



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska Institutionen
FEKN90, Företagsekonomi
Examensarbete på Civilekonomprogrammet
VT 2016

Investmentbolagens rabatt på börsen

En studie över företagsekonomiska och makroekonomiska variablers
påverkan på substansrabatten i svenska investmentbolag

Författare

Victor Bergman

Jim Hansson

Philip Karlsson

Handledare

Johan Dergård

Abstrakt

Titel	Investmentbolagens rabatt på börsen
Seminariedatum	2015-05-25
Kurs	FEKN90, Examensarbete på civilekonomprogrammet, 30HP.
Författare	Victor Bergman, Jim Hansson, Philip Karlsson
Handledare	Johan Dergård
Nyckelord	Stockholmsbörsen, Investmentbolag, Substansrabatt, Konjunktur, Multipel regression
Syfte	Huvudsyftet med uppsatsen var att undersöka hur konjunkturläget påverkar substansrabatten givet olika företagsekonomiska egenskaper. Författarna formulerade även två bisyften; hur de utvalda företagsspecifika variablerna påverkar substansrabatten samt hur konjunkturläget påverkar substansrabatten.
Metod	Studien har skrivits med en deduktiv ansats och kvantitativ metod har använts. För att säkerställa om signifikanta samband finns har regressionsanalys genomförts.
Teoretiska perspektiv	Utgångspunkten i studien är tidigare forskning kring substansrabatten samt corporate finance-teorier, framförallt med fokus på de teorier som kan förklara förekomsten av substansrabatt, såsom agentteorin.
Empiri	Tretton, idag aktiva, investmentbolag noterade på Nasdaq OMX Stockholm analyserades från år 2000 fram till och med år 2015.
Resultat	Signifikans hittades för de två företagsspecifika variablerna historisk överavkastning och diversifiering vilka hade ett negativt respektive positivt samband med substansrabatten. Det fanns även ett statistiskt signifikant negativt samband mellan makro-index (konjunkturläget) och substansrabatten. Interaktionsmodeller med företagsspecifika variabler kombinerade med makro-index genererade två signifikanta samband. Dessa två var diversifiering (negativ koefficient) och storägare (positiv koefficient).

Abstract

Title	Investmentbolagens rabatt på börsen
Seminar date	2015-05-25
Course	FEKN90, Master thesis in Business Administration, Corporate Finance, 30 ECTS.
Authors	Victor Bergman, Jim Hansson, Philip Karlsson
Advisor	Johan Dergård
Keywords	Nasdaq OMX Stockholm, CEF, NAV discount, Economic situation, Multiple regression
Purpose	The main purpose of the study was to investigate how NAV discount fluctuates in Closed-End Funds depending on certain company specific variables in combination with the macro-economic situation. There were also two secondary aims with the study, investigate how the company specific variables affect the NAV discount and how the economic situation affects the NAV discount.
Methodology	This thesis has been written using a quantitative approach. To determine whether or not there is a relationship between the variables, regression analysis has been used.
Theoretical perspective	Traditional corporate finance-theory has been studied, as well as previous articles on the subject. The authors focused on theories that could help explain the NAV discount, such as Agency theory.
Empirical foundation	Thirteen Closed-End Funds, that are active on the Nasdaq OMX Stockholm today, were analysed from the year 2000 to 2015.
Conclusions	The study shows a significant relationship for the two company specific variables historical abnormal return and diversification, which had a negative and positive relationship respectively, with the NAV discount. There was a significant negative relationship between the macro-economic situation and the NAV discount. The interaction models with company specific variables in combination with the economic situation yielded two statistically significant relationships. These two were diversification (negative coefficient) and block owners (positive coefficient).

Förord

Detta examensarbete på Civilekonomprogrammet vid Lunds Universitet skrevs våren 2016. Ämnet som uppsatsen behandlar är något som intresserar oss väldigt mycket, och förhoppningen är att ni som läsare finner ämnet lika intressant som vi gör.

Vi vill ägna ett stort tack till vår handledare, Johan Dergård. Han har genom intressanta samtal och diskussioner hjälpt oss mycket, och inte minst fört arbetet framåt.

Victor Bergman

Jim Hansson

Philip Karlsson

Innehållsförteckning

1 INLEDNING	7
1.1 BAKGRUND	7
1.2 PROBLEMDISKUSSION	8
1.3 SYFTE.....	9
1.4 MÅLGRUPP	10
2 TEORETISK REFERENSRAM	11
2.1 INVESTMENTBOLAG OCH SUBSTANSRABATT	11
2.2 FÖRETAGSEKONOMISKA TEORIER KOPPLADE TILL SUBSTANSRABATTEN.....	12
2.2.1 Effektiva marknadshypotesen.....	12
2.2.2 Agentteorin.....	13
2.2.3 Portföljteori.....	13
2.2.4 Illikviditetsrabatt.....	14
2.3 FÖRETAGSSPECIFIKA VARIABLER.....	15
2.3.1 Onoterade innehav.....	15
2.3.2 Direktavkastning	16
2.3.3 Diversifiering	16
2.3.4 Historisk överavkastning	17
2.3.5 Investmentbolag med storägare handlas till större rabatt	18
2.3.6 Sammanställning av företagsspecifika hypoteser.....	19
2.4 MAKROEKONOMISKA LÄGET	19
2.4.1 Konjunktur.....	19
2.4.2 Makroekonomiska indikatorer.....	20
2.4.3 Bruttonationalprodukt (BNP)	20
2.4.4 Konsumentprisindex (KPI).....	21
2.4.5 Sysselsättningsgrad	21
2.4.6 Konjunkturbarometern hushåll	22
2.4.7 Reporäntan.....	22
2.4.8 Makroekonomi och investerares sentiment.....	23
2.4.9 Hypotes.....	24
2.5 FÖRETAGSSPECIFIKA VARIABLERS PÅVERKAN I OLIKA KONJUNKTURLÄGEN	24
3 METOD	26
3.1 VETENSKAPLIG UTGÅNGSPUNKT OCH TILLVÄGAGÅNSSÄTT	26
3.2 URVAL AV INVESTMENTBOLAG.....	26

3.3 BEROENDE VARIABEL – SUBSTANSRABATT	28
3.4 OBEROENDE VARIABLER.....	28
3.4.1 Andel onoterade	28
3.4.2 Direktavkastning	29
3.4.3 Diversifiering	29
3.4.4 Historisk överavkastning	29
3.4.5 Storägare.....	30
3.5 MAKRO-INDEX	30
3.6 STATISTIKPRÖVNINGSMETODIK	31
3.6.1 T-test	33
3.7 STATISTISKA TESTER.....	33
3.7.1 Heteroskedasticitet.....	33
3.7.2 Normalfördelade feltermerna	33
3.7.3 Multikollinearitet.....	34
3.8 DATAINSAMLING OCH DATABEARBETNING	34
3.9 METODKRITIK.....	35
3.9.1 Övergripande metodkritik.....	35
3.9.3 Källkritik.....	37
4 DESKRIPTIV STATISTIK	38
4.1 BEROENDE VARIABEL – SUBSTANSRABATT	38
4.2 FÖRETAGSSPECIFIKA VARIABLER.....	39
4.3 MAKROEKONOMISKA INDIKATORER.....	43
4.3.1 Makro-index.....	44
5 RESULTAT OCH ANALYS	45
5.1 SUBSTANSRABATT	45
5.2 REGRESSIONER	45
5.2.1 Företagsspecifika variablers påverkan på substansrabatten.....	47
5.2.2 Makro-index påverkan på substansrabatten	49
5.3 INTERAKTIONSMODELLER.....	50
5.3.1 Diversifiering	50
5.3.2 Storägare.....	53
6 SLUTSATSER.....	56
6.1 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING	58

REFERENSLISTA

1 Inledning

I följande avsnitt presenteras bakgrunden till studien, följt av en problemdiskussion som leder fram till författarnas syfte med studien.

