Resultat:</i> | Familj- och individuellt ägande visar sig ha en stark signifikant, negativ påverkan på offentliggörande av information. |

Abstract

- Title:* The Secrecy of Shareholders
- Seminar date:* 2014-05-22
- Course:* FEKN90, Master thesis, 30 university credit points
- Authors:* Karolina Lind and Linus Lindskog
- Advisor:* Håkan Jankensgård
- Key words:* Disclosure, information asymmetry, ownership structure, shareholders, transparency.
- Purpose:* This paper aims to examine whether ownership structure has an impact on the level of disclosure among companies on the NASDAQ OMX Stockholm. The purpose is to investigate if different types of owners affects the amount of information disclosed in companies' annual reports, interim reports and on their websites.
- Methodology:* A regression analysis suited for panel data is used to investigate possible associations. The model is firm fixed effects adjusted. Regression analyses are done in E-Views. In addition to the exploratory variables three control variables are included in the regression.
- Theoretical perspectives:* The theoretical framework is based on theories of efficient markets, information asymmetry, agency theory and theories of different types of shareholders and their characteristics.
- Empirical foundation:* The empirical study includes companies listed on the NASDAQ OMX Stockholm Large Cap, Mid Cap and Small Cap during the period 2007-2012.
- Results:* The variable family and individual ownership has a strong, significant negative effect on the level of disclosure.

Förord

Vi vill tacka Sven-Ivan Sundqvist, styrelseordförande, och Daniel Fristedt, verkställande direktör, på SIS Ägarservice AB för deras trevliga bemötande och för inloggningsuppgifter till deras hemsida. Vidare vill vi tacka Hans Borneroth, kontaktperson, och Martin Isemo, konsult, på Kanton AB för deras vänlighet och svar på frågor angående tävlingen ”Årets Börsbolag”.

Till slut vill vi rikta ett stort tack till vår handledare, Håkan Jankensgård, för en mycket bra handledning. Hans expertis inom området, uppriktighet och konstruktiva feedback har varit till stor hjälp under arbetets gång.

Lund den 24 april 2014

Karolina Lind och Linus Lindskog

Innehållsförteckning

| | | |
|-----------|---|-----------|
| 1 | Introduktion | 8 |
| 1.1 | Bakgrund | 8 |
| 1.2 | Problemdiskussion och problemformulering | 9 |
| 1.3 | Syfte | 11 |
| 1.4 | Avgränsningar | 11 |
| 1.5 | Definitionslista | 11 |
| 1.6 | Disposition | 12 |
| 2 | Teoretisk referensram | 13 |
| 2.1 | Effektiva kapitalmarknader och informationsasymmetri | 13 |
| 2.1.1 | Kostnader och förmåner med frivillig informationsutgivning | 14 |
| 2.2 | Konflikten mellan företagsledning och aktieägare | 15 |
| 2.3 | Konflikten mellan majoritets- och minoritetsägare | 17 |
| 2.4 | Sorti eller protest – aktioner vid missnöje | 18 |
| 2.5 | Aktieägare | 19 |
| 2.5.1 | Familj- och individuellt ägande | 19 |
| 2.5.2 | Institutionellt ägande | 20 |
| 2.5.3 | Sfärägande | 20 |
| 2.5.4 | Ledningsägande | 21 |
| 2.6 | Sammanfattning av teori | 22 |
| 2.7 | Tidigare studier | 23 |
| 2.7.1 | En studie om ägarstruktur och offentliggörande av information | 23 |
| 2.7.2 | Vidare forskning om ägarstruktur och offentliggörande av information | 24 |
| 2.7.3 | Tidigare forskning om kapitalkostnad och offentliggörande av information | 25 |
| 2.7.4 | Tidigare forskning om offentliggörande av information och högre aktiepriser | 26 |
| 3. | Hypoteser | 27 |
| 3.1 | Hypotes 1 – Familj- och individuellt ägande | 27 |
| 3.2 | Hypotes 2 – Institutionellt ägande | 28 |
| 3.3 | Hypotes 3 – Sfärägande | 28 |
| 3.4 | Hypotes 4 – Ledningsägande | 29 |
| 4. | Metod | 31 |
| 4.1 | Förklaringsmodell och forskningsansats | 31 |
| 4.2 | Definition av population | 31 |
| 4.3 | Data | 32 |
| 4.3.1 | Insamling och bearbetning av data | 32 |
| 4.3.1.1 | Data över offentliggörande av information | 32 |
| 4.3.1.2 | Data över ägarstruktur | 33 |
| 4.3.1.3 | Övrig data | 34 |
| 4.3.2 | Bortfall | 34 |
| 4.4 | Beroende variabel | 35 |
| 4.5 | Oberoende undersökande variabler | 35 |
| 4.6 | Oberoende kontrollvariabler | 36 |

| | |
|--|-----------|
| 4.6.1 Storlek..... | 36 |
| 4.6.2 Skuldsättningsgrad..... | 36 |
| 4.6.3 Lönsamhet..... | 37 |
| 4.6.4 Dummy-variabel för förändringen i bedömningskriterier..... | 37 |
| 4.7 Regressionsanalys..... | 38 |
| 4.7.1 Statistisk modell..... | 38 |
| 4.7.2 Studiens regression..... | 39 |
| 4.7.3 Tester av modellen..... | 39 |
| 4.7.4 Robusthetstest..... | 40 |
| 4.8 Hypotesprövning..... | 42 |
| 4.9 Undersökningens kvalitet..... | 42 |
| 4.9.1 Validitet..... | 42 |
| 4.9.2 Reliabilitet..... | 43 |
| 5. Empiriska resultat..... | 45 |
| 5.1 Sammanställning av resultat..... | 45 |
| 5.2 Beskrivande statistik..... | 46 |
| 5.3 Sammanställning av resultat från regression 1..... | 47 |
| 5.3.1 Resultat från statistisk hypotesprövning..... | 47 |
| 5.4 Sammanställning av resultat från regression 2..... | 48 |
| 5.4.1 Resultat från statistisk hypotesprövning..... | 49 |
| 5.5 Sammanställning av resultat för regression 3..... | 50 |
| 5.5.1 Resultat för statistisk hypotesprövning..... | 51 |
| 5.6 Sammanfattning av empiriska resultat..... | 52 |
| 6. Analys..... | 53 |
| 6.1 Övergripande diskussion av resultaten..... | 53 |
| 6.2 Variabeln familj- och individuellt ägande..... | 54 |
| 6.3 Variabeln institutionellt ägande..... | 55 |
| 6.4 Variabeln sfärägande..... | 56 |
| 6.5 Variabeln ledningsägande..... | 58 |
| 7. Slutsats..... | 60 |
| 7.1 Sammanfattning och avslutande diskussion..... | 60 |
| 7.2 Förslag till vidare forskning..... | 62 |
| 8. Litteraturförteckning..... | 64 |
| 8.1 Tryckta källor..... | 64 |
| 8.2 Digitala källor..... | 69 |
| BILAGA 1..... | 71 |
| BILAGA 2..... | 72 |
| BILAGA 3..... | 73 |
| BILAGA 4..... | 74 |
| BILAGA 5..... | 75 |

| | |
|----------------------|-----------|
| BILAGA 6..... | 76 |
| BILAGA 7..... | 77 |
| BILAGA 8..... | 78 |
| BILAGA 9..... | 79 |

1 Introduktion

Detta kapitel introducerar bakgrunden till ämnet som studien ämnar undersöka. Bakgrunden leder läsaren vidare genom problemdiskussionen fram till problemformuleringen som mynnar ut i studiens syfte. Kapitlet redogör även för studiens avgränsningar samt uppsatsens disposition.

1.1 Bakgrund

Intresseorganisationen Aktiespararna arbetar hårt för ökad öppenhet på aktiemarknaden. Varje år anordnar revisionsbyrån Kanton AB och Aktiespararna tävlingen “Årets Börsbolag” för bolag på Stockholmsbörsen. Tävlingen, som är Sveriges äldsta och mest omfattande sådan inom området för investerarerelationer, har som främsta syfte att höja ambitionsnivån hos bolagen gällande publicering av finansiell information till deras intressenter (Kanton, 2014). Intresset ligger med andra ord i att öka transparensen i bolag noterade på Stockholmsbörsen genom att främja offentliggörande av information bland dessa. När tävlingen avgjordes för räkenskapsåret 2012 stod Axfood som vinnare för andra året i rad. Aktiespararna kommenterar resultatet på sin hemsida:

“Axfood försvarar vinsten från föregående år och står som segrare i Årets börsbolag 2012 tack vare genomgående höga poäng. Axfood nådde förstaplatsen i deltävlingarna Bästa delårsrapport och Bästa IR-webbplats och en andraplats i Bästa årsredovisning, vilket resulterar i att de tar hem totalsegern i Årets börsbolag med en poängs marginal till tvåan Byggmax.”
- *Aktiespararna* (Aktiespararna, 2014a)

Av tävlingens resultat framgår det tydligt att transparensen skiljer sig väsentligt mellan bolagen som väljer att offentliggöra olika mängd information. Exempelvis har Oriflame, som är noterat på Stockholmsbörsens Large Cap, inte uppnått kriterierna för ett enda poäng för sin årsredovisning under något av åren 2007-2012. SAS, noterat på Stockholmsbörsens Mid Cap, har däremot för år 2010 uppnått vad tävlingen anser vara full transparens och kammat hem full pott för sin årsredovisning.

Aktiespararna kan genom tävlingens utfall signalera till allmänheten vilka bolag de bedömer som ärliga och öppna. Just öppenhet och ärlighet bland bolag på Stockholmsbörsen är något intresseorganisationen strävar högt efter. De vill vara aktiespararnas röst på aktiemarknaden och har som intresse att stödja deras intressen (Aktiespararna, 2014b). De har genom sin storlek möjlighet att hålla ett vakande öga på bolagen och stödja aktieägare som är för små för att agera mot bolagen på ett individuellt plan. Aktieägare får i sin tur genom Årets börsbolag en möjlighet att investera i bolag som möter deras preferenser för transparens.

1.2 Problemdiskussion och problemformulering

Varför transparensen mellan bolag på Stockholmsbörsen skiljer sig åt blir en naturlig följdfråga inom ämnet. Om den, enligt oss, bakomliggande orsaken till skevheten i transparens bland bolag utröns, kan framtida investeringsbeslut i bolag underlättas för aktieägare. Investerare kan då lättare hitta företag med karaktäristika som möter just deras preferens för transparens.

Det finns tidigare forskning och studier där offentliggörande av information har undersökts empiriskt. Studierna visar exempelvis på att ett företags storlek (Chow & Wong-Boren, 1987), antalet aktieägare (Cooke, 1989), aktieavkastning samt utfärdandet av aktier (Lang & Lundholm, 1993) har ett samband med offentliggörande av information. Vidare har det påträffats korrelation mellan offentliggörande av information och vilken typ av industri företag verkar inom (Gray, Meek & Roberts, 1995). Det har därtill gjorts studier på ägarstruktur och hur mycket information som offentliggörs utomlands (Healy, Hutton & Palepu, 1999; Eng & Mak, 2003). Dock har vi inte påträffat någon studie gjord i syfte att finna ett eventuellt samband mellan offentliggörande av information och ägarstruktur på den svenska marknaden. Den svenska marknaden skiljer sig från de andra undersökta marknaderna genom att bland annat ha en hög ägarkoncentration samt en stark närvaro av sfärägande (Agnblad, Berglöf, Högfeldt & Svancar, 2001). Dessutom har tidigare forskning om ägarstruktur och offentliggörande av information inte gjorts under någon längre tidsperiod.

Inom den företagsekonomiska teorin skulle Aktiespararna sägas arbeta för att minska agentproblemen inom bolagen. Agentproblem uppstår till följd av den separation mellan ägarskap och kontroll som existerar inom företag (Jensen & Meckling, 1976). Med denna separation uppstår en informationsasymmetri där aktieägare ofta tillgår mindre information än företagsledningen. Ett sätt för aktieägare att minska detta oönskade informationsgap är genom att efterfråga finansiella rapporter av högre transparens och en öppenhet från ledningens sida.

Att Aktiespararna arbetar för att öka transparensen hos företag visar på att det är ett allmänt intresse hos aktieägare. Eftersom större aktieägare har incitament att agera individuellt är det bra att en intresseorganisation likt Aktiespararna hjälper de små aktieägarna som har svårt att göra sin röst hörd. Teorier inom ämnet, exempelvis de framförda av Grossman och Hart (1980), visar nämligen på att det existerar en konflikt mellan stora och små aktieägare då dessa inte alltid delar samma intressen. Denna konflikt bottnar i att mindre aktieägare har en tendens att åka snålskjuts på större aktieägares informationsinsamling. De större aktieägarnas reaktion på detta kan leda till att de istället håller information för sig själva.

Huruvida dessa större aktieägare arbetar för att öka transparensen inom företagen är av intresse. Kan det vara så att olika sorters investerare efterfrågar olika grader av offentliggörande av information? Kanske kan olika aktieägares incitament möjligtvis leda till olika önskemål om transparens? Det är sedan tidigare känt att familjer som aktieägare gärna skapar en långsiktig relation till företaget (Pedersen & Thomsen, 2000) och inte sällan drivs av personliga affektationer inom företaget (Cronqvist & Nilsson, 2003). Likaså är det allmänt vedertaget att institutionella investerare drivs av ren värdemaximering och kapitalavkastning (Shleifer & Vishny, 1986). Sfärer har ofta informella möten där information strömmar fritt mellan aktieägarna (Khanna & Rivkin, 2001) och ledningsägare kan välja att publicera information vid olika tillfällen för att maximera de prestations-baserade optioner de har (Aboody & Kasznik, 2000).

Dessa teorier väcker frågan om det finns samband mellan olika typer av aktieägare och offentliggörande av information. Med olika incitament och karaktäristika kan det vara så att vissa ägartyper vill offentliggöra mer eller mindre information än andra ägartyper. Vi finner här ett forskningsglapp som är av intresse att fylla igen. Diskussionen leder oss vidare till ett antal frågor vi vill besvara; *Lämnar företag med viss ägarstruktur ut mer respektive mindre information än andra? Vilka är incitamenten till att det skiljer sig åt i offentliggörandet av information? Hur och i vilken utsträckning påverkar olika ägartyper offentliggörandet av information bland bolag på Stockholmsbörsen?*

1.3 Syfte

Detta är en uppsats om ägarstrukturens påverkan på offentliggörande av information. Syftet är att se om, och i så fall i vilken utsträckning, ägarstrukturen i bolag på Stockholmsbörsen påverkar utgivandet av information i årsredovisningar, delårsrapporter samt på hemsidor. Vårt mål är att med hjälp av befintliga teorier och framtagna hypoteser förklara ett möjligt samband mellan olika typer av aktieägare och offentliggörande av information. Vidare syftar uppsatsen att undersöka om bolag med särskilda ägarstrukturer lämnar ut mer respektive mindre information än andra.

1.4 Avgränsningar

Studien avgränsas till tidsperioden mellan år 2007 och 2012. Vidare avgränsas studien till bolag noterade på NASDAQ OMX Stockholms huvudlistor Large Cap, Mid Cap och Small Cap. Studien avgränsar sig till att studera ägarstruktur i form av följande fyra ägarkategorier: familj- och individuellt ägande, institutionellt ägande, sfärägande och ledningsägande.

1.5 Definitionslista

I detta avsnitt definieras termer som används frekvent i uppsatsen. Definitionerna finns till som stöd för läsaren och är endast ämnade att användas i detta syfte. Detta då definitionslistan inte är fullständigt generaliserbar, utan enbart framtagen för denna uppsats.

Bolag på NASDAQ OMX Stockholm alternativt bolag på Stockholmsbörsen: bolag noterade på NASDAQ OMX Stockholms huvudlistor Large Cap, Mid Cap samt Small Cap.

Offentliggörande av information: gäller endast offentliggörande av information i företagens årsredovisningar, delårsrapporter samt på deras hemsidor. Informationen som offentliggörs kan vara på obligatorisk eller frivillig basis.

1.6 Disposition

I kapitel 2 presenteras och förklaras den teoretiska referensramen. I kapitel 3 formuleras och redogörs studiens fyra hypoteser. I kapitel 4 beskrivs metod och tillvägagångssätt. I kapitel 5 presenteras de empiriska resultaten med hjälp av tabeller. I kapitel 6 genomförs en analys av empirin utifrån teorin. I kapitel 7 presenteras vår slutsats och uppsatsens frågeställning besvaras.

2 Teoretisk referensram

I följande kapitel beskrivs för studien relevant teori. Effektiva kapitalmarknader, informationsasymmetri, konflikter mellan olika aktörer och aktieägares möjliga aktioner vid missnöje är alla relevanta områden som tas upp. Dessutom förklaras familj- och individuellt ägande, institutionellt ägande, sfärägande och ledningsägande. Slutligen presenteras tidigare empiri som är av betydelse för studien.

2.1 Effektiva kapitalmarknader och informationsasymmetri

Modigliani och Millers (1958) teorem om kapitalstruktur i perfekta kapitalmarknader ligger till grund för många andra teorier inom företagsekonomi. Deras två propositioner, som kortfattat säger att (1) ett företag är oberoende av dess kapitalstruktur samt att (2) den förväntade avkastningen på eget kapital är positivt relaterad till skuldsättningsgraden, utspelar sig i en så kallad perfekt värld. I Modigliani och Millers (1958) förenklade och perfekta värld är kapitalmarknader starkt effektiva och all information symmetrisk.