1.1 Bakgrund

I februari 2015 fick Sverige för första gången någonsin en negativ reporänta (Riksbanken, u.å.). Lågräntemiljön innebär relativt sett en lägre avkastning för varje enskild tillgång vilket tvingar investerare att flytta längre ut på riskskalan för att kunna nå samma avkastning som de tidigare erhållit. Detta kan tänkas öka tillströmningen av kapital till aktiemarknaden som historiskt sett genererat en högre avkastning än ränteplaceringar (Sveriges Aktiesparares Riksförbund, u.å.a). Ett populärt investeringsalternativ på aktiemarknaden är aktiefonder, främst då de erbjuder en bra riskspridning och är relativt enkla att handla. Dock finns det ett annat, mindre välkänt, alternativ till aktiefonder, nämligen investmentbolag. Dessa fungerar i grova drag som en aktiefond, men har i regel färre innehav och är mer aktiva i bolagen som de investerar i.

Investmentbolag köper och säljer aktier och fonder. Historiskt sett har de genererat en högre avkastning än Sverigefonder (Sveriges Aktiesparares Riksförbund, u.å.b). Vad som utmärker investmentbolag är att de i regel handlas till en rabatt (substansrabatt) i förhållande till värdet på deras underliggande innehav (substansvärde), och att denna rabatt tenderar att fluktuera över tid. Substansrabattens kraftiga fluktuationer är ett fenomen som är välkänt och påverkar värdet på investerarens innehav och förmögenhet. Von Essen (1997) hänvisar till att investmentbolag normalt handlas med en substansrabatt som överstiger 20 procent. Det råder delade meningar kring vad som avgör rabattens storlek samt vad som påverkar hur den fluktuerar. Vad som dock kan konstateras är att svenska investmentbolag har en högre rabatt än liknande bolag på andra marknader, något som kan förklara varför de fortfarande ses som intressanta investeringsalternativ (Hjelström, 2007).

1.2 Problemdiskussion

En av de mest fundamentala principerna inom finansiell ekonomi är lagen om ett pris. Innebörden av principen är att tillgångar med identiska förutsättningar och kassaflöden ska värderas till samma pris (Lenkey, 2015). Investmentbolag verkar emellertid inte följa lagen om ett pris, eftersom de vanligtvis handlas till en rabatt gentemot värdet på deras underliggande tillgångar. Anledningen till att värderingen av ett investmentbolag avviker från värdet på dess underliggande tillgångar har genom åren visat sig vara svår att härleda, och inga entydiga svar har kunnat presenteras (Lenkey, 2015).

Tidigare forskning har dock funnit ett antal variabler som visat sig påverka substansrabattens storlek. Barclay, Holderness och Pontiff (1993) fann ett signifikant positivt samband mellan storägare och substansrabatt, vilket innebär att närvaron av storägare tenderar att öka substansrabatten. Författarna förklarar sitt resultat med att storägare minskar likviditeten i investmentbolagets aktie, vilket kan motivera en illikviditetsrabatt. Illikviditet som en förklarande faktor till substansrabatt har undersökts i ytterligare studier, men då genom att analysera andelen onoterade innehav i relation till den totala portföljen (Hjelström, 2007; Carroll et al., 2003; Jian, Xia & Wu, 2004). Onoterade aktier är mindre likvida än noterade eftersom de inte handlas på någon marknadsplats. Studierna finner ett positivt samband; en hög andel onoterade innehav föranleder en hög substansrabatt, vilket är konsekvent med vad Barclay, Holderness och Pontiff (1993) fastställde.

En annan variabel som studerats är diversifiering. Kim och Lee (2007) undersökte hur denna påverkar substansrabatten och fann att diversifiering tenderar att reducera substansrabatten. Författarna förklarar detta med att ökad diversifiering, i enlighet med modern portföljteori, genererar en ökad riskjusterad avkastning. Johnson, Lin och Song (2006) fokuserade istället på utdelningspolicy. De konstaterade att investmentbolag med en aggressiv utdelningspolicy tenderar att handlas till en lägre substansrabatt än investmentbolag med en restriktivare utdelningspolicy. Deras resultat stöds även av en senare studie; Chan, Wan Kot och Li (2007). Författarna menar att förklaringen till sambandet framförallt ligger i att höga utdelningar signalerar att ledningen är optimistisk gällande framtida prestation. Bleaney och Smith (2010) undersökte hur historisk prestation påverkar substansrabatten, och

konstaterade att det råder ett negativt samband. Resultatet förklaras med att det finns en sannolikhet, som är större än noll, att den historiska överavkastningen beror på skicklig ledning, vilket då innebär att överavkastningen skulle kunna bestå även i framtiden. Detta ger incitament till investerare att välja ett investmentbolag med en historia av överavkastning, allt annat lika.

För investerare är substansrabatten uppenbart viktig då den har en direkt inverkan på dennes avkastning, vilket även innebär att de variabler som påverkar substansrabatten är av stort intresse. Studierna ovan berör anledningen till varför substansrabatten som fenomen existerar, samt vad som påverkar dess storlek. En ytterligare aspekt som däremot inte behandlas ovan är det faktum att substansrabatten tenderar att fluktuera med konjunkturläget, och att den fluktuerar i varierande utsträckningar i olika investmentbolag (Baker & Wurgler, 2006). I dagsläget finns det inte någon studie som granskar hur konjunktursvängningar, i samband med företagsspecifika egenskaper, påverkar substansrabatten. En sådan studie kan dels fylla det forskningsgap som idag existerar, vilket hade bidragit till att öka förståelsen för substansrabatten i sin helhet, men den kan också fungera som investeringsunderlag för investerare med en uppfattning gällande det framtida konjunkturläget.

1.3 Syfte

Studiens huvudsyfte är att undersöka hur olika konjunkturlägen påverkar substansrabatten hos investmentbolag beroende på vilka företagsspecifika egenskaper företaget besitter. Detta för att utläsa vilka företagsspecifika egenskaper som investerare ska leta efter, givet en viss tro på framtida konjunkturläge.

Studien har dessutom två bisyften. Det första bisyftet är att undersöka hur enbart de företagsspecifika variablerna påverkar substansrabatten, utan att ta hänsyn till konjunkturläget. Det andra bisyftet är att undersöka hur enbart konjunkturläget påverkar substansrabatten, utan att ta hänsyn till de företagsspecifika variablerna. Anledningen till att bisyftena inkluderas är för att undersöka om det går att finna samma samband på den svenska marknaden som tidigare studier har funnit på andra marknader.

1.4 Målgrupp

Studien riktar sig framförallt till akademiker och investerare med kunskaper inom finansiell ekonomi. Författarnas förhoppning är dock att studien kan väcka intresse för investmentbolag som ett investeringsalternativ hos personer som är oerfarna på området.

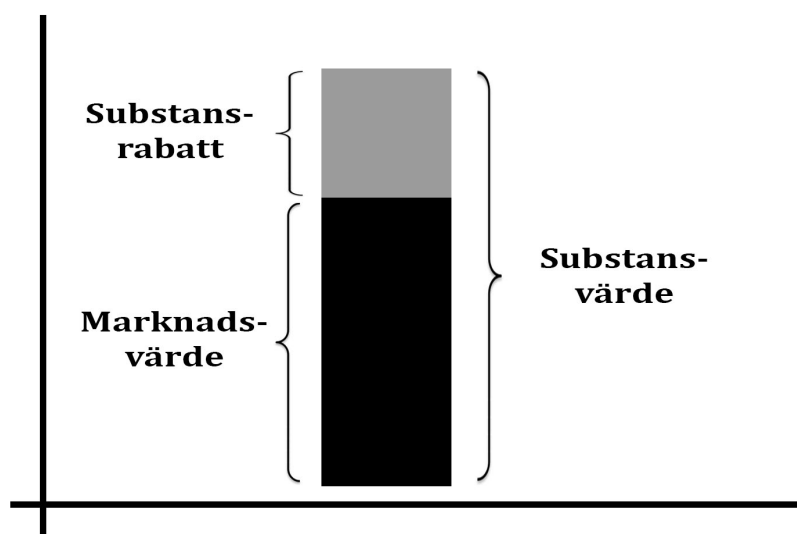
2 Teoretisk referensram

I följande kapitel beskrivs tidigare forskning samt teorier som kan kopplas till substansrabatten. Med utgångspunkt i tidigare forskning formuleras hypoteser som testas senare i studien.

2.1 Investmentbolag och substansrabatt

Ett investmentbolag har som affärsidé att förvalta och äga aktier i andra bolag, noterade och/eller onoterade. Det finns olika anledningar till varför investmentbolag grundas, vissa har skapats enbart för att generera högsta möjliga avkastning, medan bolag som exempelvis Investor har sin grund i en stark huvudägare som låter bolaget agera maktbolag för att kontrollera andra företag (Hjelström, 2007). För att underlätta långsiktig värdeökning och tillväxt tillämpas schablonbeskattning för svenska investmentbolag (Industrivärden, u.å.a).

Traditionella börsbolag värderas, något förenklat, utifrån deras vinster och framtidsutsikter, medan investmentbolag snarare värderas utifrån dess underliggande tillgångar, det vill säga substansvärdet på deras innehav. Handlas investmentbolagets aktie till en rabatt i förhållande till värdet på tillgångarna finns det en substansrabatt (Wilke, 2007). Då aktien inte kan säljas eller lösas in av investmentbolaget kan inte heller rabatten justeras trots det högre värdet på de underliggande tillgångarna.



Figur 1. Substansrabatt. Källa: Egen modell

2.2 Företagsekonomiska teorier kopplade till substansrabatten

Det finns idag väletablerade teorier som beskriver en effektiv marknad samt prissättningen av tillgångar (Lenkey, 2015). Nedan presenteras teorier på området som är relevanta för att förklara substansrabatten, och därmed relevanta för studiens syfte.

2.2.1 Effektiva marknadshypotesen

Hypotesen kring effektiva marknader utvecklades av Fama (1970). Fama menar att i en effektiv marknad reflekterar tillgångspriserna all tillgänglig information. Detta innebär att när ny prispåverkande information blir tillgänglig, kommer detta direkt att avspeglas i priset på tillgången. Fama delar upp marknadseffektivitet i tre olika former; stark, semistark och svag form.

Stark form

I den starka formen av marknadseffektivitet inkluderas all information i tillgångspriserna, både privat och offentlig. Således är det omöjligt att generera en riskjusterad överavkastning för samtliga intressenter, inklusive insynspersoner.

Halvstark form

I den halvstarka formen är all offentlig information inkluderad i tillgångspriset, och när ny offentlig information tillkännages reflekteras detta omedelbart i tillgångspriset. Detta innebär att det inte är möjligt att generera riskjusterad överavkastning med hjälp av offentlig information såsom pressmeddelanden och rapporter, och varken teknisk eller fundamental analys kan generera riskjusterad överavkastning på lång sikt.

Svag form

I den svaga formen reflekterar tillgångspriserna all tillgänglig historisk information. Således kan inte historisk data och information användas för att generera riskjusterad överavkastning. Detta innebär att det inte finns några mönster eller trender som tillgångspriset på lång sikt följer, och att

teknisk analys inte ska kunna generera riskjusterad överavkastning. Däremot kan fundamental analys till en viss grad användas för att uppnå riskjusterad överavkastning.

2.2.2 Agentteorin

Agentteorin har sin grund i att ägare och ledning ofta är separerade i ett företag. Ledningen ses som agenter till ägarna som är principaler. När detta är fallet kan dessa parter ha olika målsättningar. En extern ledning skild från ägaren ser efter sin egen vinning medan ägaren vill uppnå maximalt värdeskapande. Några viktiga faktorer för företagsledningen är hög kompensation, att skapa ett stort företag och en stark samhällsställning. Detta kan leda till att ledningen tänker allt för kortsiktigt, på bekostnad av långsiktig tillväxt. Den övervakning som krävs av ägarna för att undvika detta kallas för agentkostnader. Om fördelen av övervakningen är större än kostnaden för densamma, är dessa kostnader motiverade. (O'Reilly & Main, 2010)

För att få ledningen att arbeta i linje med ägarnas intresse, och maximera deras förmögenhet, skapas incitament till ledningen. Dessa bygger oftast på ersättningar av olika slag som infaller när ledningen når ägarnas på förhand uppsatta mål. Vanligtvis baseras de på företagets resultat, företagets aktieutveckling eller andra gynnsamma parametrar för ägarna. Ovan nämnda kostnad, tillsammans med agentkostnader, ses som de största kostnaderna för att motivera ledningen att arbeta i ägarnas fulla intresse (O'Reilly & Main, 2010). Dessa kostnader riskerar dessutom att uppstå två gånger när det gäller investmentbolag, eftersom det först görs en investering i själva investmentbolaget, som i sin tur investerar i ett annat bolag.

2.2.3 Portföljteori

Modern portföljteori grundar sig i att investerare är riskaverta, vilket gör att de väljer den minst riskfyllda tillgången om avkastningen är identisk. Enligt denna teori tolereras högre risk enbart om den förväntade avkastningen stiger med risken. Diversifiering innebär att investera i ett flertal olika tillgångar för att minska den risk som annars kan uppstå med en enskild tillgångs utveckling. Genom att istället besitta

marknadsrisken (fullständigt diversifierad) minimeras den totala risken, vilket enligt den moderna portföljteorin ger den högsta riskjusterade avkastningen. För att öka den förväntade avkastningen ytterligare, och därmed risken, justeras istället belåningen. När alla investeringsmöjligheter vägs samman skapas en optimal linje som benämns den effektiva fronten, vilken utgår från den riskfria räntan där investeraren får maximal avkastning i förhållande till den risk som investeraren bär. Denna sammanvägda linje representerar en komplett diversifierad portfölj av riskfyllda tillgångar. (Bodie, Kane & Marcus, 2005)