Huruvida informationsasymmetri finns, och i så fall vid vilka marknadsförutsättningar den existerar, redogörs av Akerlof (1970) och Fama (1970). Vad de beskriver är en värld skild från Modigliani och Millers (1958) där all information är symmetrisk och kapitalmarknader fullt effektiva. Akerlof (1970) illustrerar med sitt exempel "The Market for Lemons" från bilindustrin att informationsasymmetri existerar mellan köpare och säljare. Samtidigt förklarar Famas (1970) "Efficient Market Model" att företags vilja att frivilligt offentliggöra information, och således minska informationsasymmetri, inte har någon verkan om kapitalmarknaden är starkt effektiv eftersom all information då redan finns tillgänglig.

Med sin "Efficient Market Model" förklarar Fama (1970) tre olika nivåer för hur pass effektiv en kapitalmarknad kan vara. Fama (1970) beskriver en starkt effektiv kapitalmarknad som en marknad där all tillgänglig information, både historisk, offentlig och privat, är fullt återspeglad i aktiepriser. I en semi-starkt effektiv kapitalmarknad är inte den privata, utan endast den historiska och offentliga informationen återspeglad och

tillgänglig. Vidare beskriver Fama (1970) en svagt effektiv marknad som en marknad där den enda informationen som är återspeglad i aktiepriser är den historiska.

Modellen av effektiva kapitalmarknader visar på att det krävs en semi-starkt effektiv eller svagt effektiv marknad för att offentliggörandet av information ska ha effekt. Det föreligger stöd för att de flesta kapitalmarknader inte är starkt effektiva, utan snarare semi-starkt eller svagt effektiva, då det i dagens värld finns aktörer som undanhåller privat information och använder den för att generera högre avkastning för sig själva (Fama, 1970). När en kapitalmarknad är semi-starkt eller svagt effektiv existerar informationsasymmetri mellan aktörer och således finns det möjlighet att offentliggöra privat information.

2.1.1 Kostnader och förmåner med frivillig informationsutgivning

Frivillig informationsutgivning kan ha sina fördelar, men också sina nackdelar. Dessa fördelar och nackdelar är dock inte samma för alla företag då deras incitament varierar beroende på ägarstruktur (Courtenay, Hossain & Luo 2006).

I Myers och Majlufs (1984) "Pecking Order Theory" sätts informationsasymmetri i ett kostnads-sammanhang. "Pecking Order Theory" beskriver ett samband mellan informationsasymmetri och investerares avkastningskrav. När företag ska anskaffa externt kapital, begär investerare högre risk-premium desto mer informationsasymmetri som existerar. Myers och Majlufs (1984) menar att informationsasymmetri resulterar i att vissa finansieringsalternativ är billigare än andra och att det finansieringsalternativet med lägst risk-premium, kostnad, bör väljas (Myers & Majluf, 1984). Till följd av det Myers och Majluf (1984) menar, lämnar företag enligt Diamond (1985) ständigt ut information till sina aktieägare trots att de inte enligt lag är förpliktade att göra så. Detta är för att dra nytta av fördelen av sänkt kapitalkostnad.

Ytterligare en fördel med offentliggörande av information är en sådan sett ur utomstående investerares perspektiv. När dessa får tillgång till mer information om företag har de

lättare att kunna fatta rätt och sanningsgrundade investeringsbeslut (Gray, Meek & Roberts, 1995).

Kostnader, och nackdelar, som uppstår till följd av offentliggörande av information är de för insamling av information samt revisionsarvoden och advokatkostnader (Cooke, 1989). En annan kostnad av frivillig informationsutgivning är minskad konkurrenskraft (Verrecchia, 1983). Dock påverkas olika branscher olika mycket av denna faktor beroende på hur hård konkurrensen är inom industrin. I en konkurrensintensiv bransch blir det mer kostsamt för företag att lämna ifrån sig information eftersom företaget då kan råka avslöja viktig information som annars hade kunnat hållas privat och ge konkurrensfördelar. I en icke konkurrensintensiv marknad märks den tappade konkurrenskraften inte av så hårt och företag blir till följd av detta inte lika beroende av hur mycket information de offentliggör (Verrecchia, 1983).

2.2 Konflikten mellan företagsledning och aktieägare

Efterfrågan på offentliggörande av information uppstår på grund av att investerare önskar bedöma risker och framtida kassaflöden hos bolag, samt övervaka företagets ledning (Nagar, Nanda & Wysocki, 2003). Till följd av sin närhet till den operativa verksamheten får företagsledningen lättare tillgång till information än vad investerare får (Nagar, Nanda & Wysocki, 2003). Ledningen är i sin natur ovillig att lämna ut information eftersom denna kan avslöja deras, ibland själviska och för företaget icke-maximerande, handlingar (Nagar, Nanda & Wysocki, 2003). Denna obalans i incitament för offentliggörande av information skapar en konflikt mellan aktieägare och företagsledning (Nagar, Nanda & Wysocki, 2003).

En av de mest inflytelserika artiklarna som belyser konflikten mellan aktieägare (principaler) och företagsledningen (agenter) är den publicerad av Jensen och Meckling (1976). Här diskuteras principal-agent-teorin och separation av ägarskap och kontroll som en central utgångspunkt för konflikten. Principalerna vill att agenterna ska maximera deras nytta genom att försöka få företagsledningen att agera i aktieägarnas intresse. Konflikter brukar dock uppstå för att aktieägare har sina intressen, medan

företagsledningen har sina. Jensen och Meckling menar (1976) att kontrakt vanligtvis ingås mellan parterna för att lösa konflikterna. Kontrakt tvingar agenterna att utföra en viss prestation och nyttja företagets resurser på ett visst sätt mot att de får ersättning. Företagsledningen är dock rationell och kan istället komma att försöka använda företagets resurser för att maximera sig egen nytta (Jensen & Meckling, 1976). Kontrakten innehåller därför olika förpliktelser som företagsledningen måste följa. Förslagsvis kan ledningen tvingas offentliggöra viss information, såsom finansiell data och vilka beslut som fattas inom företaget (Beyer, Cohen, Lys & Walther, 2010) för att vara mer transparenta.

Problematiken kring principal-agent-teorin är resurskrävande och framkallar så kallade agentkostnader (Jensen & Meckling, 1976). Det är svårt att få företagsledningen att problemfritt agera i aktieägarnas intresse eftersom det ofta skiljer sig från vad företagsledningen vill. De vill precis som aktieägarna maximera sin egen nytta. Aktieägares strävan efter kontroll av företagsledningen kan emellertid lösas via övervakning. Kontrakt och övervakning är bra incitament för att ledningen ska agera som ägarna vill, men det frånkommer inte helt problemet att ledningen fortfarande kommer att ta beslut som inte är i linje med ägarnas intresse. Agentkostnader kommer således alltid att existera när ägare och företagsledning inte är de samma. Jensen och Meckling (1976) definierar agentkostnader som summan av:

- *Principalernas övervakningskostnader:* Kostnader för att övervaka agenterna.
- *Agenternas bindningskostnader:* Principalerna betalar agenterna att inte förbruka och använda resurser till annat än det som avtalats.
- *Restförlust:* Skillnaden mellan de beslut cheferna tar och de beslut som hade maximerat ägarnas välfärd.

Mahoney (1995) menar att information som är obligatorisk att offentliggöra kan reducera principalernas övervakningskostnader. Mahoney (1995) introducerar ”The Agency Cost

Model” i vilken han förespråkar att det huvudsakliga syftet med obligatoriskt offentliggörande av information är att ta itu med agentproblem. Särskilda uppgifter som är obligatoriska att offentliggöra syftar till att hjälpa aktieägare att övervaka företagsledningens eget-maximerande beteende. Som en följd av att övervakningskostnaderna sänks, så sänks även de totala agentkostnaderna (Mahoney , 1995).

Restriktioner i samband med upptagande av lån eller nyemission kan vara ännu ett sätt, utöver förpliktelserna i kontrakten, för principalerna att begränsa företagsledningens spelrum. När ett företag ger ut aktier kan investerarna kräva mer detaljerade finansiella rapporter än de som offentliggörs för allmänheten på grund av deras ökade riskbärande. Kan företagsledningen leverera den efterfrågade informationen frivilligt före årsrapporterna släpps, genom att sammanställa de finansiella rapporterna på egen hand, kan principalernas övervakningskostnader minska (Jensen & Meckling, 1976).

2.3 Konflikten mellan majoritets- och minoritetsägare

Ytterligare en konflikt som brukar uppstå inom offentliga bolag är den mellan majoritets- och minoritetsägare (Shleifer & Vishny, 1997). Konflikten mellan dessa stora och små aktieägare har sin utgångspunkt i tillgången till information. Minoritetsägare förlitar sig vanligtvis på majoritetsägares insamling av information, medan majoritetsägare inte vill dela med sig av den information de samlar in.

Grossman och Hart (1980) förklarar varför somliga aktieägare utövar mer aktivism än andra med hjälp av free riding-begreppet. Teorin appliceras i Grossman och Harts (1980) fall på aktieägares beteende vid förvärvs-budgivning. I författarnas exempel äger många mindre investerare en, i detta fall, betydelselös andel aktiekapital i ett företag. Aktieandelen anses betydelselös i den meningen att dessa aktieägare inte har någon möjlighet att på ett individuellt plan påverka företagets beslut. Utöver dessa mindre aktörer kommer en större investerare in i bolaget genom att köpa en väsentlig andel aktier. De små aktieägare blir då passiva och förlitar sig på att åka snålskjuts på denna nya, större aktieägare som med sin tillkomst förväntas höja företagsvärdet och öka

informationsutgivningen. Utan att vidta några aktioner uppnår de mindre aktieägarna således en högre välfärd. Frivillig aktivism för de små ägarna blir i Grossman och Harts (1980) värld kostsam eftersom möjligheten att istället åka snålskjuts på den stora investerarens aktivism existerar.

I sina resonemang att den största intressekonflikten i företag med hög ägarkoncentration uppstår mellan majoritets- och minoritetsägare, tar Shleifer och Vishny (1997) stöd i Grossman och Harts (1980) free rider-beteende. Konflikten som Shleifer och Vishny (1997) beskriver bottnar i att investerare med stort aktieinnehav tenderar att utöka sin personliga välfärd genom att söka fördelar på minoritetsägarnas bekostnad. En majoritetsägare har således incitament till att ensam samla information samt övervaka företagsledningen, varvid de då frångår det traditionella free rider-beteendet. Incitamenten att tillgå information på egen hand tilltalar inte bara majoritetsägare utan även minoritetsägare med tillräckligt stort aktieinnehav. Shleifer och Vishny (1997) menar på att ett en aktieandel på tio till tjugo procent av företagets aktier är tillräckligt stort för att en aktieägare ska finna det värdefullt att agera individuellt. Alternativkostnaden vid aktivism är i detta fall mindre än fördelarna aktivismen förväntas generera. Genom handlingar i egenintresse, omdistribuerar då större aktieägare välfärd till sig själva från mindre investerare.

2.4 Sorti eller protest – aktioner vid missnöje

Hirschman (1970) förklarar medlemmars möjliga aktioner när en organisation tar skada eller försämras av icke slumpmässiga skäl. Dessa handlingar mynnar ut i två konkreta val för medlemmarna; antingen väljer de att göra en *sorti* och lämna organisationen eller så väljer de att *protestera* genom att uttrycka sitt missnöje till ledningen. Är aktieägare inte nöjda med hur situationen ser ut inom bolaget, kan användning av protest uttryckas i form av att aktieägaren gör sin röst hörd på exempelvis företagets bolagsstämma eller genom att aktivt delta i företagets ledning (Hedlund, 1985). Vidare menar Hedlund (1985) att protest förväntas leda till att mer information offentliggörs. Huruvida individer väljer sorti eller protest beror på mängden aktier och förhandlingsstyrka de har inom organisationen, samt vilken typ av ägare de är (Hedlund, 1985). När aktieägare istället

utövar sorti sker en avyttring av aktier i företaget (Hedlund, 1985). Sorti har enligt Hirschman (1970) länge setts som den lättaste och vanligaste vägen att gå då protest bland annat kräver mer aktivism och större förhandlingsstyrka från medlemmarna.

2.5 Aktieägare

Aktieägare styrs av olika drivkrafter och har olika incitament med sina investeringar (Pedersen & Thomsen, 2000). De karakteriseras av skiftande egenskaper och är till olika grad engagerade i verksamheten. Det kan därför vara av vikt att reda ut vad det är som skiljer de olika investerarna åt och vad som därigenom kan leda till deras möjligtvis olika vilja till att offentliggöra information.

2.5.1 Familj- och individuellt ägande

En kategori av aktieägare är privatpersoner och familjer. Aktieägare av denna typ är inte sällan direkt involverad i den operativa ledningen av företaget i form av exempelvis verkställande direktör, något som ger dem stor makt och mycket handlingsfrihet (Cronqvist & Nilsson, 2003). Familjeägande är ofta förekommande i större delen av Europa och där tillika Sverige (Shleifer & Vishny, 1997). En stor andel listade företag i Sverige är ägda av privatpersoner eller kontrollerade av familjer. Dessa aktieägare är då vanligtvis grundaren av bolaget eller en stor investerare som förvärvat kontrollen (Agnblad et. al., 2001). Individuellt eller familjeägda bolag tenderar att vilja hålla bestämmanderätten över beslut inom familjen och är motvilliga att lämna ifrån sig kontroll (Pedersen & Thomsen, 2000). De skapar gärna ett långsiktigt åtagande till företaget (Pedersen & Thomsen, 2000) och har en tendens att göra företags-specifika investeringar i human-kapital för att skydda sig själva och förbli den största ägaren (Maug, 1996). Skulle delen utomstående aktieägare bli för stor, vid exempelvis införskaffning av utomstående kapital, riskerar familjen att mista kontrollen (Pedersen & Thomsen, 2000).

2.5.2 Institutionellt ägande

Hedlund (1985) definierar institutionella ägare som; investmentbolag, försäkringsbolag, stiftelser, pensionsfonder, föreningar, samfund, samt rörelsedrivande bolag med ägande i aktiebolag.

Institutionella ägare är inte till samma grad förankrade i företag såsom familjer eller enskilda individer vanligtvis är (Cronqvist & Nilsson, 2003). Det beror på att institutionella investerare ofta är professionella aktörer som inte styrs av de känslointressen som familjer och enskilda individer har benägenhet att göra. Finansiella institut agerar ofta som intermediär vilket gör att de har ett förvaltaransvar att agera i bästa intresse för en tredje part (Mallin, 2013). Att förvalta kapital åt en tredje part leder dem även till låg riskbenägenhet (Hedlund, 1985) samt en lång tidshorisont för investeringar (Pedersen & Thomsen, 2000). De institutionella investerarna har till följd av detta allt som oftast ett primärt mål att värdemaximera för att nå en så hög kapitalavkastning som möjligt (Shleifer & Vishny, 1986). Rörelsedrivande bolag har dock stundom viss grad privata intressen. Då det rör sig om exempelvis dotter- till moderbolags relationer, kan det finnas intressen som går ifrån den rena värdemaximerande typen (Cronqvist & Nilsson, 2003).

2.5.3 Sfärägande

Sfärbegreppet innebär att ägare grupperar sig och familjer hänger ihop (Fristedt & Sundqvist, 2009), förenade genom aktieägande (Collin, 1998). En sfär är en företagsgrupp där ett företag kontrollerar andra företag, som var och ett styr andra företag, som i sin tur kontrollerar ytterligare företag (Morck & Yeung, 2003). Sfärer består av rättsligt oberoende firmor som binds samman av en konstellation av formella och informella band, ofta många och överlappande, där vidtagande av samordnade åtgärder är vanligt förekommande (Khanna & Rivkin, 2001).

Sfärer som strukturer ger upphov till sina egna agentproblem då chefer agerar åt den kontrollerande familjen/ägaren, men inte för aktieägare generellt (Morck & Yeung,

2003). Detta skapar en tredje konflikt mellan ledning, kontrollerande aktieägaren och övriga aktieägare.

I sfärer släpps publika aktieägare enbart in för att bistå med kapital, men tillåts aldrig en majoritet av rösträtterna i något av företagen som ingår i sfären (Morck & Yeung, 2003). Inom det svenska finansiella systemet har ägargrupper ofta ägt kontrollerande andelar i anslutna bolag och tagit en aktiv roll i ledningen, samtidigt som den svenska bolagsstyrningsmodellen främjar starka privata ägare med en lång investeringshorisont (Doukas, Holmén & Travlos, 2002). Inom sfärer förekommer det att information utbyts mellan parter på formella gruppmöten, på informella klubbar eller vid familjesammankomster (Khanna & Rivkin, 2001).

2.5.4 Ledningsägande

Ledningsägande är det aktieinnehav som företagsledningen, bland annat verkställande direktör och chefer, är i besittning av (Eng & Mak, 2003). Personer inom företagsledningen som äger aktier kallas insynspersoner och hör även de till denna ägarkategori. Finansinspektionens definition av en insynsperson lyder: "En insynsperson är en person som genom sin ställning i bolaget anses ha särskilt goda förutsättningar att få tillgång till förtrolig information om bolaget (insiderinformation)" (Finansinspektionen, 2014). Ledningsägande i ett bolag minskar principal-agentproblemen och kan ses som ett substitut för övervakning eftersom det finns en uppmuntran till ansvar. Sjunger ledningssägandet i ett bolag, minskar ledningens motivation till att långsiktigt maximera värdet på bolaget. Samtidigt vill utomstående aktieägare öka övervakningen av ledningen, som kommer att producera information i större utsträckning för att mildra övervakningskostnaderna som uppstår (Jensen & Meckling, 1976).

Enligt Bebchuck och Fried (2005) belönas chefer och verkställande direktörer som innehar prestations-baserade optioner av tillfälliga stigningar i företagets aktiekurs. Vidare menar de att chefer ofta manipulerar resultatet för att på kort sikt kunna ta del av dessa stigningar. Därmed kan det ses som att de chefer (ledningsägare) som innehar prestations-baserade optioner är vinstmaximerande på kort sikt och har incitament att

tänka kortsiktigt. Aboody och Kasznik (2000) finner stöd för att verkställande direktörer (ledningsägare) gör opportunistiska beslut om när information ska offentliggöras för att på så sätt maximera sin options-baserade kompensation. Verkställande direktörer fördröjer bra nyheter och rusar fram dåliga nyheter vid tilldelningsdatum av optioner (Aboody & Kasznik, 2000) för att pressa ner priset innan med dåliga nyheter och öka priset efteråt med bra nyheter.

Bebchuck och Fried (2005) argumenterar för att chefer har för höga kompensationspaket och menar på att detta problem borde göras mer transparent. Trots krav från utomstående aktieägare är företagsledningen motvillig att avslöja den privata information de sitter på (Nagar, Nanda & Wysocki, 2003). Dåligt informationsutgivande försämrar investerares möjlighet att disciplinera företagsledningen (Nagar, Nanda & Wysocki, 2003) som följaktligen leder till att de biter sig fast och blir svåra att ersätta (Shleifer & Vishny, 1989).

2.6 Sammanfattning av teori

Vi kan bland teorierna ta med oss flertalet företeelser som är av vikt för studien.

För att underlätta för läsaren summeras därför i detta avsnitt de viktigaste teoretiska ståndpunkterna.

En första iakttagelse vi gör inom teorier på ämnet är att informationsasymmetri existerar. Akerlof (1970) beskriver denna informationsasymmetri med ett numer klassisk exempel från bilindustrin. Samtidigt visar Famas (1970) effektiva marknadshypotes att offentliggörande av information, vilket minskar informationsasymmetrin, faktiskt har en inverkan och betydelse för marknaden i de fall den inte är starkt effektiv.

Vidare beskriver kapitlet några av de konflikter som kan uppkomma inom företag. Den första konflikt som beskrivs är den mellan företagsledningen (agenter) och aktieägare (principaler). Denna konflikt, som först beskrevs av Jensen och Meckling (1976), bottenar i separationen mellan ägarskap och kontroll i bolag. Företagsledningen har, genom att

inte vara ägare i bolaget, incitament till att agera i sitt eget intresse och förbise aktieägarnas mål om långsiktig värdemaximering.

Nästa konflikt som berörs är den mellan majoritets- och minoritetsägare. Grossman och Hart (1980) förklarar konflikten genom att påstå att aktieägare med relativt lite kapital i företaget åker snålskjuts på majoritetsägare i samma företag. Vidare menar Shleifer och Vishny (1997) att majoritetsägare har incitament till att utöka sin personliga välfärd genom att söka fördelar på minoritetsägarnas bekostnad.

Den teoretiska referensramen statuerar även aktieägares val av aktioner vid missnöje. Enligt Hedlund (1985) påverkas aktieägares val att göra sin röst hörd i form av protest av deras andel aktiekapital. Vidare påstår Hirschman (1970) att protest kräver mer aktivism och förhandlingsstyrka än sorti, som enbart sker i form av avyttring av aktieinnehavet.

En avslutande del av teoriavsnittet behandlar olika sorters aktieägare och deras specifika karaktäristika. Sammantaget av denna del kan utläsas att teorin visar på att olika typer av aktieägare har olika mål med sina investeringar. Exempelvis drivs familjer och privatpersoner ofta mer av känslor än institutionella investerare (Cronqvist & Nilsson, 2003). Sfärer som aktieägare resulterar tillika ofta i ökade agentproblem då ytterligare en konflikt uppstår mellan sfären, övriga aktieägare och företagsledningen (Morck & Yeung, 2003). Något som i sin tur karaktäriserar företagsledningen som aktieägare är deras ofta kortsiktiga investeringshorisont (Bebchuck & Fried, 2005).

2.7 Tidigare studier

Tidigare empiriska studier har gjorts både på ägarstrukturens påverkan på offentliggörande av information samt på hur offentliggörande av information påverkar kapitalkostnad samt aktiekurs.

2.7.1 En studie om ägarstruktur och offentliggörande av information

Eng och Mak (2003) undersöker om ägarstruktur påverkar offentliggörande av information. De konstaterar i en studie gjord på 158 företag listade på börsen i Singapore,

att ägarstruktur har påverkan på offentliggörandet av information. Eng och Mak (2003) har valt att mäta offentliggörande av information genom poäng. De använder sig av två oberoende analytiker som individuellt poängsätter företagen med hjälp av ett protokoll som innehåller kategorier över information som kan offentliggöras. Ägartyperna i studien är statligt ägande, ledningsägande och blockholder-ägande.

I sin studie applicerar de en OLS regression för att undersöka sambandet mellan ledningsägande, blockholder-ägande, statligt ägande och offentliggörande av information. Eng och Maks (2003) regression innehåller, utöver ägartyperna de undersöker, åtta kontrollvariabler. Kontrollvariablerna är bland annat skuldsättningsgrad, industri, räntabilitet på eget kapital, tillväxtpöjligheter och storlek. De finner att mindre ledningsägande är associerat med ökat offentliggörande av information. Däremot finner de inte något signifikant samband mellan blockholder-ägande, där bland annat institutionellt ägande ingår, och offentliggörande av information. Studien utför en del tester för att säkerställa resultatens kvalitet. Exempelvis genomförs robusthetstest med fyra regressioner där olika variabelmått byts ut mot andra för att kontrollera om resultaten förblir de samma. En slutsats Eng och Mak (2003) drar från deras empiriska resultat är att ledningsägande fungerar som ett slags substitut för offentliggörande av information. Istället för att offentliggöra informationen minskas informationsasymmetrin genom att ledningen också agerar i egenskap av aktieägare.

2.7.2 Vidare forskning om ägarstruktur och offentliggörande av information

Chau och Gray (2002) undersöker även de i sin studie ägarstruktur och dess inverkan på offentliggörande av information på börserna i Singapore och Hong Kong. De inkluderade familjebestämmande som en förklarande variabel. Deras studie påvisar ett negativt samband mellan familjeägande och offentliggörande av information. Det finns således indikationer på att familj- och individuellt ägande minskar graden av offentliggörande av information.

El-Gazzars (1998) studie beskriver ett negativt samband mellan institutionellt ägande och offentliggörande av information. Det förvaltaransvar institutionella investerare har

gentemot en tredje part leder enligt El-Gazzar (1998) till ett högt tryck på informationsutgivning. Informationen behöver i vanliga fall dock inte offentliggöras, utan institutionella investerare når denna genom exempelvis företagsledningen (El-Gazzar, 1998).

Blevins och Schadewitz (1998) finner i sin studie gjord på företag noterade på Helsingforsbörsen en negativ association mellan institutionellt ägande och offentliggörande av information. Även de förklarar sambandet genom att beskriva institutioners förmåga att tillgå information på egen hand och kommer fram till samma slutsats som El-Gazzar (1998). Blevins och Schadewitz (1998) studie finner också att institutionella ägare kan, genom att vara representerade i styrelsen, få tillgång till information utan att denna behöver offentliggöras för allmänheten.

George, Ruland och Tung (1990) finner en negativ relation mellan ledningsägande och offentliggörande av information. Företagsledningens insynshandel ökar när informationsasymmetrin är låg mellan den och utomstående investerare, något som offentliggörande av information bidrar till (Noe, 1999).

2.7.3 Tidigare forskning om kapitalkostnad och offentliggörande av information

Botosan (1997) studerar sambandet mellan offentliggörande av information och kostnaden för eget kapital. Studien är gjord inom en industri och under ett år, och de empiriska resultaten visar på att offentliggörande av information och kostnaden för eget kapital är negativt korrelerade. Ju mer information ett bolag offentliggör, desto lägre kostnad för eget kapital. Botosan och Plumlee (2005) finner också att offentliggörande av information kan påverka kostnaden för eget kapital.

Detta faller i linje med Diamonds (1985) empiriska resultat att företag kan sänka sin kapitalkostnad genom att frivilligt lämna ut information. Investerare behöver då inte kräva privat information från företaget, något som kan vara kostsamt att producera. Ytterligare evidens för att företag vill offentliggöra information finner Lang och Lundholm (1996) i sin artikel där analytiker som får mer tillmötesgående information

från företag, har mindre spridning i sina prognoser. Mer homogena och ackurata prognoser minskar informationsasymmetri mellan företag, analytiker och investerare, något som bevisats sänker kapitalkostnaden för företag.

2.7.4 Tidigare forskning om offentliggörande av information och högre aktiepriser

Gelb och Zarowin (2002) mäter sambandet mellan aktuell aktieavkastning och hur pass informativ en aktiekurs är. De definierar och mäter hur informativ en aktiekurs är genom att köra en regression för aktuell aktieavkastning mot dagens och framtida förändringar i resultat samt framtida aktieavkastning. Förhöjd mängd offentliggörande av information är positivt associerat med mer information om framtida förändringar i resultat. Det vill säga att ju mer information ett företag lämnar ut, desto mer informativ är en aktie om framtida förändringar i resultat och desto högre aktuell aktieavkastning (Gelb & Zarowin, 2002).

3. Hypoteser

Detta kapitel redogör för studiens fyra hypoteser. Hypoteserna härleds utifrån befintliga teorier och tidigare forskning. Hypoteserna visar på vad det är vi vill undersöka med studiens empiriska tester.

3.1 Hypotes 1 – Familj- och individuellt ägande

Det finns ett antal, ur teorin, konstaterande om familjer och privata investerare som aktieägare. För det första, minskar separationen mellan ägarskap och kontroll av dessa ägares deltagande i den operativa ledningen, då de agerar som både principaler och agenter. Som följd minskar konflikten mellan aktieägare och ledning eftersom de består av samma fysiska personer. Övervakning, som kan ske i form av informationsutgivning, behöver således inte ske i lika stor utsträckning eftersom det vore onödigt att övervaka sig själv. För det andra, behöver familjer och individuella ägare som aktivt deltar i företagsledningen inte offentliggöra information för att få tillgång till den. För det tredje, säkerställer familjer och individuella ägare sin kontrollerande position i bolaget gentemot utomstående investerare genom att inte offentliggöra information eftersom de då behåller sitt informationsövertag. Utifrån föregående argument borde familjer och individuella aktieägare inte offentliggöra information i så stor utsträckning.

Tidigare empiri av Chau och Gray (2002) förklarar en negativ association mellan familjeägande och offentliggörande av frivillig information, alltså en indikation på att det kan finnas ett negativt samband mellan familj- och individuellt ägande och offentliggörande av information.

Diskussionen kring familj- och individuellt ägande leder oss till följande hypotes:

H1 : Ceteris paribus, det finns ett *negativt samband* mellan familj- och individuellt ägande och offentliggörande av information.

3.2 Hypotes 2 – Institutionellt ägande

Institutionella ägare agerar i bästa intresse för en tredje part vilket bör, på grund av deras värdemaximeringssyfte och låga riskbenägenhet, resultera i att de kräver en stor kvantitet finansiell information. Om denna information kan nå de institutionella investerarna utan att offentliggöras, kan företaget komma att vinna konkurrenskraft (Verrecchia, 1983). De institutionella inverterarnas värdemaximerande mål torde leda till att konkurrenskraften utnyttjas till fullo och informationsasymmetrin består.

Blevins och Schadewitz (1998) och El-Gazzar (1998) visar med sina tidigare studier på ett negativt samband mellan institutionellt ägande och offentliggörande av information.

Diskussionen kring institutionellt ägande leder oss till följande hypotes:

H2 : Ceteris paribus, det finns ett *negativt samband* mellan institutionellt ägande och offentliggörande av information.

3.3 Hypotes 3 – Sfärägande

Sfärägande karaktäriseras av många olika grupper som agerar aktieägare med samma enhetliga mål. Informella möten och sociala sammankomster gör sfären till ett stort nätverk där information kan flöda fritt mellan parterna. Ofta är en familj en del av sfären vilket även det leder till informationsutbyte på ett informellt sätt. Det är heller inte ovanligt att insynspersoner är en del av sfären vilket också gör att den informella informationsåtkomsten är hög. Eftersom sfären är ett kompakt nätverk där den kontrollerande ägargruppen av sfären inte tillåter övriga aktieägare att få för stort aktieinnehav och därmed inflytande i bolagen, kan det ses som att den innersta kretsen av sfärer vill förbli intakt. Offentliggörande av för mycket information motarbetar detta och sfärer väljer att hemlighålla delar av värdefull information.

Samtidigt har ägargrupper av sfärslaget ofta långa investeringshorisonter vilket borde leda till att de vill värna om befintliga konkurrensfördelar och därigenom inte lämna ifrån sig information de istället kan tillhandahålla internt genom ovan nämnda forum. Om

informationen kan delas inom sfären utan att nå allmänheten är sannolikheten sålunda stor att den gör så.

Diskussionen kring sfärägande leder oss till följande hypotes:

H3 : Ceteris paribus, det finns ett negativt samband mellan sfärsägande och offentliggörande av information.

3.4 Hypotes 4 – Ledningsägande

Precis som vid familj- och privat ägande, minskar separationen mellan ägarskap och kontroll vid ledningssägande eftersom ledningen då också agerar som ägare. Ledningens roll som aktieägare får övervakningen att minska eftersom ledningen då har incitament att agera i sitt eget, ägarnas, intresse. Information behöver i detta fall inte heller offentliggöras för att övervaka eller för att ledningsägarna ska få tag i den.

Tidigare studier gjorda av Eng och Mak (2003) samt George, Ruland och Tung (1990) finner ett negativt samband mellan ledningsägande och offentliggörande av information.

Emellertid har ledningen starka incitament till att offentliggöra information. Ledningsägare tänker ofta kortsiktigt i sina investeringar och drivs av ren värdemaximering. Genom att offentliggöra information stiger vanligtvis aktiepriset (Gelb & Zarowin, 2002) och ledningen kan genom detta få en högre avkastning på kort sikt. Den långsiktiga oron över tappade konkurrensfördelar som offentliggörande av information kan innebära, tror vi inte påverkar ledningens beslut i alltför stor utsträckning eftersom de inte tänker långsiktigt utan hellre vill höja den kortsiktiga avkastningen.

Eftersom teorin stödjer både ett negativt och ett positivt samband mellan ledningsägande och offentliggörande av information, väljer vi vid hypotesbildningen att ha en hypotes och en mothypotes. Av de två hypoteserna tror vi mest på den första hypotesen att det finns ett positivt samband.

Diskussionen kring ledningsägande leder oss därför till följande hypotes och mothypotes:

H4a : Ceteris paribus, det finns ett *positivt samband* mellan ledningsägande och offentliggörande av information.

H4b : Ceteris paribus, det finns ett *negativt samband* mellan ledningsägande och offentliggörande av information.

4. Metod

Detta kapitel förklarar studiens metod och tillvägagångssätt. Inledningsvis klargörs studiens forskningsansats och hur populationen definieras. Vidare beskrivs det hur datan samlas in och bearbetas. I kapitlet förklaras det också vilka regressionsanalysens variabler är samt hur de kvantifieras. I avsnittet som behandlar regressionsanalysen redogörs det för vilka tester som genomförs i datorprogrammet E-Views.

4.1 Förklaringsmodell och forskningsansats

För att undersöka studiens eventuella association mellan ägarstruktur och offentliggörande av information, deducerar studien sina hypoteser från teorin medans uppsatsen i sig tillämpar en induktiv forskningsansats där data hämtas in från olika databaser. Studien använder sig av kvantitativ sekundärdata av numerisk natur. Då studien mäter enheter över en specifik tidsperiod kan databaserna sägas bestå av paneldata (Brooks, 2008). Hypoteserna testas med hjälp av multipel regressionsanalys anpassad för paneldata.

4.2 Definition av population

Studiens population består av bolag noterade på NASDAQ OMX Stockholms huvudlistor Large Cap, Mid Cap och Small Cap. Studien undersöker tidsperioden 2007-2012.

Utöver huvudlistorna på Stockholmsbörsen finns listan First North. På grund av mindre omfattande regelverk (Nasdaq OMX Nordic, 2014) har vi valt att inte låta bolag registrerade på denna lista ingå i populationen. Detsamma gäller för bolag som är registrerade på de alternativa listorna Aktietorget och Nordic Growth Market (NGM). Däremot inkluderas finansiella bolag som banker och investmentbolag som annars kan stå under särskilda regelverk. Anledningen är att all nödvändig data finns tillgänglig för att de ska kunna inkluderas i studien.