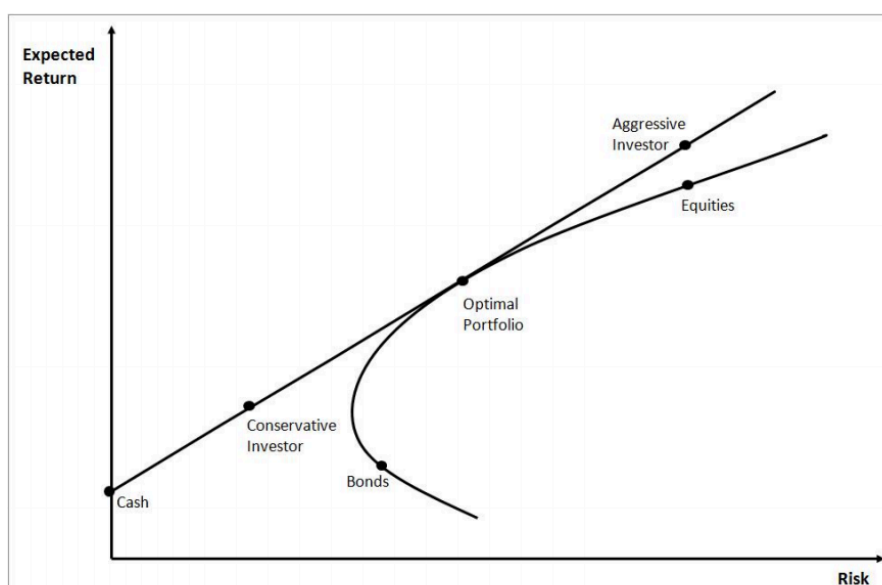


Diagram 1. Optimal portfölj. Källa: Fureyous, 2012.

2.2.4 Illikviditetsrabatt

Damodaran (2005) presenterar argument och teorier kring illikviditetsrabattens existens och storlek. Rabattens storlek kan utläsas som den skillnad som uppstår i priset på två tillgångar som är identiska i alla avseenden med undantag för likviditeten. Anledningen till att en prisskillnad uppstår är att investerare som vill sälja ett innehav i en illikvid tillgång kan tvingas att sälja till ett lägre pris för att kunna avyttra hela innehavet. Detta beror i sin tur på att det inte finns tillräcklig efterfrågan vid det aktuella tillgångspriset, och att säljaren därför kan behöva sänka sitt pris för att kunna hitta tillräckligt med köpare. För att kompensera för risken att hamna i en sådan situation handlas en illikvid tillgång till en rabatt gentemot en mer likvid, men i övrigt identisk tillgång.

2.3 Företagsspecifika variabler

Kommande avsnitt behandlar studiens företagsspecifika variabler, med utgångspunkt i deras förhållande till substansrabatten. En företagsspecifik variabel beskriver en enskild egenskap hos investmentbolagen, såsom graden av diversifiering. Valet av variabler grundar sig i vad tidigare forskning har kunnat påvisa som förklarande faktorer till substansrabatten. Utifrån detta formar författarna hypoteser att testa.

2.3.1 Onoterade innehav

Handeln av en noterad aktie skapar ett marknadsvärde på tillgången då säljare och köpare ständigt möts. Det finns även ett regelverk kring informationsdelning för börshandlade företag. Tillsammans skapar detta en säkerhet för investerare då tillgången enkelt går att sälja, samtidigt som det råder transparens mellan investerare och företag. Motsatsen till de noterade aktierna är onoterade. Dessa tillgångar handlas inte regelbundet på en marknadsplats och är därmed svårare att värdera och granska. För investerare i ett investmentbolag som innehar onoterade tillgångar skapas det därmed, i enlighet med den effektiva marknadshypotesen, en högre risk och i förlängningen en högre rabatt. Det faktum att onoterade tillgångar inte handlas frekvent innebär dessutom att de är väldigt illikvida. En illikvid tillgång är i regel svår av avyttra, vilket har en direkt påverkan på värderingen och därmed rabatten. (Hjelström, 2007; Carroll et al., 2003; Jian, Xia & Wu, 2004)

En del forskning antyder dock att det finns en viss positiv syn på onoterade samt illikvida innehav. Framst för att investerare får exponering mot en tillgång som de själva inte kan placera i. Detta synsätt gör att substansrabatten i investmentbolag med en betydande andel onoterade innehav bör minska, snarare än öka (Cherkes, Sagi & Stanton, 2009). Den minskade informationstillgängligheten, tillsammans med den hämmade likviditeten, gör att studien ändå utgår från att onoterade innehav har en positiv effekt på substansrabatten.

H_{1a} : Det finns ett positivt samband mellan andelen onoterade innehav och substansrabatt

2.3.2 Direktavkastning

Johnson, Lin och Song (2006) finner ett signifikant samband mellan ett investmentbolags utdelningspolicy och dess substansrabatt. Investmentbolag, med en utlovad direktavkastning på mer än tio procent, visade sig ha en genomsnittlig substansrabatt som var 58 procent lägre än för likvärdiga företag med en lägre utlovad direktavkastning. Förklaringen till detta finns huvudsakligen i den signaleringseffekt som utdelningsannonseringar medför. En aggressiv utdelningspolicy signalerar höga förväntningar på framtida prestation från ledningens sida, medan en mer restriktiv utdelningspolicy signalerar lägre förväntningar på framtida prestation. Empiriska resultat från Johnson, Lin och Song (2006) stödjer vidare det faktum att högutdelande företag tenderar att generera signifikant högre avkastning än matchade, icke-högutdelande företag.

Chan, Wan Kot och Li (2007) undersöker istället huruvida det finns ett samband mellan ett företags procentuella utdelning, relativt dess vinst, och substansrabatten. Deras urval utgörs av 54 kinesiska investmentbolag mellan år 2000 och 2003, vilka var noterade antingen på Shanghai- eller Shenzhenbörsen. Författarna finner ett negativt samband mellan utdelningar och substansrabatt, vilket de menar kan förklaras av att investerare föredrar höga utdelningar och sätter därmed en högre rabatt på företag med lägre utdelningsnivå. Dock poängterar de att kinesisk lag kräver att investmentbolag delar ut minst 90 procent av årsvinsten till sina ägare, undantaget förlustår då inga utdelningar tillåts. Detta innebär att utdelningar kan ha en annan innebörd och signaleringseffekt i Kina relativt länder där motsvarande reglering saknas. (Chan, Wan Kot & Li, 2007)

H_{1b} : Det finns ett negativt samband mellan direktavkastning och substansrabatt

2.3.3 Diversifiering

Kim och Lee (2007) finner bevis på ett negativt samband mellan diversifiering och substansrabatt. Ett negativt samband innebär att ju mer diversifierad portfölj ett investmentbolag äger, desto lägre är substansrabatten. Författarna förklarar

sambandet med att desto lägre korrelation mellan enskilda innehav och den totala portföljen, desto lägre total risk och därmed högre sannolikhet till ökad framtida riskjusterad avkastning. Resultatet är i linje med vad modern portföljteori har påvisat som den strategi vilken genererar den högsta riskjusterade avkastningen, och överensstämmer även med vad Goetzmann och Kumar (2004) kommer fram till.

Goetzmann and Kumar (2004) påvisar även att det finns en underdiversifiering bland individuella investerare på den amerikanska marknaden. En av anledningarna till underdiversifiering förklarar Bleaney och Smith (2013) med transaktionskostnader, något som minskar med en investering i ett investmentbolag. Framförallt rör detta småsparare med ett relativt lågt värde på aktieportföljen, där transaktionskostnader kan uttradera en betydande del av avkastningen (Bleaney & Smith, 2013).