4.3 Data

4.3.1 Insamling och bearbetning av data

Tre källor används för att få tillgång till all nödvändig data. En för offentliggörande av information, en för ägarstruktur och en för bolagens finansiella situation. Tillvägagångssättet förklaras i avsnitten som följer nedan. Övergripande går insamling och bearbetning till på följande sätt:

- 1) Insamling av data
- 2) Inmatning i Excel
- 2) Sammanfogning av data till en gemensam databas

4.3.1.1 Data över offentliggörande av information

Datan över offentliggörande av information är unik och av mycket hög kvalitet. I övriga studier som gjorts på offentliggörande av information har ofta data samlats in av forskaren själv, eventuellt med hjälp av någon analytiker, över ett år. Vår data sträcker sig över sex år och har systematiskt gått igenom noggrant varje år av det svenska konsultbolaget Kanton AB.

Kanton AB ligger, tillsammans med intresseorganisationen Aktiespararna, bakom datan över offentliggörande av information. Vi fick tillgång till den i form av en Excel-fil via Håkan Jankensgård som mottagit och sammanställt datan från Kanton AB. Vi har varit i kontakt med kontaktperson Hans Börneroth och Martin Isemo, båda anställda på Kanton AB, för mer ingående detaljer angående datan.

Tävlingen ”Årets Börsbolag” ligger till grund för datan. Datan över offentliggörande av information presenteras i form av de poäng företagen har fått i tävlingen. Vid poängsättningen granskas företagens årsredovisningar, delårsrapporter och mängden finansiell information som finns att tillgå på deras hemsidor. Poäng delas ut beroende på hur mycket information företaget ger ut i respektive kategori. Maxpoängen på respektive delmoment utgår från mängden frivillig information bolagen offentliggör (med undantag för viss information som enligt lag måste offentliggöras) och sätts utifrån bestämda

kriterier. Bolagsbeskrivning, uttalande från ledande befattningshavare och nyckeltal är exempel på vad som poängsätts.

Under 2010 skedde en förändring av kriterierna för ”Årets Börsbolag”. Påföljden blev hårdare kriterier för bolagen och maxpoängen sänktes till följd av detta med drygt 23%. Martin Isemo, konsult på Kanton AB, förklarar förändringen i kriterierna på följande sätt:

”Inför Årets börsbolag 2010 gjordes större ändringar än vanligt i bedömningskriterierna. Flera av de kriterier som en hög andel av bolagen tilldelats poäng för utgick och kvar blev de ’svårare kriterierna’. Samtidigt tillkom några nya kriterier, vars uppfyllnad tenderar att öka med åren (möjligen på grund av att kriterierna har viss påverkan på hur bolagen utformar sin kommunikation).”

- Martin Isemo, Kanton AB.

Fler bolag fick på grund av de åtstramade förändringarna mindre eller helt uteblivande poäng. Vissa bolag drabbades hårdare än andra, men trots detta så var det en förändring som gällde för alla bolag. Dock kan det urskiljas i databasen att poängsättningen för åren efter 2010 saknas eller är lägre oftare än föregående år på grund av att bolag fick svårare att få poäng och uppnå kriterierna för att ingå i tävlingen.

4.3.1.2 Data över ägarstruktur

SIS Ägarservice AB har sedan 1985 gett ut ägardata över ägarstruktur för svenska företag vars aktiekurser löpande noterats på Stockholmbörsen (Fristedt & Sundqvist, 2009). Ägarstatistiken finns sammanställd på deras hemsida. Verkställande direktör Daniel Fristedt och styrelseordförande Sven-Ivan Sundqvist beviljade oss inloggningsuppgifter till deras hemsida där vi hämtar den data som var relevant för oss.

Datan över ägarstruktur bearbetas och presenteras i form av procentandel röster som varje bolags fem största ägare var i besittning av vid respektive år. Vidare klassificeras dessa ägare som familj- och individuellt ägande, ledningsägande, institutionella ägare eller sfärer. Privatpersoner, enskilda firmor, familjer och släkter hör till ägartypen familj- och

individuellt ägande. Hedlunds (1985) definition av institutionellt ägande, som återfinns i avsnitt 2.5.3, ligger till grund för klassificeringen av variabeln institutionellt ägande. Ledningsägande definieras som samtliga insynspersoner. Vid indelning i olika sfärer används Sven-Ivan Sundqvists definition av sfärbegreppet som återfinns i Fristedt och Sundqvist (2009). Denna definition återfinns även i avsnitt 2.5.3. Mindre återkommande beteckningar och företagsbeteckningar för aktieägare som SIS Ägarservice använt sig av, klassificeras till den ägarkategori som vi anser vara mest relevant (*se bilaga 1*). Datan över ägarstruktur hämtas för det första kvartalet varje år. Vissa år har återköp av aktier skett vilket resulterar i att rösträtten förstärks bland aktieägarna. Då återköp av aktier finns, tar vi hänsyn till det vid mätning av röstprocent.

4.3.1.3 Övrig data

Via Thomson Reuters Datastream utökas databasen med ytterligare information om storlek, totala skulder och eget kapital. Datan som hämtas från Thomson Reuters Datastream används i studien som kontrollvariabler.

4.3.2 Bortfall

Ett stort bortfall kan innebära problem (Kalton & Moser, 1971) och ge skeva resultat (Bell, 1995), varför vi försöker hålla bortfallet till en acceptabel nivå. För att ingå i studien måste vissa kriterier uppfyllas. Dessvärre finns det bolag som ofrånkomligt exkluderas från studien.

En anledning till bortfall är att bolag som inte gett ut sina rapporter på svenska och har sitt huvudkontor i Sverige har exkluderats ur tävlingen ”Årets Börsbolag”. Bolagen har därmed inte blivit poängsatta och kan således inte ingå i denna studie. Bolag som exkluderas på grund av detta är exempelvis ABB, Stora Enso och Astra Zeneca. Problemet survivorship bias (Blake, Cruber & Elton, 1996) orsakar även ett visst bortfall. Detta då företag som inte längre tillhandahåller årsredovisningar blivit uppköpta, gått i konkurs eller av annan anledning blivit avnoterade. I de fallen saknas ägardata för dessa bolag eftersom SIS Ägarservice eliminerar dessa bolag från sin hemsida. Bolag som exkluderas på grund av detta är exempelvis Gant, Höganäs och Säki. Vidare har vissa

bolag blivit poängsatta för somliga år men saknar ägardata för dessa år. Bolag som exkluderas på grund av detta är exempelvis Millicom och Unibet. En del av bortfallen redovisas i *bilaga 2*.

4.4 Beroende variabel

Regressionens beroende variabel är offentliggörande av information. Denna variabel kvantifieras med hjälp av de poäng företagen fått för offentliggörande av information i tävlingen “Årets Börsbolag”. Variabeln uttrycks på följande sätt: Företagens totalpoäng i kategorin årsredovisning sätts i förhållande till maxpoängen för denna kategori. Samma sak görs för kategorierna delårsrapporter och hemsida. Då får vi fram en procentuell poäng för företagen i respektive kategori. Sedan har dessa tre procentuella poäng adderats och delats med tre (antal kategorier) för att få fram en genomsnittlig, procentuell totalpoäng för alla bolagen.

4.5 Oberoende undersökande variabler

Nedan förklaras hur variablerna som tros kan vara av betydelse för offentliggörande av information inkluderas i regressionen. Variablerna av intresse tas fram med hjälp av tidigare studier samt till ämnet lämpliga teorier.

För att mäta hur de olika ägartyperna påverkar offentliggörande av information inkluderas de fem största aktieägarna, mätt till andel röstprocent i bolaget, i studien. Att endast de fem största aktieägarna undersöks är till följd av att data över samtliga aktieägare i företag är nästintill omöjlig att få tillgång till. Dessa aktieägars röstandel adderas efter vilken ägartyp de tillhör. Till följd av denna summering används fyra olika variabler för ägarstruktur. En variabel visar hur stor del av företagets röstprocent som utgörs av familj- och individuellt ägande (AG_PRIV). Nästa variabel förklarar hur stor del av företagets röstprocent som utgörs av institutionella investerare (AG_INST). Ytterligare en variabel förklarar hur stor del av företagets röstprocent som utgörs av ledningsägande (AG_LED). Den sista variabeln som förklarar ägartyp visar hur stor del av företagets röstprocent som utgörs av sfärägande (AG_SFAR).

4.6 Oberoende kontrollvariabler

Vi har valt att inkludera fyra kontrollvariabler i vår regressionsanalys. Detta för att minska och undvika skevhet till följd av utelämnandet av förklarande variabler. Om kontrollvariabler inkluderas i regressionen kan eventuell variation i dessa fångas upp istället för att bli en del av feltermen (Roberts & Whited, 2013). Kontrollvariablerna väljs ut i syfte att ha en förklaringsgrad i regressionsanalysen samtidigt som de inte ska vara alltför korrelerade med varandra. Detta för att undvika multikollinearitet (Cooke, 1989).

4.6.1 Storlek

Ett flertal studier som vi tagit del av, däribland studier gjorda av Habib, Hu och Jiang (2011) samt av Eng och Mak (2003) hittar belägg för att företagets storlek är av betydelse för offentliggörande av information. Gray, Roberts och Meek (1995) hittar bevis för att större företag generellt sett offentliggör mer information. Detta faktum har enligt dem flertalet förklaringar. Stora företag kan exempelvis få relativt sett mindre komparativa nackdelar av att ge ut information. Stora företag är ofta mer komplexa i sin natur vilket leder till ett större behov av information för att få utomstående aktörer att förstå verksamheten. Jensen och Meckling (1976) förklarar ett positivt samband mellan ett företags storlek och dess agentkostnader, vilket enligt Gray, Roberts och Meek (1995) i sin tur indikerar på ett positivt samband mellan ett företags storlek och dess offentliggörande av information. Vi väljer således att använda oss av företagets storlek som en kontrollvariabel då vi med stöd i ovanstående studier och teorier tror att denna variabel kan ha en hög förklaringsgrad för offentliggörande av information. För att mäta bolagens storlek använder vi oss främst av deras totala tillgångar mätt i svenska kronor. För att normalisera variabeln används den naturliga logaritmen av totala tillgångar i regressionsanalysen (LOG_TA). Ytterligare en storleksvariabel är antalet anställda (EMPLOYEES) som belyser hur stort ett företag är sett till personal.

4.6.2 Skuldsättningsgrad

Skuldsättningsgrad har i tidigare studier (Chau & Gray, 2002) inom ämnet visat sig ha varierande betydelse för offentliggörandet av information. Eng och Mak (2003)

inkluderar denna kontrollvariabel i sin regression och finner ett negativt statistiskt säkerställt samband mellan skuldsättningsgrad och offentliggörande av information. Gray, Robert och Meek (1995) menar dock på att vissa tidigare studier inte hittat något samband mellan variablerna i fråga. Vi väljer att inkludera skuldsättningsgrad som en kontrollvariabel i vår regression fastän meningarna om dess betydelse är delade. Existerar det någon påverkan från denna variabel vill vi fånga upp den. Som mått på skuldsättningsgrad mäter vi totala skulder i förhållande till totala tillgångar (LEV).

4.6.3 Lönsamhet

Lönsamhet inkluderas som ännu en kontrollvariabel i regressionen. Flertalet tidigare studier inom ämnet, däribland den av Eng och Mak (2003) och Chau och Gray (2002), inkluderar denna kontrollvariabel. Dock skiljer sig sättet att mäta lönsamhet på mellan studierna. Eng och Mak (2003) mäter lönsamhet som räntabilitet på eget kapital för att sedan vid ett robusthetstest byta ut lönsamhetsmättet till räntabilitet på totalt kapital. Chau och Gray (2002) mäter däremot lönsamhet som resultat efter skatt samt extraordinära poster genom nettoförsäljning. I denna studie uttrycks lönsamhet som dels räntabilitet på totalt kapital (ROA), dels som rörelseresultat som upplyser hur mycket resultat ett företag har före finansiella poster och skatt. När rörelseresultat används som variabel normaliseras detta genom att divideras med företagets totala tillgångar (EBIT_TA).

4.6.4 Dummy-variabel för förändringen i bedömningskriterier

Bedömningskriterierna för offentliggörande av information i "Årets Börsbolag" försvårades för bolagen år 2010. Det gör att det finns en strukturell brytning i vår data. Detta kontrolleras för genom att inkludera en dummy-variabel (SKIFT) i regressionen som antar ett värde av 1 för åren 2010, 2011 och 2012 samt ett värde av 0 för åren 2007, 2008 och 2009. Variabeln fångar upp den variation som denna förändring innebar.

4.7 Regressionsanalys

Datorprogrammet E-Views används för att utföra de empiriska testerna. För att komma fram till den optimala statistiska modellen att använda, samt för att testa regressionens hållbarhet, görs ett flertal tester. Tillvägagångssättet för dessa beskrivs i detta avsnitt.

4.7.1 Statistisk modell

Om paneldatans fulla variation över både bolag och tidsperioder ska utnyttjas, finns det främst två metoder som kan användas vid regressionsanalys, Fixed Effects eller Random Effects (Brooks, 2008). Att använda sig av Random Effects anses ge ett mer effektivt resultat eftersom färre variabler skattas och frihetsgrader sparas. Problemet med Random Effects är att denna modell har striktare restriktioner än vad Fixed Effects har, vilket oftast innebär att den inte kan användas (Brooks, 2008).

För att utröna huruvida Random Effects eller Fixed Effects ska användas kan man utgå från både teorier och statistiska tester. Teorin säger, enligt Baltagi (2013), att Random Effects är den mest lämpliga modellen om urvalet anses vara slumpmässigt taget från populationen. Vidare menar Baltagi (2013) att Fixed Effects är mest lämplig när urvalet utgör hela populationen. Baltagi (2013) exemplifierar detta genom att säga att Fixed Effects är lämplig då samtliga bolag på en börs ingår i studien. Hausman-testet är det statistiska test som avgör vilken av modellerna som är applicerbar (Brooks, 2008). Om nollhypotesen, som säger att de oberoende variablerna är okorrelerade, förkastas, är Random Effects modellen misspecificerad och Fixed Effects är den modell som ska användas (Brooks, 2008).

Enligt teorin anses Fixed Effects vara den mest lämpliga modellen att använda i denna typ av studie. Detta eftersom studien görs på samtliga bolag på Stockholmsbörsen. Dessutom förkastas nollhypotesen i Hausman-testet, som säger att Random Effects går att använda, på signifikansnivån 5 %. Modellen som används i studien är således Fixed Effects. Vidare förväntas datan variera mer mellan företagen än över tid. Vid en sådan variation är det enligt Brooks (2008) mest lämpligt att låta interceptet variera mellan företag men vara konstant över tid. All variation som påverkar offentliggörande av

information mellan företag men inte över tid fångas på detta sätt upp och bidrar till ett bättre resultat. Den typ av Fixed Effects, som på grund av denna företags-variation används, kallas för Firm Fixed Effects (Brooks, 2008).

4.7.2 Studiens regression

Studiens regression ser ut på följande sätt:

$$POANG_{it} = C + \beta_1 AG_PRIV_{it} + \beta_2 AG_INST_{it} + \beta_3 AG_SFAR_{it} \\ + \beta_4 AG_LED_{it} + \beta_5 LOG_TA_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 ROA_{it} \\ + D1_SKIFT_t + u_{it}$$

$POANG_{it}$ = Genomsnittlig poäng för bolagen i "Årets Börsbolag"

AG_PRIV_{it} = Familj- och individuellt ägande

AG_INST_{it} = Institutionellt ägande

AG_SFAR_{it} = Sfarägande

AG_LED_{it} = Ledningsägande

LOG_TA_{it} = Logaritmen av totala tillgångar

LEV_{it} = Skuldsättningsgrad

ROA_{it} = Räntabilitet på totalt kapital

$D1_SKIFT_t$ = Regime skift dummy variabel för den strukturella brytningen år 2010

4.7.3 Tester av modellen

För att regressionsanalysen ska kunna anses korrekt finns det ett antal kriterier som ska uppfyllas (Brooks, 2008). För studiens regression är antagandena de följande:

- Residualernas varians är konstant.
- Residualerna är inte korrelerade med varandra.
- De oberoende variablerna och residualerna är inte korrelerade.
- Residualerna är normalfördelade.

Antagandet om homoskedastisitet, att residualernas varians är konstant, kontrolleras för genom att använda White's Standard Error Estimates i E-Views. Genom att använda denna funktion i datorprogrammet estimeras regressionen med hetroskedastisk-robusta standardfel och variabelernas signifikans tros således öka (Brooks, 2008). Autokorrelation, att residualerna är korrelerade med varandra, testas för genom ett Durbin Watson-test. Durbin Watson-testet visar på att autokorrelation existerar i regressionen. Vi försöker lösa problemet med autokorrelation genom att inkludera laggade värden för variabelerna i regressionen. Autokorrelationen kvarstår dock även efter detta och vidare åtgärder för autokorrelation ligger utanför ramarna för denna studie. Att autokorrelation existerar kan exempelvis leda till stora residualer (Brooks, 2008), men vi anser inte detta vara ett problem eftersom autokorrelation inte leder till vinklade resultat. Vidare undersöks det om de oberoende variabelerna i regressionen är exogena, med andra ord om de oberoende variabelerna och residualerna är korrelerade. Endogeneitet uppkommer till på grund av tre orsaker; omitted variables, mätfel och simultanitet (Roberts & Whited, 2013). Genom att inkludera kontrollvariabler i regressionen försöks omitted variable bias att undvikas. Risken för mätfel finns eftersom den beroende variabeln kan anses vara enbart en estimering av företagets sanna värde av offentliggörande av information. Simultanitet anses inte vara ett problem. För att testa för residualernas normalfördelning plottas residualerna i ett histogram. De undersöks vidare med hjälp av värden på snedhet och kurtosis samt testas med hjälp av ett Jarque Bera-test.