Diversifiering kan dels ske på den inhemska marknaden, men ett investmentbolag kan även välja att inkludera utländska innehav. Detta diskuteras av Kumar och Noronha (1992) som kommer fram till att inkorporeringen av utländska innehav, utöver de inhemska, har en positiv inverkan på graden av diversifiering, och därmed tenderar att minska substansrabatten. Nettoeffekten av utländsk diversifiering beror dock till stor del på den skattemässiga aspekten. Olika skattesatser på den inhemska och den utländska marknaden i fråga kan avsätta, alternativt förstärka, den positiva effekt som uppnås av utländsk diversifiering. Vidare kan investerare uppfatta utländska innehav som mer riskfyllda, vilket då medför att substansrabatten ökar snarare än minskar.

H_{1c} : Det finns ett negativt samband mellan diversifiering och substansrabatt

2.3.4 Historisk överavkastning

I en studie på den amerikanska och brittiska marknaden påvisar Bleaney och Smith (2010) att det finns ett positivt samband mellan tidigare aktieavkastning och värdering. Anledningen till utfallet är att intresset för ett investmentbolag tenderar att öka då bolaget historiskt har genererat en överavkastning, vilket i sin tur leder till minskad substansrabatt. Författarna presenterar vidare två förklaringar till det faktum att substansrabatten minskar då intresset för investmentbolaget ökar. Den första förklaringen grundar sig i att det inte finns några entydiga bevis på att historisk

överavkastning skulle medföra lägre framtida avkastning. Den andra förklaringen är att det finns en sannolikhet, som är större än noll, att den historiska överavkastningen består även i framtiden. Detta innebär att en investerare inte har något att förlora på att välja ett investmentbolag som överavkastat de senaste åren, tvärtom finns det en chans att detta beror på en skicklig ledning som kommer fortsätta att överprestera även i framtiden.

H_{1d} : Det finns ett negativt samband mellan historisk överavkastning och substansrabatt

2.3.5 Investmentbolag med storägare handlas till större rabatt

Barclay, Holderness och Pontiff (1993) påvisar att substansrabatten i ett investmentbolag delvis kan förklaras av ägarstrukturen. Storägare definieras av författarna som ägare vilka kontrollerar fem procent eller mer av bolaget. Inledningsvis tror författarna att rabatten bör, i enlighet med agentteorin, minska med ökat ägande då storägare aktivt bör arbeta för att minimera rabatten. I undersökningen, som gjordes på investmentbolag från 1979 till 1989 (Barclay, Holderness & Pontiff, 1993), påvisas dock motsatsen till deras ursprungliga hypotes; de finner en substansrabatt på 14,2 procent när det finns en storägare och 4,1 procent då detta saknas. Deras resultat stöds även av en senare studie av Gordon och Dylan (2006).

En av de förklarande anledningarna till resultatet menar författarna vara de fördelar som storägare kan dra på småägares bekostnad. Dessa fördelar förklarar även varför investmentbolag sällan blir likviderade då storägare lägger in sitt veto vid förslag likt likvidation. En ytterligare bidragande orsak till en högre rabatt, när det finns en storägare, kan vara den minskade likviditeten som detta skapar. Med lägre antal aktier tillgängliga för omsättning decimeras aktiens likviditet (Barclay, Holderness & Pontiff, 1993; Damodaran, 2005). Inte sällan är även storägaren och dennes närmaste familj och bekantskapskrets involverade på betydande positioner. Många är invalda på grund av deras kontrollerande innehav och det kan ifrågasättas om de är bäst lämpade för uppgiften. De sitter ofta med i styrelser och utskott för investmentbolagets innehav, vilket potentiellt kan skapa stora löne- och

kapitalinkomster. Ofta har även storägarens familj och namn en stark anknytning till bolaget och dess makt, något som skapar en privat statusfördel och kan påverka beslutsprocesserna. (Barclay, Holderness & Pontiff, 1993)

H_{1c} : Det finns ett positivt samband mellan andelen storägare och substansrabatt

2.3.6 Sammanställning av företagsspecifika hypoteser

Tabell 1 nedan sammanfattar de hypoteser som ställts i föregående avsnitt.

Variabel	Tidigare forsknings	Studiens hypotes
Storägare	Positivt samband	Positivt samband
Andel onoterade	Positivt samband	Positivt samband
Diversifiering	Negativt samband	Negativt samband
Direktavkastning	Negativt samband	Negativt samband
Historisk överavkastning	Negativt samband	Negativt samband

Tabell 1. Samanställning av hypoteser

2.4 Makroekonomiska läget

Avsnittet behandlar konjunkturläget och investerares sentiment. Konjunkturläget är som tidigare beskrivit en potentiellt förklarande faktor till substansrabattens fluktuationer. Investerares sentiment beskriver kopplingen mellan konjunkturen och investerares beteende, och i förlängningen deras värdering av marknadsnoterade tillgångar.

2.4.1 Konjunktur

Konjunktur definieras som graden av resursutnyttjande i samhället. Den mäts bland annat genom produktionsnivån, BNP. Konjunktursvängningarna beror på hur stor del av produktionskapaciteten som utnyttjas. Antingen sker ett överutnyttjande i produktionskapaciteten eller så utnyttjas inte kapaciteten till fullo (Konjunkturinstitutet, u.å).

Högt resursutnyttjande skapar en högkonjunktur och lågt resursutnyttjande skapar en lågkonjunktur. Konjunkturernas rörelser styrs i hög grad av förväntningar och gruppsykologi. Ofta kännetecknas en högkonjunktur av hög inflation, hög sysselsättning samt hög produktion. En lågkonjunktur har motsatta karakteristiska och medför en minskad investerings- och konsumtionsbenägenhet bland företag och hushåll. (Eklund, 2014)

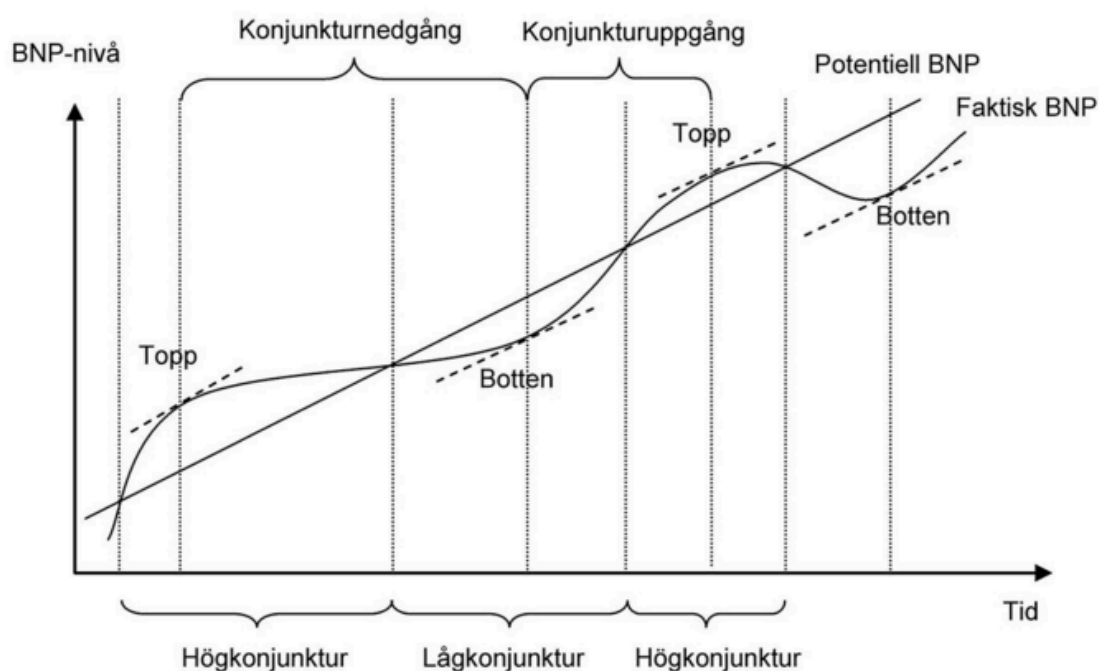


Diagram 2. Konjunktursvängningar. Källa: Konjunkturinstitutet, u.å.