Regressionen kontrolleras för multikollinearitet genom en korrelationsmatris (se avsnitt 5.2) för de oberoende variabelerna. Multikollinearitet innebär att de oberoende variabelerna är högt korrelerade med varandra vilket kan leda till insignifikanta variabler (Brooks, 2008).

4.7.4 Robusthetstest

För att testa regressionens robusthet byts variabler som ingår i den ursprungliga regressionen ut mot andra variabler som kontrollerar för samma sorts variation. Ett första robusthetstest görs där lönsamhetsmättet räntabilitet på totalt kapital (ROA) byts ut mot

det andra lönsamhetsmättet normaliserat rörelseresultat (EBIT_TA). Efter att variabeln bytts testas regressionen återigen. Robusthetstest görs för att se om resultaten blir likartade även när variabler byts ut och således om regressionen kan anses vara stabil (Kuorikoski, Lehtinen, & Marchionni, 2010). Följande regression testas vid det första robusthetstestet:

$$\begin{aligned}
 POANG_{it} = & C + \beta_1 AG_PRIV_{it} + \beta_2 AG_INST_{it} + \beta_3 AG_SFAR_{it} \\
 & + \beta_4 AG_LED_{it} + \beta_5 LOG_TA_{it} + \beta_6 LEV_{it} \\
 & + \beta_7 EBIT_TA_{it} + D1_SKIFT_t + u_{it}
 \end{aligned}$$

POANG_{it} = Genomsnittlig poäng för bolagen i ”Årets Börsbolag”

AG_PRIV_{it} = Familj- och individuellt ägande

AG_INST_{it} = Institutionellt ägande

AG_SFAR_{it} = Sfärägande

AG_LED_{it} = Ledningsägande

LOG_TA_{it} = Logaritmen av totala tillgångar

LEV_{it} = Skuldsättningsgrad

EBIT_TA_{it} = Normaliserat rörelseresultat

D1_SKIFT_t = Regime skift dummy variabel för den strukturella brytningen år 2010

Även ett andra robusthetstest görs. Vid detta test byts storleksmättet till ett annat. I denna regression används antal anställda (EMPLOYEES) som storleksmått istället för logaritmen av totala tillgångar (LOG_TA). Vid detta andra robusthetstest testas följande regression:

$$\begin{aligned}
POANG_{it} = & C + \beta_1 AG_PRIV_{it} + \beta_2 AG_INST_{it} + \beta_3 AG_SFAR_{it} \\
& + \beta_4 AG_LED_{it} + \beta_5 EMPLOYEES_{it} + \beta_6 LEV_{it} \\
& + \beta_7 ROA_{it} + D1_SKIFT_t + u_{it}
\end{aligned}$$

$POANG_{it}$ = Genomsnittlig poäng för bolagen i ”Årets Börsbolag”

AG_PRIV_{it} = Familj- och individuellt ägande

AG_INST_{it} = Institutionellt ägande

AG_SFAR_{it} = Sfärägande

AG_LED_{it} = Ledningsägande

$EMPLOYEES_{it}$ = Antalet anställda

LEV_{it} = Skuldsättningsgrad

ROA_{it} = Räntabilitet på totalt kapital

$D1_SKIFT_t$ = Regime skift dummy variabel för den strukturella brytningen år 2010

4.8 Hypotesprövning

Regressionerna kommer att testas med hjälp av hypotesprövning där nollhypotesen antingen accepteras eller förkastas (Körner & Wahlgren, 1998). En trovärdighetsbedömning av hypoteserna görs genom att titta på signifikansnivån och se hur pass statistiskt säkerställda dem är. Signifikansnivån säger hur stor sannolikheten är att vi förkastar en sann nollhypotes (Holme & Solvang, 1997). Befinner sig hypotesen inom signifikansnivån är den statistiskt säkerställd (Körner & Wahlgren, 1998). En variabel kan vara starkt signifikant på 1%-nivån, signifikant på 5%-nivån eller svagt signifikant på 10%-nivån.

4.9 Undersökningens kvalitet

4.9.1 Validitet

Vid hög validitet innebär det att man mäter det man vill mäta (Holme & Solvang, 1997). Subjektivitet är alltid en fara i utförande och tolkning av en studie. Vi försöker under arbetets gång att vara så objektiva som möjligt. Risken för subjektivitet är emellertid

begränsad i vårt fall i och med att vi arbetar med kvantitativ sekundärdata som gör det svårt för subjektiv tolkning av resultaten. Att den beroende variabeln är en skattning gjord av revisionsbyråen Kanton i samarbete med Aktiespararna innebär en viss risk för subjektivitet. Källorna anses dock vara tillförlitliga och risken för subjektivitet vara liten. Vi konstaterar att vår studie anses ha hög validitet.

Vidare kan det ifrågasättas om variationen i offentliggörande av information verkligen beror på ägarstruktur och hur pass pålitlig associationen i så fall är. Våra mätningar konstaterar att ett sådant samband existerar. Självklart kan variationen i offentliggörande av information bero på fler variabler än ägarstruktur och de kontrollvariabler vi har valt att inkludera. Resultaten kan därmed se annorlunda ut beroende på hur många fler variabler som inkluderas och hur många av våra som exkluderas. Till vårt försvar väljer vi variabler som vi anser ha störst betydelse för offentliggörande av information. Vår höga determinationskoefficient och signifikans visar att vi valt rätt variabler för denna studie.

Vi anser att det, med samma variabler och data av samma höga kvalitet, bör finnas utrymme för en generalisering utöver vår undersökningskontext. Studien bör vara applicerbar i andra länder än Sverige och på andra börser än Stockholmsbörsen.

4.9.2 Reliabilitet

Reliabiliteten visar på tillförlitligheten hos mätningar (Holme & Solvang, 1997) och talar om huruvida resultaten från en undersökning blir desamma om undersökningen skulle genomföras på nytt eller om den påverkas av slumpmässiga eller tillfälliga betingelser. Vi anser att vår studie har hög reliabilitet.

Datan över offentliggörande av information som används i studien anses vara av mycket hög kvalitet. Källorna anses vara tillförlitliga och datan väl genomarbetad. Även datan över ägarstruktur anses vara av mycket hög kvalitet. Primärkällan för ägarstatistiken är två olika dokument från Euroclear Sweden AB, bestående av förteckningar över aktieinnehav som är förvaltarregistrerade och offentliga aktieböcker (Fristedt &

Sundqvist, 2009). Aktieägarna själva har även granskat ägardatan innan den läggs ut på SIS Ägarservices hemsida vilket höjer reliabiliteten ytterligare.

För att ständigt försäkra oss om att reliabilitet består är vi noga i vår databearbetning och genomför med jämna mellanrum avcheckningar med stickprov mot originaldatan för att se så att datan är korrekt. Detta för att minimera de fel den mänskliga faktorn kan åstadkomma.

Problemet med survivor bias kvarstår emellertid. Bortfallet beror till viss del på att företag med dålig ekonomisk ställning eller alltför bristfälliga rapporter fallit bort, vilket kan resultera i en högre genomsnittlig poäng för offentliggörande av information än om problemet inte kvarstått.

5. Empiriska resultat

I detta kapitel sammanställs studiens empiriska resultat bestående av tabeller, diagram och förklarande texter. Vidare presenteras beskrivande statistik som snitt, median, standardavvikelse och en korrelationsmatris. Slutligen presenteras utfallet från hypotesprövningen och en sammanfattning av de empiriska resultaten.

5.1 Sammanställning av resultat

Studiens empiriska resultat från regressionsanalys 1, 2 och 3 presenteras i *bilaga 4, 5* och *6*. En övergripande tabell över resultaten redovisas i *tabell 1*.

| | Regression 1 | Regression 2 | Regression 3 |
|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Beroende variabel | POANG | POANG | POANG |
| AG_PRIV | -0.101*** (-4.49) | -0.082*** (-3.53) | -0.100*** (-4.62) |
| AG_INST | -0.014 (-0.36) | -0.021 (-0.56) | -0.012 (-0.32) |
| AG_SFAR | -0.129 (-1.39) | -0.129 (-1.44) | -0.130 (-1.42) |
| AG_LED | -0.026 (-0.39) | -0.025 (-0.38) | -0.031 (-0.46) |
| ROA | 24.34*** (4.33) | | 22.02*** (3.32) |
| LOG_TA | 0.011 (0.85) | 0.011 (0.77) | |
| LEV | -0.017 (-0.39) | -0.047 (-1.07) | -0.004 (-0.46) |
| EBIT_TA | | -0.011 (-0.83) | |
| EMPLOYEES | | | -5.460 (-1.09) |
| D1_SKIFT | -0.101*** (-7.11) | -0.100*** (-7.29) | -0.100*** (-7.11) |
| Observations | 964 | 989 | 964 |
| Prob (F-statistics) | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| Adj R-square | 0.730 | 0.723 | 0.729 |
| Effects Specification | Firm Fixed | Firm Fixed | Firm Fixed |

Tabell 1 – Sammanfattning av resultat. Denna tabell visar resultaten från uppsatsens regressioner av bestämningsfaktorerna för offentliggörande av information för bolag noterade på Stockholmsbörsen mellan 2007 och 2012. Samtliga regressioner har offentliggörande av information (POANG) som beroende variabel och använder Firm Fixed Effects. D1_SKIFT är en kontrollvariabel som antar värde 0 för åren

2007-2009 och värde 1 för åren 2010-2012, för att ta hänsyn till den strukturella brytningen 2010. Siffror utan parantes är koefficienterna för offentliggörande av information och siffror inom parantes är T-statistik. Upphöjda ***, ** och * indikerar signifikans på 1%, 5% och 10% nivåer, respektive.

5.2 Beskrivande statistik

Medelvärde, median och standardavvikelse är statistik som kvantitativt beskriver de viktigaste inslagen i en samling information. Nedan redovisas vår studies beskrivande statistik i *tabell 2*.

| | AG_PRIV | AG_INST | AG_SFAR | AG_LED | EBIT_TA | ROA | LEV | LOG_TA | EMPLOYEES |
|----------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|---------|-------------|
| Medel | 0.0535 | 0.2246 | 0.1144 | 0.1647 | 0.0561 | 0.0003 | 0.2201 | 15.2177 | 8193.667 |
| Median | 0.0000 | 0.1670 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0742 | 0.0001 | 0.1832 | 14.9333 | 1043.0000 |
| Maximum | 0.8417 | 1.2380 | 0.8900 | 0.9310 | 0.8554 | 0.0043 | 0.7581 | 22.5792 | 279641.0000 |
| Minimum | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | -1.6118 | 0.0000 | 0.0000 | 10.2435 | 0.0000 |
| Std Avv. | 0.1320 | 0.1957 | 0.1896 | 0.2418 | 0.1749 | 0.0006 | 0.1878 | 2.1808 | 23949.78 |
| Snedhet | 3.8629 | 1.2972 | 1.8624 | 1.3997 | -3.2395 | 3.3336 | 0.6275 | 0.5875 | 6.8775 |
| Kurtosis | 19.0280 | 4.6662 | 5.9037 | 3.8732 | 24.6797 | 15.8216 | 2.5090 | 3.3697 | 63.9398 |

Tabell 2 – Beskrivande statistik

En korrelationsmatris presenteras i *tabell 3* och testar samtliga oberoende variabler för multikollinearitet. Vid perfekt positiv korrelation antas värde 1 och vid perfekt negativ korrelation antas värde -1. Gränsen för multikollinearitet går vid ± 0.8 (Westerlund, 2005). Samtliga korrelationer understiger det kritiska värdet och således finns ingen multikollinearitet i regressionerna.

| | AG_PRIV | AG_INST | AG_SFAR | AG_LED | EBIT_TA | ROA | LEV | LOG_TA | EMPLOYEES |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|-----------|
| AG_PRIV | 1.0000 | | | | | | | | |
| AG_INST | -0.224 | 1.0000 | | | | | | | |
| AG_SFAR | -0.1750 | -0.2690 | 1.0000 | | | | | | |
| AG_LED | -0.0751 | -0.4310 | -0.2610 | 1.0000 | | | | | |
| EBIT_TA | 0.0530 | -0.0640 | 0.0200 | 0.1188 | 1.0000 | | | | |
| ROA | 0.2543 | -0.1601 | -0.1271 | 0.2068 | 0.2171 | 1.0000 | | | |
| LEV | -0.0167 | 0.0333 | 0.0184 | -0.0411 | -0.0130 | -0.3138 | 1.0000 | | |
| LOG_TA | -0.0504 | -0.0867 | 0.3676 | -0.2627 | 0.1432 | -0.3250 | 0.4298 | 1.0000 | |
| EMPLOYEES | -0.0156 | -0.0368 | 0.1999 | -0.1771 | 0.0761 | -0.0675 | 0.1925 | 0.4219 | 1.0000 |

Tabell 3 – Korrelationsmatris

En residualanalys testar för att residualerna uppfyller kraven för normalfördelning (se *bilaga 3*). Antagandet att residualerna ska vara normalfördelade är dock inte nödvändigt och därför kan vi fortsätta under premissen att residualerna inte behöver vara normalfördelade (Westerlund, 2005).

5.3 Sammanställning av resultat från regression 1

Studiens empiriska resultat från regressionsanalys 1 beskrivs nedan samt presenteras mer i detalj i *bilaga 4*. Variablerna familj- och individuellt ägande, institutionellt ägande, sfärägande och ledningsägande presenteras separat i avsnitt 5.3.1. Kontrollvariabeln räntabilitet på totalt kapital (ROA) är starkt signifikant på 1%-nivån som innebär att regressionen fångar upp variationen från variabeln. Logaritmen av totala tillgångar (LOG_TA) är inte signifikant. Skuldsättningsgraden (LEV) är inte signifikant. Regime skift dummy variabel (D1_SKIFT) är signifikant som innebär att regressionen fångar upp den strukturella brytningen som sker år 2010. Den strukturella brytningen går att se i *bilaga 7* som visar genomsnittlig poäng över tid. Den justerade determinationskoefficienten är 72.96%.

5.3.1 Resultat från statistisk hypotesprövning

Nedan presenteras resultat från hypotesprövning där vi accepterar eller förkastar våra hypoteser. Resultaten kommer från *bilaga 4* och gäller för regression 1. Se sammanställning av resultat i *tabell 4*.

Hypotes 1 – Familj- och individuellt ägande

För variabeln *familj- och individuellt ägande* finner vi att sannolikheten för att förkasta en sann nollhypotes är 0.00%. Eftersom detta är innanför signifikansnivån på 1%, är variabeln starkt signifikant, och vi förkastar nollhypotesen om att inget signifikant samband föreligger. En negativ koefficient på -0.101 innebär att det finns ett *negativt* signifikant samband mellan familj- och individuellt ägande och offentliggörande av information.

Hypotes 2 – Institutionellt ägande

För variabeln *institutionellt ägande* finner vi att sannolikheten för att förkasta en sann nollhypotes är 71.69%. Eftersom detta är utanför signifikansnivån på 10%, accepterar vi nollhypotesen om att *inget* signifikant samband föreligger mellan institutionellt ägande och offentliggörande av information.

Hypotes 3 – Sfärägande

För variabeln *sfärägande* finner vi att sannolikheten för att förkasta en sann nollhypotes är 16.60%. Eftersom detta är utanför signifikansnivån på 10%, accepterar vi nollhypotesen om att *inget* signifikant samband föreligger mellan institutionellt ägande och offentliggörande av information.

Hypotes 4 – Ledningsägande

För variabeln *ledningsägande* finner vi att sannolikheten för att förkasta en sann nollhypotes är 69.60%. Eftersom detta är utanför signifikansnivån på 10%, accepterar vi nollhypotesen om att *inget* signifikant samband föreligger mellan ledningsägande och offentliggörande av information.

| <u>Variabel</u> | <u>Signifikans</u> | <u>Koefficient</u> |
|----------------------------------|--------------------|--------------------|
| Familj- och individuellt ägande: | Starkt signifikant | -0.101 |
| Institutionellt ägande: | Inte signifikant | |
| Sfärägande: | Inte signifikant | |
| Ledningsägande: | Inte signifikant | |

Tabell 4 – Sammanställning av resultat från regression 1

5.4 Sammanställning av resultat från regression 2

Studiens empiriska resultat från regressionsanalys 2 beskrivs nedan samt presenteras mer i detalj i *bilaga 5*. Regressionen ser likadan ut som den första regressionen med undantaget att lönsamhetsvariabeln *räntabilitet på totalt kapital* (ROA) byts ut mot *normaliserat rörelseresultat* (EBIT_TA) för att kontrollera att våra utfall är robusta.

Variablerna familj- och individuellt ägande, institutionellt ägande, sfärägande och ledningsägande presenteras separat i avsnitt 5.4.1. Kontrollvariabeln rörelseresultat (EBIT_TA) är inte signifikant. Logaritm av totala tillgångar (LOG_TA) är inte signifikant. Skuldsättningsgraden (LEV) är inte signifikant. Regime skift dummy variabel (D1_SKIFT) är signifikant som innebär att den fångar upp den strukturella brytningen som sker år 2010. Den strukturella brytningen går att se i *bilaga 7* som visar genomsnittlig poäng över tid. Den justerade determinationskoefficienten är 72.34%.