2.4.2 Makroekonomiska indikatorer

Författarna har valt ut fem indikatorer som i stor utsträckning förklarar konjunkturläget i landet. De utvalda indikatorerna kommer användas för att generera studiens konjunkturvariabel i form av ett index, fortsättningsvis benämnt makro-index. Detta makro-index kommer sedan att användas för att testa studiens huvudsyfte, samt bisyftet där konjunkturlägets enskilda påverkan på substansrabatten testas.

2.4.3 Bruttonationalprodukt (BNP)

BNP är ett mått på de färdigproducerade varorna och tjänsterna i ett land, och ses i första hand som en indikator på levnadsstandarden samt en god indikator på

konjunkturläget i landet, högre BNP betyder bättre konjunktur. I BNP ingår privat konsumtion, bruttoinvesteringar, offentliga utgifter samt nettoexport. Måttet real BNP är inflationsjusterat. (Frumkin, 2000)

Franses och Mees (2011) undersöker huruvida annonseringar om förändringar i BNP-tillväxten påverkar aktiemarknaden. Författarna kommer till slutsatsen att på nyhetsdagen påverkar annonseringar från USA världsmarknaden signifikant i 19,8 procent av fallen. Motsvarande siffror för Kina och Tyskland är 12,5 procent respektive 10,4 procent.

International Monetary Fund (u.å.) förklarar att en vanlig metod för att fastställa då lågkonjunktur inträffar är när real BNP minskar under två kvartal i följd. Abberger och Nierhaus (2008) menar att det finns begränsningar i detta synsätt och att det kan vara en tillfällig nedgång som inte nödvändigtvis resulterar i en lågkonjunktur.

2.4.4 Konsumentprisindex (KPI)

KPI är det mest använda måttet för att mäta inflation i Sverige. Mätningen görs genom att månadsvis undersöka prisförändringen på en korg av vanligen använda varor och tjänster inom diverse områden såsom hushåll, transport, energi, underhållning, mat med flera (Riksbanken, 2011). Under 1990-talet lagstiftade Sverige om låginflationspolitik och idag är inflationsmålet två procent årligen (Fregert & Jonung, 2014).

Moya-Martinez, Ferrer-Lapeña och Escribano-Sotos (2015) finner ett samband mellan långsiktig inflationsnivå och den generella utvecklingen på aktiemarknaden. De konstaterar att inflationsnivån påverkar noterade bolag olika mycket beroende på vilken bransch de verkar inom. Företag inom branscher såsom dagligvaror, bank och fastigheter är känsliga för inflationsfluktuationer, medan företag inom branscherna hälsovård, bygg och tillverkningsindustri är mindre känsliga.

2.4.5 Sysselsättningsgrad

Sysselsättningsgraden mäter antal sysselsatta i förhållande till den arbetsföra befolkningen i landet. Ökande sysselsättning ses som en indikator på att ekonomin är

i en expansiv fas, medan minskad sysselsättning leder till minskad BNP-nivå. Levnadsstandarden för de som blir arbetslösa drabbas hårdast, men den ökade arbetslösheten drabbar alla medborgare då arbetslöshetsbördan och de skattefinansierade utgifterna delas av nationens samtliga skattebetalare. Detta minskar kvoten av daglig konsumtion bland medborgarna. (Fregert & Jonung, 2014)

Arbetslöshet kan, förutom de direkta ekonomiska förlusterna, försämra hälsa och livskvalitet vilket har en direkt koppling till investerarsentiment. Trots de negativa konsekvenserna av arbetslöshet finns det påvisade positiva effekter, dessa benämns friktionsarbetslöshet. Denna typ av arbetslöshet förmodas ligga konstant mellan tre och fem procent, och existerar på grund av tiden det tar att matcha arbetssökande med arbetsgivare efter rätta kunskaper. (Fregert & Jonung, 2014)

2.4.6 Konjunkturbarometern hushåll

Konjunkturbarometern hushåll mäter hushållens optimism, uppfattning om läget för den svenska ekonomin och för hushållsekonomin, samt hur den kommer att utvecklas framöver. (Statistiska Centralbyrån, 2016a)

Som beskrivits tidigare har det påvisats ett samband mellan investerarsentiment, som starkt kan kopplas till hushållens optimism, och aktievärdering (Baker & Wurgler, 2006). I artikeln av Fisher och Statman (2003) påvisas att det finns ett positivt samband mellan en börsuppgång och investerares sentiment.

2.4.7 Reporäntan

Reporäntan är ett verktyg för Sveriges riksbank att kontrollera och styra den svenska inflationen genom en kortsiktig marknadsränta. Riksbanken har idag ett mål om två procents inflation. Riksbanken tar emot insättningar över natten från bankerna och ger då normalt 0,75 procent under reporäntan, och lånar ut till 0,75 procent över reporäntan. Detta innebär att en förändring i reporäntan påverkar de disponibla tillgångarna, och konsumtionen för samhällets låntagare och sparare. I förlängningen kan riksbanken påverka invånarnas konsumtionsmönster, och konsumtionen styr i sin tur inflationen genom ökad eller minskad efterfrågan på marknaden. (Riksbanken, 2016)

En låg reporänta klassas som expansiv penningpolitik då det är ett verktyg för riksbanken att öka samhällets konsumtion och i förlängningen BNP. I dagsläget har Sverige en negativ reporänta på minus 0,5 procent vilket kan ses som väldigt expansivt. Den expansiva penningpolitiken bidrar även till god lönsamhet och lägre arbetslöshet. Beslut om reporäntan fattas varannan månad efter att direktionen för riksbanken har haft sammanträde. (Riksbanken, 2016)

Huang, Mollick och Nguyen (2016) undersöker realräntans påverkan på den amerikanska börsen. Författarna kommer fram till att det under perioden mellan 2009 och 2015 finns ett negativt samband mellan börsindex och realräntan. Föregående period, 2003 till 2009, hittar författarna däremot inget samband. Det negativt signifikanta sambandet mellan räntan och rörelser i aktiekursen bekräftas av flera tidigare studier (Jareño & Navarro, 2009; Papadamoua, Sidiropoulos & Spyromitros, 2016; Lv, Dong & Fang, 2015).

2.4.8 Makroekonomi och investerares sentiment

Marknadsvärdet på ett investmentbolag bestäms, liksom alla andra tillgångar, av utbud och efterfrågan. Baker och Wurgler (2006) påvisar att det finns ett samband mellan en investerares sentiment och aktievärderingen. Genom att exkludera företagspecifika händelser undersöker Baker och Wurgler hur investerares synsätt och riskvilja påverkar värderingen. Studier gjorda på konsumenters inställning och självkänsla har också funnit samband till en förändring i aktievärdering (Fisher & Statman, 2003). I artikeln målas investor sentiment upp som ett mått på den ekonomiska aktiviteten, och rör sig ofta i hög korrelation med ränteläget samt utvecklingen på arbetsmarknaden. Dessa ekonomiska aktiviteter stämmer väl överens med indikatorerna sysselsättning, konsumentprisindex samt reporänta som också ingår i studiens makro-index. Vidare visar indikatorn BNP hur den ekonomiska aktiviteten i ett land är vid en given tidpunkt, och förmedlar därmed en bild över det rådande sentimentet. Konjunkturbarometern hushåll är den indikator som är närmast kopplad till investor sentiment, och kan liknas vid hushållens uppfattning gällande det ekonomiska läget. Vidare menar artikeln att det finns ett positivt samband mellan en börsuppgång och investerares sentiment. Att detta är extra starkt bland

investmentbolag beror enligt författarna på att institutionella investerare är mindre utsatta för sentimentsvängningar, och är i mindre utsträckning investerade i investmentbolag.