5.4.1 Resultat från statistisk hypotesprövning

Nedan presenteras resultat från hypotesprövning där vi accepterar eller förkastar våra hypoteser. Resultaten kommer från *bilaga 5* och gäller för regression 2. Se sammanställning av resultat i *tabell 5*.

Hypotes 1 – Familj- och individuellt ägande

För variabeln *familj- och individuellt ägande* finner vi att sannolikheten för att förkasta en sann nollhypotes är 0.04%. Eftersom detta är under signifikansnivån på 1%, är variabeln starkt signifikant, och vi förkastar nollhypotesen om att inget signifikant samband föreligger. En negativ koefficient på -0.082 innebär att det finns ett *negativt* signifikant samband mellan familj- och individuellt ägande och offentliggörande av information.

Hypotes 2 – Institutionellt ägande

För variabeln *institutionellt ägande* finner vi att sannolikheten för att förkasta en sann nollhypotes är 57.38%. Eftersom detta är utanför signifikansnivån på 10%, accepterar vi nollhypotesen om att *inget* signifikant samband föreligger mellan institutionellt ägande och offentliggörande av information.

Hypotes 3 – Sfärägande

För variabeln *sfärägande* finner vi att sannolikheten för att förkasta en sann nollhypotes är 14.93%. Eftersom detta är utanför signifikansnivån på 10%, accepterar vi

nollhypotesen om att *inget* signifikant samband föreligger mellan institutionellt ägande och offentliggörande av information.

Hypotes 4 – Ledningsägande

För variabeln *ledningsägande* finner vi att sannolikheten för att förkasta en sann nollhypotes är 70.05%. Eftersom detta är utanför signifikansnivån på 10%, accepterar vi nollhypotesen om att *inget* signifikant samband föreligger mellan ledningsägande och offentliggörande av information.

| <i>Variabel</i> | <i>Signifikans</i> | <i>Koefficient</i> |
|----------------------------------|--------------------|--------------------|
| Familj- och individuellt ägande: | Starkt signifikant | -0.082 |
| Institutionellt ägande: | Inte signifikant | |
| Sfärägande: | Inte signifikant | |
| Ledningsägande: | Inte signifikant | |

Tabell 5 – Sammanställning av resultat från regression 2

5.5 Sammanställning av resultat för regression 3

Studiens empiriska resultat från regressionsanalys 3 beskrivs nedan samt presenteras mer i detalj i *bilaga 6*. Regressionen ser likadan ut som den första regressionen med undantaget att storleksvariabeln *logaritmen av totala tillgångar* (LOG_TA) byts ut mot *antalet anställda* (EMPLOYEES) för att ytterligare kontrollera att våra utfall är robusta. Variablerna familj- och individuellt ägande, institutionellt ägande, sfärägande och ledningsägande presenteras separat i avsnitt 5.5.1. Kontrollvariabeln räntabilitet på totalt kapital (ROA) är starkt signifikant på 1%-nivån som innebär att regressionen fångar upp variationen från variabeln. Antalet anställda (EMPLOYEES) är inte signifikant. Skuldsättningsgraden (LEV) är inte signifikant. Regime skift dummy variabel (D1_SKIFT) är signifikant vilket innebär att den fångar upp den strukturella brytningen som sker år 2010. Den strukturella brytningen går att se i *bilaga 7* som visar genomsnittlig poäng över tid. Den justerade determinationskoefficienten är 72.95%.

5.5.1 Resultat för statistisk hypotesprövning

Nedan presenteras resultat från hypotesprövning där vi accepterar eller förkastar våra hypoteser. Resultaten kommer från *bilaga 6* och gäller för regression 3. Se sammanställning av resultat i *tabell 6*.

Hypotes 1 – Familj- och individuellt ägande

För variabeln *familj- och individuellt ägande* finner vi att sannolikheten för att förkasta en sann nollhypotes är 0.00%. Eftersom detta är under signifikansnivån på 1%, är variabeln starkt signifikant, och vi förkastar nollhypotesen om att inget signifikant samband föreligger. En negativ koefficient på -0.100 innebär att det finns ett *negativt* signifikant samband mellan familj- och individuellt ägande och offentliggörande av information.

Hypotes 2 – Institutionellt ägande

För variabeln *institutionellt ägande* finner vi att sannolikheten för att förkasta en sann nollhypotes är 74.7%. Eftersom detta är utanför signifikansnivån på 10%, accepterar vi nollhypotesen om att *inget* signifikant samband föreligger mellan institutionellt ägande och offentliggörande av information.

Hypotes 3 – Sfärägande

För variabeln *sfärägande* finner vi att sannolikheten för att förkasta en sann nollhypotes är 15.69%. Eftersom detta är utanför signifikansnivån på 10%, accepterar vi nollhypotesen om att *inget* signifikant samband föreligger mellan sfärägande och offentliggörande av information.

Hypotes 4 – Ledningsägande

För variabeln *ledningsägande* finner vi att sannolikheten för att förkasta en sann nollhypotes är 64.8%. Eftersom detta är utanför signifikansnivån på 10%, accepterar vi nollhypotesen om att *inget* signifikant samband föreligger mellan ledningsägande och offentliggörande av information.

| <i>Variabel</i> | <i>Signifikans</i> | <i>Koefficient</i> |
|----------------------------------|--------------------|--------------------|
| Familj- och individuellt ägande: | Starkt signifikant | -0.100 |
| Institutionellt ägande: | Inte signifikant | |
| Sfärägande: | Inte signifikant | |
| Ledningsägande: | Inte signifikant | |

Tabell 6 – Sammanställning av resultat från regression 3

5.6 Sammanfattning av empiriska resultat

Av de tre regressionerna har regression 1 bäst determinationskoefficient, alltså är det den modell som förklarar den beroende variabeln offentliggörande av information bäst¹. De statistiska sambanden för variablerna familj- och individuellt ägande, institutionellt ägande, sfärägande och ledningsägande förändras inte märkbart mellan de tre regressionerna. Att sambanden inte förändras efter att kontrollvariablerna bytts ut stärker resultaten. Robusthetstesten förändrar alltså inte regressionernas utfall markant.

¹ Regressionsanalys har även utförts separat för årsredovisningspoäng, delårsrapportspoäng samt för hemsideoäng. Detta diskuteras i studiens slutsats.

6. Analys

I analysen utvärderas de empiriska resultaten med en övergripande diskussion samt en redogörelse av varje enskild variabel för ägartyperna; familj- och individuellt ägande, institutionellt ägande, sfärägande och ledningsägande.

6.1 Övergripande diskussion av resultaten

Regressionerna visar att ägarstruktur till viss del har en signifikant påverkan på offentliggörande av information. Att regressionen visar vissa signifikanta samband betyder att ägarstrukturer inom företag faktiskt påverkar hur mycket information som offentliggörs. De sammanfattade utfallen kan summeras på följande sätt:

- Familj- och individuellt ägande har ett starkt, negativt signifikant samband med offentliggörande av information i regression 1, 2 och 3.
- Institutionellt ägande visar inget signifikant samband med offentliggörande av information.
- Sfärägande visar inget signifikant samband med offentliggörande av information.
- Ledningsägande visar inget signifikant samband med offentliggörande av information.

Att olika aktieägare offentliggör olika mängd information kan argumenteras för med hjälp av regressionens resultat. Även om inte alla variabler har ett signifikant samband, är koefficienterna tillika olika för variablerna. En möjlig orsak till detta är att olika aktieägare utövar olika mycket aktivism. Grossman och Hart (1980) förklarar detta skiftande aktivism-beteende med hjälp av free-riding-begreppet. Om vi ska följa deras argumentation kan våra resultat indikera på att den skiftande aktivismen hos aktieägartyper beror på att ägarna är olika stora mätt till andel röstkapital. Kanske är familjer och individuella ägare ofta stora till andelen röstkapital, vilket leder till att de har goda möjligheter att utöva mycket aktivism och på så sätt få igenom sin önskan om mängden offentliggörande av information. Även Hedlund (1985) talar om aktieägares

förhandlingsstyrka. Slutsatserna vi kan dra från Hedlund (1985) är desamma som från Grossman och Hart (1980).

Tidigare forskning har, likt denna studie, hittat signifikanta samband mellan offentliggörande av information och ägarstruktur. Vilka variabler som påvisar signifikans kommer att diskuteras mer i detalj i kommande avsnitt.

6.2 Variabeln familj- och individuellt ägande

Att variabeln är negativt signifikant på 1%-nivån ger ett starkt stöd åt den hypotes om negativt samband som sattes upp innan testerna utfördes. Offentliggörande av information minskar med regressionskoefficienterna -0.101, -0.082 och -0.100 när familj- och individuellt ägande ökar i ett bolag. Med hjälp av regression 1 kan detta förklaras i ett mer illustrerande exempel. När familjeägandet eller det individuella ägandet ökar med en enhet i ett företag på Stockholmsbörsens huvudlistor, förväntas detta bolag i genomsnitt minska sitt offentliggörande av information med 0.101 enheter².

Det finns följaktligen stöd för vår hypotes om familj- och individuellt ägande. Det kan stämma att familjers och individuella aktieägares position i företagsledningen bidrar till att de offentliggör mindre information eftersom de dels får tillgång till information utan att behöva offentliggöra den, dels inte behöver övervaka sig själva genom att använda offentliggörande information som en övervakningsmekanism. Konflikten mellan ledning och aktieägare minskar således.

Familjer och individuella aktieägare kan värdesätta andra incitament än rent vinstmaximerande sådana. De kanske väljer att hålla konkurrenskraft inom företaget och behålla sitt informationsövertag från övriga aktieägare, snarare än att offentliggöra information för att sänka kapitalkostnaden. Dessutom kan familjer ha information som går flera generationer tillbaka, information som ska bevaras inom familjen och som utomstående aktieägare inte har med att göra.

² Koefficienten gäller för regression 1.

Ofta har familjer och individuella aktieägare en stor andel av företagets totalantal aktier, vilket kan resultera i att det uppstår en konflikt mellan dem och övriga aktieägare. Som stora aktieägare vill familjer och individuella aktieägare undanhålla information från de små aktieägarna för att behålla informationsövertaget. Stora aktieägare har förmodligen utnyttjat sitt inflytande som deras stora aktieinnehav medför och lagt ner tid och pengar på att få tillgång till informationen. Det är då rimligt att större aktieägare inte vill att mindre aktieägare ska få tillgång till samma information utan ansträngning, genom att åka snålskjuts på deras bekostnad.

Våra resultat ligger i linje med Chau och Grays (2002) iakttagelser som i sin studie finner ett negativt signifikant samband mellan familjeäggande och offentliggörande av information. Att vi kommer fram till samma resultat som dem stärker ytterligare vår hypotes om att det existerar ett negativt samband. En jämförelse av resultaten visar att deras samband är signifikant på 5%-nivån, medan vårt är signifikant på 1%-nivån. Det kan bero på att vi har fler observationer än dem. Men den mest väsentliga orsaken till varför vi får starkare signifikans tror vi ligger i vår data som, vilket tål att upprepas, är av väldigt god kvalitet.

6.3 Variabeln institutionellt ägande

Variabeln institutionellt ägande visar en negativ association med offentliggörande av information i samtliga regressioner. Dessvärre är variabeln inte signifikant i någon av regressionerna. Utfallet för denna variabls koefficienter faller ändå i linje med den uppsatta hypotesen som antydde att det finns ett negativt samband mellan institutionellt ägande och offentliggörande av information då regressionskoefficienterna är -0.014, -0.021 och -0.012.

Fastän det inte kan stödjas med empiriskt signifikanta resultat, är det ändå möjligt att argumentera för att institutionella investerare efterfrågar mycket information och tillhandahåller den, men utan att den offentliggörs.

Koefficienternas negativa tecken, i kombination med ovanstående argument kan innebära att denna typ av investerare kanske värderar bibehållen konkurrenskraft högre än en minskad kapitalkostnad. De vill således hellre hålla på information och spara konkurrenskraft än att offentliggöra information och sänka företagets kapitalkostnad. Vid en första åtanke kan det tyckas självklart att deras värdemaximerande investeringssyfte borde leda till att de vill sänka kapitalkostnaden och offentliggöra mycket information. Detta bekräftas av Shleifer och Vishny (1986) som påstår att institutionella investerare har ett primärt mål att värdemaximera för att nå en så hög kapitalavkastning som möjligt. Resultaten indikerar dock, som nämnts ovan, att de möjligtvis värderar bibehållen konkurrenskraft högre än en sänkt kapitalkostnad. Samtidigt får de ett informationsövertag gentemot tredje part som, via sitt informationsunderlag, skapar sig ett behov att institutionerna ska förvalta deras pengar. Den försvunna konkurrenskraft som offentliggörande av information innebär kan alltså vara en möjlig förklaring till det funna negativa sambandet.

En annan möjlig förklaring till det empiriska utfallet gällande institutionella investerare är Hedlunds (1985) implikationer om att institutionella investerare sannolikt tillämpar ett exit-beteende hellre än ett voice-beteende. Eftersom dessa investerare ofta saknar personlig anknytning till företaget kan fallet bli att de inte lägger någon vikt vid aktivism utan istället säljer av aktieinnehavet vid missnöje. Detta skulle indikera på att institutionella investerare utövar högre grad av sorti än protest och inte lägger någon vikt vid att information ska offentliggöras. Om de är missnöjda med mängden offentliggörandet av information säljer de hellre av sitt innehåll än utövar aktivism.

Studiens resultat liknar de funna av Blevins och Schadewitz (1998) och El-Gazzar (1998). Blevins och Schadewitz (1998) visar ett svagt, negativt samband mellan institutionellt ägande och offentliggörande av information.

6.4 Variabeln sfärägande

Variabeln sfärägande är inte signifikant för någon av regressionerna och ger således inget stöd åt den hypotes om negativt samband som sattes upp innan testerna utfördes. Vår

hypotes om sfärägande går inte att säkerställa och är därmed inte applicerbar i verkligheten, men det finns en antydning till att sambandet bör vara negativt eftersom regressionskoefficienterna är negativa med värdena -0.129, -0.129 och -0.130.

Även om vår studie inte kan fastställa att bolag lämnar ut mindre information om deras ägarstruktur ökar i form av sfärägande, går det att komma fram till varför sambandet bör vara negativt. Ökat sfärägande bör inte leda till att mer information offentliggörs på grund av att sfärer ofta är uppbyggda av starka band som är viktiga att värna om. De har en önskan om att hålla den innersta kretsen i sfären intakt. Sfärer består ofta av familjer och individuella aktieägare som känner varandra och har samma intressen. Det är därför inte ovanligt att sfärer har informella sammankomster där information tillåts att byta händer fritt. Det är sannolikt att de gör så medvetet för att slippa behöva offentliggöra information. Utomstående aktieägare får då inte tillgång till den information som sfäerna anser vara privat eller känslig för aktieägare utanför kretsen. Detta bevarar alltså deras önskan om att hålla den innersta kretsen i sfären intakt.

Eftersom sfärer ofta består av familjer och individer är det rimligt att de har liknande incitament som familj- och individuella aktieägare. Att ha en lång investeringshorisont och behålla konkurrenskraft inom företaget kan anses vara viktigare än att offentliggöra information enbart för att sänka kapitalkostnaden. Sfärer har ofta, precis som familjer och individuella aktieägare, en stor andel rösträtt i bolaget. Här kan det också uppstå en konflikt mellan sfärer som stora aktieägare och övriga, små aktieägare, eftersom sfärer har information som de inte vill dela med sig av. Det är information som sfärer sannolikt lagt ner tid på att sammanställa samt få tillgång till och som är konfidentiell. Eller så är det information som gått från generation till generation och som enligt tradition brukar stanna inom den innersta kretsen. Det finns ingen anledning för dem att dela med sig av den till övriga, mindre aktieägare. Sfärägande har precis som familj- och individuellt ägande bättre incitament för att *inte* offentliggöra information än för att göra det.

Vi har inte hittat någon tidigare forskning om ägarstruktur i form av sfärer och offentliggörande av information. Därför kan vi inte jämföra vårt resultat mot andras studier.

6.5 Variabeln ledningsägande

Variabeln ledningsägande är inte signifikant för någon av regressionerna och ger sålunda inget stöd åt den hypotes om positivt samband som sattes upp innan testerna utfördes. Variabeln ger inte heller något stöd åt mothypotesen om ett negativt samband, men det finns en antydning till att sambandet bör vara negativt eftersom regressionskoefficienterna är negativa med värdena -0.026 , -0.025 och -0.031 .

Även om studien inte statistiskt kan fastställa att bolag lämnar ut mer eller mindre information om deras ägarstruktur ökar i form av ledningsägande, indikerar de empiriska resultaten att vår mothypotes som vi satte upp om ett negativt samband är mer trolig än vår hypotes om ett positivt samband. Trots att aktieägare som sitter i företagsledningen är vinstmaximerande och vill se att aktiepriset stiger på kort sikt genom att offentliggöra information till investerare, som då blir mer informerade, verkar principal-agent-teorin vara viktigare i sammanhanget. Att ledningsägare är både aktieägare och principaler kan göra att de väljer att inte offentliggöra information istället för att offentliggöra till förmån för ett högre aktiepris.

Ledningsägare har mycket gemensamt med familjer och individuella ägare eftersom de också agerar som både principaler och agenter. Trots likheterna mellan ledningsägande och familj- och individuellt ägande och att vi finner att familjers och individuella aktieägares position i företagsledningen bidrar till att mindre information offentliggörs, går det inte att finna samma samband för ledningsägare. Varför det inte går att finna något signifikant samband kan bero på att personer som sitter i ledningen inte, på grund av för litet aktieinnehav, har tillräcklig förhandlingsstyrka för att kunna agera på egen hand och påverka offentliggörandet av information.