Bulmash and Trivoli (1991) och Chen, Kim och Kim (2005) finner i sina studier ett samband mellan makroindikatorer och avkastning på aktier. Samtidigt diskuterar De Long et al. (1990) och Lee et al. (1991) att makroindikatorer har ett starkt inflytande på marknadsentimentet, och att makroindikatorer kan ses som ett mått på investerares sentiment, varpå de ska beaktas när en investering görs då det kan påverka substansrabatten.

2.4.9 Hypotes

Då de makroekonomiska indikatorerna sammanställs som ett index formuleras endast en övergripande hypotes. Det förväntade sambandet grundar sig i investor sentiment, där en konjunkturförbättring föranleder ett bättre sentiment och därmed högre värderingar.

H₂ : Det finns ett negativt samband mellan makro-index och substansrabatten

2.5 Företagsspecifika variablers påverkan i olika konjunkturlägen

Studien förväntar sig att substansrabatten kommer minska när makro-indexet rör sig mot en bättre konjunktur, vilket är i linje med tidigare forskning på området. Framst då investerare får en mer positiv syn på framtiden och ofta bättre tillgång till kapital. Hypoteser (H_{1a-e}) har även utformats för vilken påverkan de olika företagsspecifika variablerna har på substansrabattens storlek, även här ligger tidigare forskning till grund. Gällande studiens huvudsyfte, att utläsa i vilken utsträckning de företagsspecifika variablerna påverkar substansrabatten i olika konjunkturlägen, saknas däremot tidigare forskning. Med hjälp av tidigare ställda hypoteser i denna studie, och den forskning som ligger till grund för dessa, kan dock hypoteser ställas kring vilken riktning ett eventuellt samband bör ha.

H_{3a}: Oberoende andel onoterade innehav leder en konjunkturförbättring till minskad substansrabatt

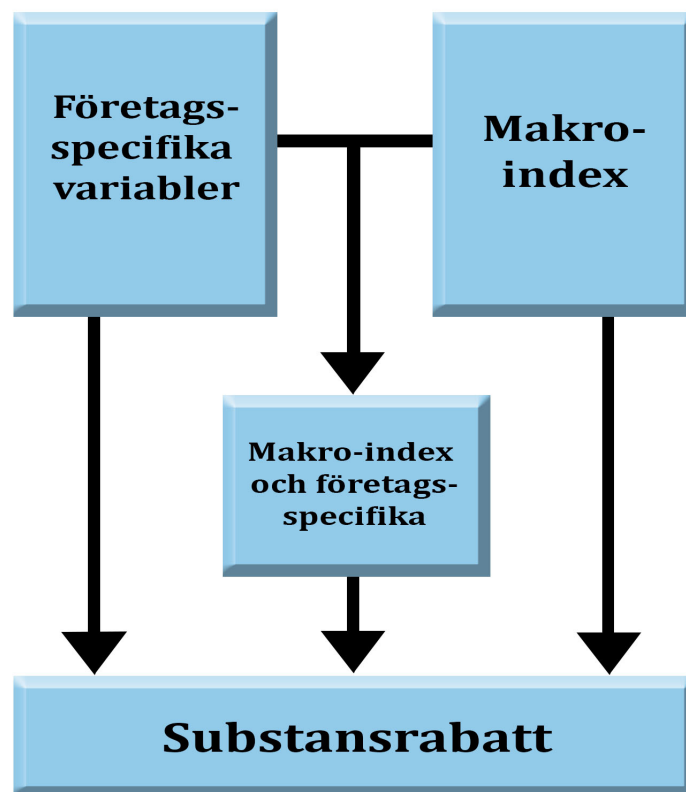
H_{3b}: Oberoende storlek på direktavkastning leder en konjunkturförbättring till minskad substansrabatt

H_{3c}: Oberoende grad av diversifiering leder en konjunkturförbättring till minskad substansrabatt

H_{3d}: Oberoende historisk överavkastning leder en konjunkturförbättring till minskad substansrabatt

H_{3e}: Oberoende av andelen storägare leder en konjunkturförbättring till minskad substansrabatt

Nedan sammanfattas studiens inriktning, och de tester som kommer göras, i form av en figur.



*Figur 2.
modell.*

Studiens

3 Metod

Följande kapitel kommer att behandla författarnas tillvägagångssätt. Inledningsvis förklaras datainsamlingen och därefter beskrivs hur statistikprövningen genomförs. Avslutningsvis diskuteras metodval samt allmän metodkritik.

3.1 Vetenskaplig utgångspunkt och tillvägagångssätt

De teorier som finns på ämnet har legat till grund för problemformuleringen samt problemlösningen, och således genomfördes studien med en deduktiv ansats (Bryman & Bell, 2005). De hypoteser som ställdes var grundade i tidigare litteratur på ämnet och testades för svenska investmentbolag.

För att undersöka syftet, som beskrevs i det första kapitlet, har rapporten genomförts med en kvantitativ ansats (Bryman & Bell, 2005). I studien har inga kvalitativa tillvägagångssätt använts.

3.2 Urval av investmentbolag

Författarna valde att avgränsa arbetet till den svenska marknaden. Anledningen föreföll naturlig då Sverige har en lång historia av starka ägare till de stora industriföretag som vuxit fram under 1900-talet. Investmentbolagen kontrollerar idag 30 procent av rösterna på den svenska börsen och styr därmed stora delar av de svenska noterade företagen. Den kraftiga framväxten av investmentbolag grundar sig i historiskt fördelaktiga skatteregler där hög kapitalbeskattning kunnat undvikas genom ägande via bolag (Hjelström, 2007).

Studien avhandlar investmentbolag noterade på Nasdaq OMX Stockholm. Bolagen är noterade på olika listor på Stockholmsbörsen. De tre största listorna är Small, Mid och Large Cap. First North, den fjärde största listan, har ett mindre omfattande regelverk än de förstnämnda (Nasdaq OMX Group, u.å) Med detta i åtanke valde författarna att fokusera på de tre största handelsplatserna, och således exkludera First North. De bolag som ingick i studien valdes utifrån skatteverkets kriterier för att klassificeras som investmentbolag (Skatteverket, 2015).

De utvalda bolagen publicerar kvartalsvis information om substansvärde samt dess innehav. Därmed föreföll det naturligt för författarna att välja kvartalsvis observationer för beroende och oberoende variabler.