George, Ruland och Tung (1990) hittar ett signifikant samband som indikerar att när ledningsägande ökar, så minskar prognosrapportering, något som vi anser vara en form av offentlig information som bolag har möjlighet att frivilligt offentliggöra. Det kan vara så att ledningsägande har en statistisk säkerställd påverkan på offentliggörande av prognoser, men inte på information i allmänhet.

7. Slutsats

I detta kapitel presenteras studiens slutsats. Slutsatsen sammanfattar uppsatsen och ger en avslutande diskussion. Förslag till vidare forskning lämnas också åt läsaren.

7.1 Sammanfattning och avslutande diskussion

Syftet med vår studie var att undersöka om ägarstruktur påverkar offentliggörande av information i årsredovisningar, delårsrapporter och på hemsidor. Uppsatsen ämnade se om offentliggörande av information har ett samband med familj- och individuellt ägande, institutionellt ägande, sfärägande eller ledningsägande. Med hjälp av data från Kantons och Aktiespararnas tävling ”Årets Börsbolag” och SIS Ägarservices data över ägarstruktur, skapades tre regressioner med olika kontrollvariabler som sedan testades för perioden 2007-2012. Undersökningen genomfördes för bolag noterade på Stockholmsbörsens huvudlistor.

Av de empiriska resultaten kan vi dra slutsatsen att ägarstruktur påverkar offentliggörande av information i varierande utsträckning. Vi finner det statistiskt säkerställt att företag med viss ägarstruktur lämnar ut mer eller mindre information än företag med annan ägarstruktur. Familj- och individuellt ägande har exempelvis ett starkt och signifikant, negativt samband med offentliggörande av information. Vidare konstaterar vi genom resultaten att vissa bolag lämnar ut mer och andra mindre information beroende på ägarstrukturen. Mängden information som bolag offentliggör tror vi beror på tidigare nämnda karaktäristika och incitament hos den ägartyp som dominerar inom bolaget. Vi tror att olika sorters ägare kan vara en betydelsefull orsak till offentliggörandet av information på Stockholmsbörsen. Ett argument för detta är att en väsentlig andel familj- och individuellt ägande kan identifieras på börsen³ vilket också betyder att det finns en väsentlig påverkan på offentliggörandet av information för denna ägartyp.

³ För fördelning av ägartyper på NASDAQ OMX Stockholm, se bilaga 8.

Att vissa resultat inte blir signifikanta kan också vara en intressant iakttagelse. Kan det vara så att det inte finns någon väsentlig skillnad i incitament till offentliggörande av information hos dessa grupper av investerare på NASDAQ OMX Stockholm? Kanske aktörer på Stockholmsbörsen inte är så opportunistiska och inte agerar i det egenintresse som teorin påstår. Större aktieägare i form av institutionella ägare, sfärer och ledningspersoner frångår möjligtvis motviljan till free-riding som enligt Grossman och Hart (1980) finns. De vill kanske istället ha rättvisa investerarrelationer där informationsasymmetrin minimeras. Exempelvis kan det vara så att sfäerna blivit så pass professionella i sitt investering att de numer vill agera rättvist. Teorier kring agentproblematiken har fått utstå kritik där den anses ha en alldeles för kall människosyn. Våra icke signifikanta empiriska resultat ger möjligtvis stöd till denna kritik och indikerar på att den svenska marknaden inte endast har opportunistiska investerare.

Vi tror, trots kritiken ovan, att studiens empiriska resultat kan bidra till det aktuella forskningsläget. Våra signifikanta resultat har aldrig tidigare påträffats i Sverige. Inte heller har vi hittat forskning som gjort liknande tester över lika lång tidsperiod som vi. Vi menar att våra resultat därför fyller ett forskningsglapp som tidigare funnits inom området. Med hjälp av denna studie kan likheter och skillnader utskiljas mellan den svenska marknaden och marknader där liknande studier tidigare gjorts. Det finns genom denna studie numer empiriska resultat som förklarar inte bara ett statistiskt samband mellan ägarstruktur och offentliggörande av information utan även förändringar över tid. Datan som används vid undersökningen är dessutom av så god kvalitet att vi tror att resultaten kan generaliseras samt ligga till grund för vidare studier inom ämnet. Studier vi påträffat i andra länder har inte haft objektiva datakällor i samma utsträckning som vi, vilket vi tycker indikerar på att våra resultat borde ses som nyttigt stöd till eventuella, framtida studier.

Slutsatser från studien kan även appliceras i syfte att hjälpa aktiesparare i deras vardagliga investeringsbeslut. Baserat på studiens resultat kan investerare välja vilken typ av bolag de vill investera i beroende på vilket informationskrav de har. För att illustrera med ett exempel bör en investerare, som vill äga aktier i ett företag som tros offentliggöra

mer information i syfte att utsättas för mindre informationsasymmetri, välja ett investeringsobjekt med mindre del familj- och individuellt ägande. Vi tror att vårt bidrag till ämnet kan hjälpa investerare på detta sätt samt även vara av stor innebörd för organisationen Aktiespararna. Studiens resultat, där familj-och individuellt ägande påverkar offentliggörande av information negativt, tyder på att stora aktieägare i form av privatpersoner och familjer utnyttjar sin kontrollerande position inom företag och tjuvhåller på information. Detta är ett beteende Aktiespararna arbetar hårt för att förebygga. Intresseorganisationen kan tack vara denna studie empiriskt bevisa en aldrig tidigare funnen skillnad i transparens hos bolag noterade på Stockholmsbörsen.

7.2 Förslag till vidare forskning

För de forskare som har mer tid till sitt förfogande är ett förslag att undersöka en längre tidsperiod. Vår studie är begränsad till en sexårsperiod som inkluderar tiden före och under den rådande finansiella krisen. Dock är det av intresse att se hur offentliggörande av information har utvecklats under en längre tidsperiod. Exempelvis är det intressant att se om den teknologiska utveckling som skett de senaste decennierna har lett till någon skillnad i offentliggörande av information. Genom att inkludera en variabel som kontrollerar för denna utveckling kan man få fram ytterligare intressanta upptäckter.

Det går att undersöka ägarstrukturens påverkan på offentliggörande av information genom att titta på andra aktieägare än dem vi inkluderat. Ett annat förslag till vidare forskning är att kvantifiera variablerna i regressionen på andra sätt. Exempelvis visar inte variabeln sfärägande (AG_SFAR) någon signifikans i vår studie. Om man hade kvantifierat denna variabel på annat sätt kan resultatet bli annorlunda. Kanske kan man då använda en annan definition av sfärbegreppet än det vi använder. Ännu mer signifikanta resultat på övriga variabler kan möjligtvis uppnås om man tittar på fler än de fem största aktieägarnas.

Under arbetets gång utfördes fler regressioner än de som presenteras i studien. Tanken var att de skulle fungera som robusthetstest, men utfallen visade sig vara så pass intressanta att vi väljer att lägga fram dem som förslag till vidare forskning istället. Två

viktiga förändringar gjordes av de ursprungliga regressionerna, kontrolleringen av den strukturella brytningen och utbyte av den beroende variabeln. Eftersom det förekommer en strukturell brytning i vår data år 2010, ansåg vi att det var viktigt att noggrant kontrollera för den. Vi valde att kontrollera för den på ett alternativt sätt genom att ta bort variabeln D1_SKIFT ur regressionen och istället dela upp tidsperioden 2007-2012 i två tidsperioder, 2007-2009 och 2010-2012. Vidare var studiens syfte främst att undersöka den beroende variabeln genomsnittlig poäng (POANG). Men regressioner med årsredovisningspoäng (APOANG), delårsrapportspoäng (DPOANG) och hemsideoäng (HPOANG) som beroende variabler utfördes också för att se om ägarstruktur har någon påverkan på de individuella kategorierna för offentliggörande av information.

Vi fann flertalet signifikanta samband mellan olika ägartyper och olika kategorier av offentliggörande av information som dessutom skiljde sig mellan olika tidsperioder. Utfallen visade helt plötsligt att det fanns signifikanta samband mellan offentliggörande av information och de oberoende undersökande institutionellt ägande, sfärägande och ledningsägande som tidigare inte varit signifikanta.

Vårt förslag till vidare forskning blir att utveckla det vi har påbörjat. Att utföra fler och mer detaljerade regressioner för att granska utfallen på ett djupare plan kan ge en bättre insikt i hur ägarstruktur påverkar offentliggörande av information.

8. Litteraturförteckning

8.1 Tryckta källor

Aboody, D. & Kasznik, R. (2000). CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, s. 73-100.

Agnblad, J., Berglöf, E., Högfeldt, P. & Svancar, H. (2001). Ownership and Control in Sweden: Strong Owners, Weak Minorities, and Social Control in F. Barca & M. Becht, (red.), *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, s. 1-41.

Akerlof, G., A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, s. 488-500.

Baltagi, B., H. (2013). *Econometric analysis of panel data*, 5. uppl. Chichester, West Sussex: John Wiley & Sons, Inc.

Bebchuck, L., A. & Fried, J., M. (2005). Pay Without Performance: Overview of the Issues, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 17, No. 4, s. 8-23.

Bell, J. (1995). *Introduktion till forskningsmetodik*, 2. uppl. Lund: Studentlitteratur.

Beyer, A., Cohen, D., A., Lys, T., Z. & Walther, B., R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent litterature, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 50, s. 296-343.

Blake, C., R., Elton, E., J. & Gruber, M., J. (1996). Survivorship Bias and Mutual Fund Performance, *The Review of Financial Studies*, Vol. 9, No. 4, s. 1097-1120.

Blevins, R., D. & Schadewitz, J., H. (1998). Major Determinants of Interim Disclosures in an Emerging Market, *American Business Review*, s. 41-55.

Botosan, C., A. (1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital, *The Accounting Review*, Vol. 72, No. 3, s. 323-349.

Botosan, C., A. & Plumlee, M., A. (2005). Assessing Alternative Proxies for the Expected Risk Premium, *The Accounting Review*, Vol. 80, No. 1, s. 21-53.

Brooks, C. (2008). Introductory econometrics for finance, 2. uppl. Cambridge: Cambridge University Press.

Chau, G., K. & Gray, S., J. (2002). Ownership Structure and Corporate Voluntary Disclosure in Hong Kong and Singapore, *The International Journal of Accounting*, 37, s. 247-265.

Chow, C., W. & Wong-Boren, A. (1987). Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporations, *The Accounting Review*, Vol. 62, No. 3 s. 533-541.

Collin, S-O. (1998). Why Are These Islands of Conscious Power Found in the Ocean of Ownership? Institutional and Governanace Hypotheses Explaining the Existence of Business Groups in Sweden, *Journal of Management Studies*, Vol. 35, No. 6, s. 719-746.

Cooke, T., E. (1989). Voluntary Corporate Disclosure by Swedish Companies, *Journal of Financial Management and Accounting*, Vol. 1, No. 2, s. 171-195.

Courtenay, S., M., Hossain, M. & Luo, S. (2006). The effect of voluntary disclosure, ownership structure and proprietary cost on the return–future earnings relation, *Pacific-Basin Finance Journal*, 14, s. 501-521.

Cronqvist, H. & Nilsson, M. (2003). Agency Costs of Controlling Minority Shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, No. 4, s. 695-719.

- Diamond, D., W. (1985). Optimal Release of Information By Firms, *The Journal of Finance*, Vol. 40, No. 4, s. 1071-1094.
- Doukas, J., A., Holmén, M. & Travlos, N., G. (2002). Diversification, Ownership and Control of Swedish Corporations, *European Financial Management*, Vol. 8, No.3, s. 281-314.
- El-Gazzar, M., S. (1998). Predisclosure Information and Institutional Ownership: A Cross-Sectional Examination of Market Revaluations During Earnings Announcement Periods, *The Accounting Review*, Vol. 73, No.1, s. 119-129.
- Eng, L., L. & Mak, Y., T. (2003). Corporate Governance and Voluntary Disclosure, *Journal of Accounting and Public Policy*, 22, s. 325-345.
- Fama, E., F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, s. 383-417.
- Fristedt, D. & Sundqvist, S-I. (2009). *Ägarna och Makten*, Stockholm: SIS Ägarservice AB.
- Gelb, D., S. & Zarowin, P. (2002). Corporate Disclosure Policy and the Informativeness of Stock Prices, *Review of Accounting Studies*, Vol. 7, s. 33-52.
- George, N., E., Ruland, W. & Tung, S. (1990). Factors Associated with the Disclosure of Managers' Forecasts, *The Accounting Review*, Vol. 65, No. 3, s. 710-721.
- Gray, J., S., Meek, K. & G., Roberts, B., C. (1995). Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U.S, U.K. and Continental European Multinational Corporations, *Journal of International Business Studies*, Vol. 26, No. 3, s. 555-572.

Grossman, J., S. & Hart, D., O. (1980). Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation, *The Bell Journal of Economics*, Vol. 11, No. 1, s. 42-64.

Habib, A., Hu, B. & Jiang, H. (2011). Ownership concentration, voluntary disclosures and information asymmetry in New Zealand, *The British Accounting Review*, 43, s. 39-53.

Healy, P., M., Hutton, A., P., & Palepu, K., G. (1999). Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 16, No. 3, s. 485-520.

Hedlund, G. (red.) (1985). Institutioner som aktieägare: förvaltare? industrialister? klippare?, Stockholm: Näringsliv och samhälle (SN&S).

Hirschman, O., Albert, (1970). Exit, Voice and Loyalty; responses to decline in firms, organizations and states, Cambridge: Harvard University Press.

Holme, I., M. & Solvang, B., K. (1997). Forskningsmetodik: Om kvalitativa och kvantitativa metoder, 2. uppl. Lund: Studentlitteratur.

Jensen, M., C. & Meckling, W., H. (1976). Theory of the firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, s. 305-360.

Kalton, G. & Moser, C., A. (1971). Survey Methods in Social Investigation, 2. uppl, London: Heinemann.

Khanna, T. & Rivkin, J., W. (2001). Estimating the Performance Effects of Business Groups in Emerging Markets, *Strategic Management Journal*, Vol. 22, s. 45-74.

Kuorikoski, J., Lehtinen, A. & Marchionni, C. (2010). Economic Modelling as Robustness Analysis, *The British Journal of the Philosophy of Science*, 61, s. 541-567.

Körner, S. & Wahlgren, L. (1998). *Statistiska metoder*, Lund: Studentlitteratur.

Lang, M., H. & Lundholm, R., J. (1996). Corporate Disclosure Policy and Analyst Behaviour, *The Accounting Review*, Vol. 71, No. 4, ss. 467-49.

Lang, M., H & Lundholm, R., J. (1993). Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures, *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, No 2, s. 246-271.

Mahoney, P., G. (1995). Disclosure as a Solution to Agency Problems, *The University of Chicago Law Review*, Vol. 62, No. 3, s. 1047-1112.

Mallin, A., C. (2013). *Corporate Governance*, 4. uppl. Oxford: Oxford University Press.

Maug, E. (1996). Company finance: Publicly traded or privately held? Corporate control and the market for managerial labour: On the decision to go public, *European Economic Review*, 40, s. 1049-1056.

Modigliani, F. & Miller, H., M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, s. 261-297.

Morck, R. & Yeung, B. (2003). Agency Problems in Large Business Groups, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 27, No. 4, s. 367-382.

Myers, S., C. & Majluf, N., S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, 13, s. 187-221.

Nagar, V., Nanda, D. & Wysocki, P. (2003). Discretionary disclosure and stock-based incentives, *The Journal of Accounting and Economics*, 34, s. 283-309.

Noe, C., F. (1999). Voluntary disclosures and insider transactions, *Journal of Accounting and Economics*, 27, s. 305-326.

Pedersen, T. & Thomsen, S. (2000). Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies, *Strategic Management Journal*, 21, s. 689-705.

Roberts, R., M. & Whited, M., T. (2013). Endogeneity in Empirical Corporate Finance, in Constantinides, C., Harris, M., Stulz, R. (eds.) *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier, s. 6-97.

Shleifer, A. & Vishny, W., R. (1986). Large Shareholders and Corporate Control, *The Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 3, s. 461-488.

Shleifer, A. & Vishny, W., R. (1989). Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments, *Journal of Financial Economics*, 25, s. 123-139.

Shleifer, A. & Vishny, W., R. (1997). A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, Vol. LII, No. 2, s. 737-783.

Verrecchia, R., E. (1983). Discretionary Disclosure, *Journal of Accounting and Economics*, 5, s. 179-194.

Westerlund, J. (2005). Introduktion till ekonometri, 1. uppl, Lund: Studentlitteratur AB.

8.2 Digitala källor

Aktiespararna (2014a), Årets börsbolag 2012 – Axfood segrare i tävlingen Bästa IR-webbplats, Tillgänglig online:

<http://www.aktiespararna.se/sajt/pressrum/Pressmeddelanden/Arets-borsbolag-2012--Axfood-segrare-i-tavlingen-Basta-IR-webbplats/> [Hämtad 10 april 2014]

Aktiespararna (2014b), Oberoende. Objektiv. Orädd, Tillgänglig online:
<http://www.aktiespararna.se/om> [Hämtad 10 april 2014]

Finansinspektionen (2014), Tillgänglig online:
<http://www.fi.se/Regler/Borsbolag/Insynsstillning/Berorda-personer/> [Hämtad 5 mars 2014]

Kanton (2014), Tillgänglig online: <http://www.kanton.se/sv/FinancialAdvisor/Arets-Borsbolag.aspx> [Hämtad 26 februari 2014]

Nasdaq OMX Nordic (2014), Tillgänglig online:
http://www.nasdaqomxnordic.com/about_us/firstnorth [Hämtad 4 mars 2014]

BILAGA 1

Redovisning av olika ägartyper och hur de klassificerats vid databearbetningen.

| Definition av ägare | Klassificering av ägare |
|----------------------------|--|
| Konsumentkooperation | Familj- och individuellt |
| Kommanditbolag | Familj- och individuellt |
| Koncern | Institutionellt |
| Stiftelser | Institutionellt |
| Grupper | Institutionellt |
| Intressen | Individuell bedömning utifrån verksamhet |

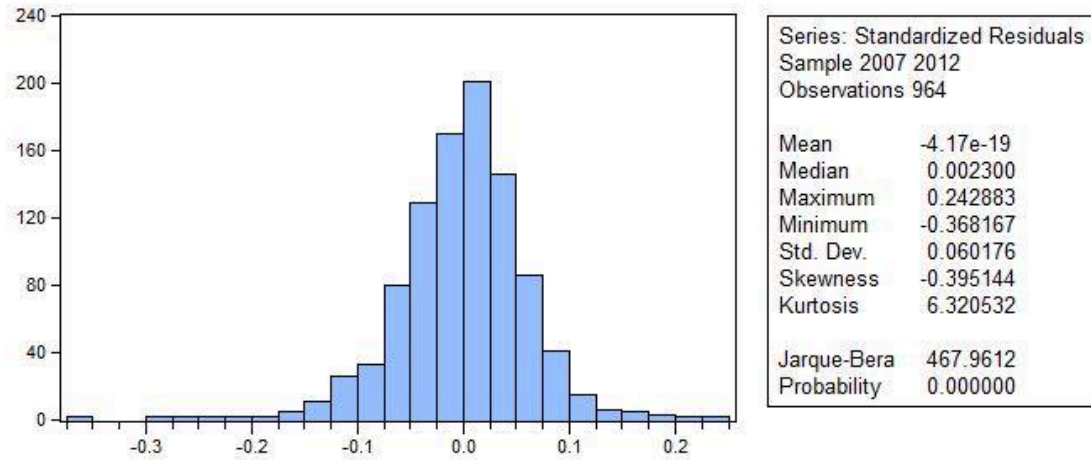
BILAGA 2

Urval av bortfall av företag.

| | | |
|-------------------|--------------------|----------------------|
| Academedi | A-com | Alliance Oil Company |
| Artimplant | Ballingslöv | Biolin |
| Borås Wärfveri | Boss Media | Brinova |
| Broström | Cardo | Carl Lamm |
| Cash guard | Din bostad | Elektronikgruppen |
| Gant | Gunnebo industrier | HL display |
| Home Properties | Höganäs | IBS |
| Intoi | Jeeves | Karolin machine |
| Ledstiernan | Lindex | Luxonen |
| Metro | Millicom | Mobyson |
| Modul 1 | Munters | Netonnet |
| Nexus | Nilörngruppen | Niscayah |
| Nocom | OMX | Orc Software |
| Q-med | Scribona | Seco Tools |
| Sigma | Skanditek | Svithoid Tankers |
| Säki | Telelogic | Teligent |
| Thalamus Networks | Ticket | Tilgin |
| Transcom | Tricorona | Unibet |
| West Siberian | Vostok Gas | Vostok Nafta |
| XponCard | Zodiak | |

BILAGA 3

Residualanalys från regression 1.



BILAGA 4

Utfall från regression 1.

Dependent Variable: POANG
 Method: Panel Least Squares
 Date: 04/29/14 Time: 08:33
 Sample: 2007 2012
 Periods included: 6
 Cross-sections included: 208
 Total panel (unbalanced) observations: 964
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)
 WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | 0.327305 | 0.174264 | 1.878215 | 0.0607 |
| AG_PRIV | -0.101110 | 0.022543 | -4.485271 | 0.0000 |
| AG_INST | -0.013728 | 0.037840 | -0.362796 | 0.7169 |
| AG_SFAR | -0.129048 | 0.093076 | -1.386471 | 0.1660 |
| AG_LED | -0.025748 | 0.065873 | -0.390869 | 0.6960 |
| ROA | 24.34032 | 5.625669 | 4.326654 | 0.0000 |
| LOG_TA | 0.011084 | 0.013108 | 0.845633 | 0.3980 |
| LEV | -0.016882 | 0.043198 | -0.390806 | 0.6961 |
| D1_SKIFT | -0.100948 | 0.014196 | -7.110847 | 0.0000 |

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

| | | | |
|--------------------|----------|-----------------------|-----------|
| R-squared | 0.789996 | Mean dependent var | 0.427798 |
| Adjusted R-squared | 0.729633 | S.D. dependent var | 0.131313 |
| S.E. of regression | 0.068279 | Akaike info criterion | -2.335999 |
| Sum squared resid | 3.487142 | Schwarz criterion | -1.244551 |
| Log likelihood | 1341.952 | Hannan-Quinn criter. | -1.920435 |
| F-statistic | 13.08758 | Durbin-Watson stat | 1.671227 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |

BILAGA 5

Utfall från regression 2.

Dependent Variable: POANG
 Method: Panel Least Squares
 Date: 04/29/14 Time: 08:36
 Sample: 2007 2012
 Periods included: 6
 Cross-sections included: 214
 Total panel (unbalanced) observations: 989
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)
 WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | 0.348555 | 0.191591 | 1.819266 | 0.0693 |
| AG_PRIV | -0.082183 | 0.023312 | -3.525340 | 0.0004 |
| AG_INST | -0.020596 | 0.036601 | -0.562715 | 0.5738 |
| AG_SFAR | -0.128852 | 0.089275 | -1.443311 | 0.1493 |
| AG_LED | -0.025400 | 0.066020 | -0.384734 | 0.7005 |
| EBIT_TA | -0.011053 | 0.013271 | -0.832813 | 0.4052 |
| LOG_TA | 0.010721 | 0.013864 | 0.773309 | 0.4396 |
| LEV | -0.046906 | 0.043796 | -1.071011 | 0.2845 |
| D1_SKIFT | -0.099814 | 0.013692 | -7.290010 | 0.0000 |

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

| | | | |
|--------------------|----------|-----------------------|-----------|
| R-squared | 0.785278 | Mean dependent var | 0.428778 |
| Adjusted R-squared | 0.723409 | S.D. dependent var | 0.131522 |
| S.E. of regression | 0.069170 | Akaike info criterion | -2.309775 |
| Sum squared resid | 3.669680 | Schwarz criterion | -1.210618 |
| Log likelihood | 1364.184 | Hannan-Quinn criter. | -1.891794 |
| F-statistic | 12.69260 | Durbin-Watson stat | 1.664150 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |

BILAGA 6

Utfall från regression 3.

Dependent Variable: POANG
 Method: Panel Least Squares
 Date: 04/29/14 Time: 12:44
 Sample: 2007 2012
 Periods included: 6
 Cross-sections included: 208
 Total panel (unbalanced) observations: 964
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)
 WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|-----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | 0.498437 | 0.033836 | 14.73107 | 0.0000 |
| AG_PRIV | -0.100312 | 0.021691 | -4.624713 | 0.0000 |
| AG_INST | -0.012262 | 0.037993 | -0.322752 | 0.7470 |
| AG_SFAR | -0.129797 | 0.091611 | -1.416828 | 0.1569 |
| AG_LED | -0.031334 | 0.068599 | -0.456779 | 0.6480 |
| ROA | 22.02106 | 6.637260 | 3.317793 | 0.0010 |
| EMPLOYEES | -5.46E-07 | 5.01E-07 | -1.090231 | 0.2760 |
| LEV | -0.003940 | 0.038769 | -0.101616 | 0.9191 |
| D1_SKIFT | -0.098936 | 0.013912 | -7.111556 | 0.0000 |

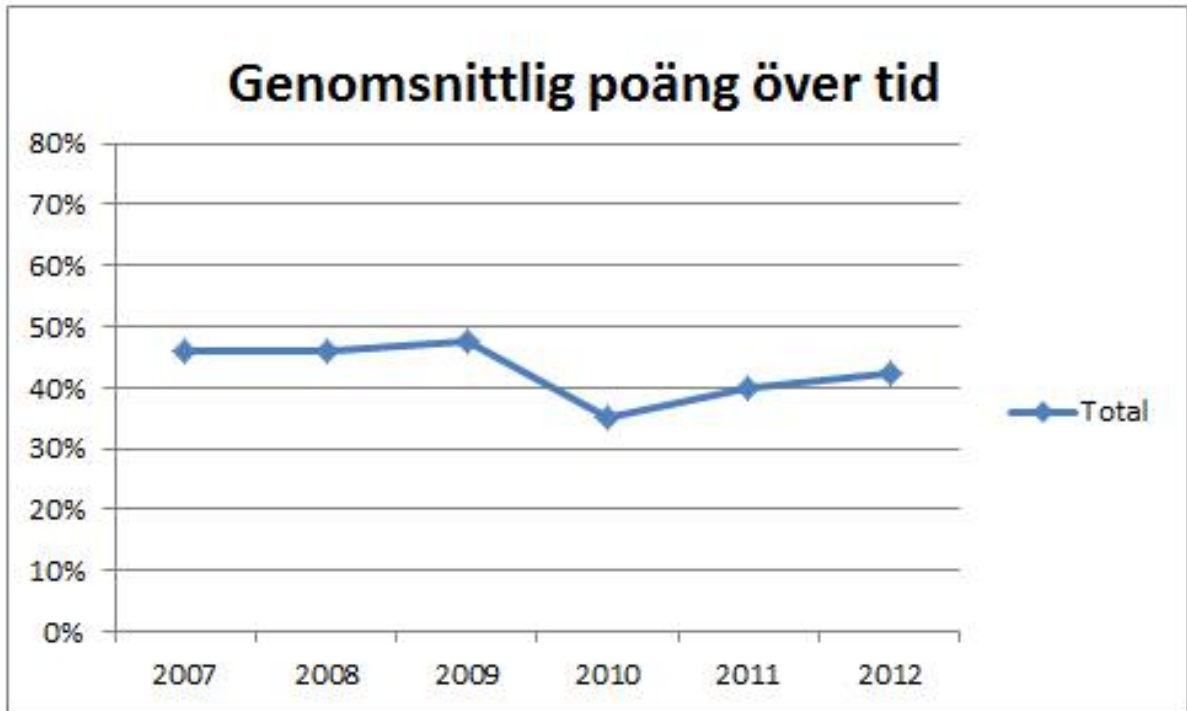
Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

| | | | |
|--------------------|----------|-----------------------|-----------|
| R-squared | 0.789877 | Mean dependent var | 0.427798 |
| Adjusted R-squared | 0.729480 | S.D. dependent var | 0.131313 |
| S.E. of regression | 0.068298 | Akaike info criterion | -2.335433 |
| Sum squared resid | 3.489116 | Schwarz criterion | -1.243985 |
| Log likelihood | 1341.679 | Hannan-Quinn criter. | -1.919869 |
| F-statistic | 13.07820 | Durbin-Watson stat | 1.670499 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |

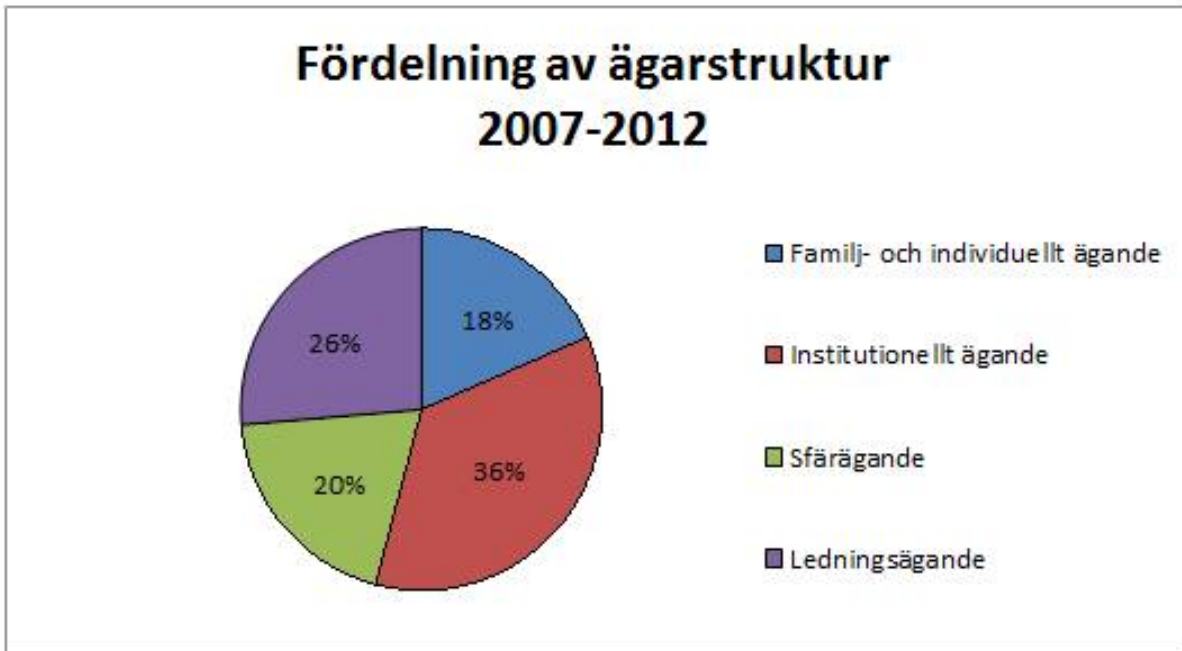
BILAGA 7

Genomsnittlig poäng för offentliggörande av information för bolagen för samtliga år.



BILAGA 8

Fördelning av ägarstruktur för vår data utifrån de definitioner vi valt att klassificera ägartyperna efter, framtagen för vår studie för tidsperioden 2007-2012.



BILAGA 9

Aktieägarnas hemlighetsmakeri på Stockholmsbörsen

De största ägarna påverkar vad du som småsparare får veta om företaget. Så är likväl fallet om dessa ägare är en familj eller privatperson och bolaget du investerar i är noterat på Stockholmsbörsen. Studien, som gjorts vid Lunds Universitet, väntas väcka heta känslor på börsen.

En ny studie från Lunds Universitet visar säkerställda samband mellan familj- och privatägande på Stockholmsbörsen och hur mycket information som görs tillgänglig för allmänheten.

Sambanden visar att bolag med större familj- och privatägande offentliggör mindre information. Sambanden, som aldrig tidigare undersökts i Sverige, förväntas enligt forskarna få stora konsekvenser och väcka känslor hos intresseorganisationer som arbetar för småspararnas ställning på aktiemarknaden.

- Tack vare vår studie kan du som småsparare angripa ditt investering på ett helt nytt sätt, säger Karolina Lind som är en av forskarna som genomfört studien.

- Du kan nu välja bolag att investera i efter din aptit för transparens. Önskar du exempelvis högsta grad av transparens ska du undvika ett bolag med en dominant aktieägare i form av en familj eller privatperson, fortsätter Linus Lindskog, den andra hälften av forskningsteamet.

Det finns vissa lagstadgade minimikrav på hur mycket information ett bolag är tvingat att offentliggöra. Spelrummet utöver detta lagstadgande är emellertid stort, vilket också syns i studien. Exakt vilken grad av

transparens ett bolag bör ha går inte heller att säga på rak arm. Det är en hårfin avvägning som varje bolag tvingas arbeta individuellt med. Balansgången mellan att hemlighålla information för att spara konkurrensfördelar och att ge ut information för att sänka avkastningskraven från aktieägare och långivare är emellanåt vinglig. Bolag i konkurrensintensiva branscher värnar exempelvis högt om konkurrensfördelar medan bolag i mindre konkurrensutsatta branscher istället fokuserar på att sänka kapitalkostnaden.

”Tack vare vår studie kan du som småsparare angripa ditt investering på ett helt nytt sätt”

Karolina Lind förklarar sambandet för familj- och privatägande:

”I Sverige har familjer ofta ägt sitt företag i generationer och värnar därav högt om mystiken och hemligheten kring produkten de producerar. Detta istället för att bry sig om att sänka kapitalkostnaden. Vi tror att detta hemlighetsmakeri kan vara en stor orsak till sambanden vi funnit.”

Upptäckten väntas också väcka ilska bland småsparare. Det finns genom studien starka indicier på att majoritetsägare kör över mindre aktieägare och hellre håller information för sig själva än offentliggör den. Majoritetsägarna i företagen tros nämligen få tillgång till information även om den inte görs tillgänglig för

allmänheten. Detta på grund av deras inflytande hos, och närhet till, verksamheten och ledningen.

Studien vid Lunds Universitet:

Studien omfattar bolag på Stockholmsbörsens huvudlistor. Forskarna har undersökt de fem största ägarna i samtliga bolag över en sexårsperiod och klassificerat dessa efter ägarkategori. Detta har sedan jämförts med hur mycket information bolagen offentliggör i sina årsrapporter, delårsrapporter samt på deras hemsida under den aktuella tidsperioden.