Då huvudsyftet med studien är att undersöka både företagsspecifika variabler och det makroekonomiska lägets inverkan på substansrabatten, är det viktigt att perioden som valdes innehöll fluktuationer i konjunkturen. Under perioden 1995 till 2000 befann sig Sverige och stora delar av omvärlden i något som i efterhand kallas för IT-bubblan. Under 2000 och 2001 visade det sig att värderingarna varit orimligt höga, och bubblan sprack. Många företag gick i konkurs och stora värden gick förlorade då börser runt om i världen rasade samman (Agerman, 2000). Efter att botten nåddes några år senare började en högkonjunktur som av många har ansetts som lånefinansierad. 2007 inträffade finanskrisen, vilken föranleddes av en bostadsbubbla i USA. Efter att banker på den amerikanska marknaden lånat ut orimligt mycket pengar under de goda åren uppstod enorma problem när den ekonomiska motorn i USA bromsade in. Bankerna satt med dåliga lån som istället för att generera intäkter skapade stora förluster. Många av dessa värdepapper hade även sålts till övriga världen, vilket gjorde att finanskrisen fick en global spridning (The Economist, 2013). Hårdast drabbades länder såsom Portugal, Island, Grekland och Spanien (Seager, 2010), och som en följd av detta utsattes Europasamarbetet för stora påfrestningar. Sedan dess har den globala ekonomin återhämtat sig, och kännetecknas idag av ett unikt lågränteläge.

Författarna valde, med utgångspunkt i detta, att undersöka investmentbolag mellan kvartal ett år 2000 och kvartal fyra år 2015. Därmed inkluderades två större konjunkturedgångar och även de påföljande återhämtningarna.

De bolag som inkluderades i studien redovisas i tabell 2 nedan. Samtliga bolag presenteras kort i bilaga 1.

Inkluderade bolag	Första observation
Bure	Kvartal 1, 2000
Creades	Kvartal 2, 2012
Industrivärden	Kvartal 1, 2000
Investor	Kvartal 1, 2000
Kinnevik	Kvartal 3, 2004
Latour	Kvartal 4, 2003
Lundbergföretagen	Kvartal 1, 2000
Melker Schörling	Kvartal 4, 2006
Novestra	Kvartal 3, 2000
Ratos	Kvartal 1, 2000
Traction	Kvartal 1, 2001
Vostok New Ventures	Kvartal 4, 2007
Öresund	Kvartal 1, 2000

Tabell 2. Inkluderade bolag

3.3 Beroende variabel – substansrabatt

Substansrabatten beräknades kvartalsvis genom att samla in substansvärde och marknadsvärde för respektive investmentbolag (Lee, Schleifer & Thaler, 1991).

Substansrabatten räknas ut med följande ekvation:

$$Substansrabatt_{it} = \frac{Substansvärde_{it} - Aktiepris_{it} \times Antal\ aktier_{it}}{Substansvärde_{it}} \quad (1)$$

där i = investmentbolaget

t = kvartalet

3.4 Oberoende variabler

Avsnitten nedan beskriver operationaliseringen av de företagspecifika variablerna.

3.4.1 Andel onoterade

I studien definieras variabeln som den andel av de totala underliggande innehaven som utgörs av onoterade innehav. (Chan, Wan Kot & Li, 2007)

$$\text{Andel onoterade innehav}_{it} = \frac{\text{Summa onoterade innehav}_{it}}{\text{Total summa innehav}_{it}} \quad (2)$$

3.4.2 Direktavkastning

Den oberoende variabeln utdelning uttrycktes i procent av aktiepriset. Den representerar den årliga utdelningen där extraordinära utdelningar exkluderas från beräkningen.

$$\text{Utdelning}_{it} = \frac{\text{Utdelning per aktie}_{it}}{\text{Pris per aktie}_{it}} \quad (3)$$

3.4.3 Diversifiering

Variabeln mäter hur stor del av den totala portföljen de tre största innehaven utgör. En större andel innebär lägre diversifiering då mer kapital är bundet till färre antal placeringar. (Chan, Wan Kot & Li, 2007)

$$3 \text{ största innehaven } (\%)_{it} = \frac{\text{Innehav } 1_{it} + \text{Innehav } 2_{it} + \text{Innehav } 3_{it}}{\text{Total summa innehav}_{it}} \quad (4)$$

Då substansvärdet i investmentbolaget består av mer än portföljen (likvida medel och skulder) sattes inte de tre största innehaven i förhållande till denna. Hade detta gjorts så kunde de tre största innehaven ha överstigit substansvärdet för bolag som är kraftigt skuldsatta. Författarna valde därför att sätta summan av de tre största innehaven i relation till den totala summan av alla innehav.

3.4.4 Historisk överavkastning

För att mäta den historiska prestationen beräknades överavkastningen för varje observation, där aktievutvecklingen för varje enskilt bolag sattes i förhållande till index. Det index som användes var Stockholm OMXSPI.

$$\text{Överavkastning} = \frac{\text{Aktiekurs}_t - \text{Aktiekurs}_{t-1}}{\text{Aktiekurs}_{t-1}} - \frac{\text{OMXS30}_t - \text{OMXS30}_{t-1}}{\text{OMXS30}_{t-1}} \quad (5)$$

Indexet som användes täcker hela Stockholmsbörsen och är inte justerat för utdelningar. Aktiekursen är justerad för kapitalåtgärder men inte för utdelning. Den aktiekurs som användes var senast betalt vid stängning.

För att detta skulle avspeglas i substansrabatten registrerades mätpunkten för historisk avkastning med en periods fördröjning. Exempelvis sattes Kinneviks överavkastning under första kvartalet 2010 i förhållande till substansrabatten i kvartal två år 2010.

3.4.5 Storägare

Storägare har definierats som ägare vilka innehar fem procent eller mer av rösterna. I enlighet med tidigare forskning summerades andelen röster hos de ägare med innehav som översteg fem procent (Barclay, Holderness & Pontiff, 1993).

Då bolagen endast rapporterar ägarstrukturen i årsredovisningen finns det inga kvartalsvisa observationer. Författarna valde därför att göra antagandet att ägarstrukturen varit oförändrad under året som årsredovisningen avser. För att exemplifiera hade Latour två storägare den 31 december 2014, vilka tillsammans ägde 87,5 procent av rösterna. Denna summa användes som oberoende variabel i kvartal ett, två, tre och fyra, år 2014.

3.5 Makro-index

För att kunna inkludera konjunkturläget som en variabel i studiens regressioner skapades ett makro-index som utgörs av de fem makroindikatorerna som beskrevs i teorikapitlet, det vill säga reporänta, sysselsättningsgrad, konjunkturbarometern hushåll, BNP och KPI. Fyra av fem indikatorer är hämtade i ursprunglig form, vilket innebär att reporänta är uttryckt i procent, konjunkturbarometern hushåll och KPI är indexerade till 100, och BNP (fasta priser) är uttryckt i absoluta tal.

Sysselsättningsgraden beräknades genom att subtrahera arbetslösheten i procent från summan ett. Anledningen till detta var att göra den jämförbar med de andra variablerna; en värdeökning är positivt för ekonomin.

Studiens makro-index är konstruerat med utgångspunkt i Chicago Fed National Activity Index (CFNAI). CFNAI är ett index som väger samman de viktigaste

konjunkturindikatorerna i USA, och ger på så vis en helhetsbild över det rådande konjunkturläget (Federal Reserve Bank of Chicago, u.å.). Första steget i att skapa indexet var att göra de olika indikatorerna jämförbara, vilket gjordes genom att applicera följande ekvation på samtliga indikatorer:

$$\frac{\text{Observation-Medelvärde}}{\text{Standardavvikelse}} \quad (6)$$

Efter att beräkningen ovan genomfördes erhöll samtliga indikatorer värden inom intervallet minus 1 och plus 1, med ett medelvärde på 0. Sista steget utgjordes av att summera observationerna för alla fem indikatorer, för att sedan dividera med fem. På så vis erhölls ett sammanvägt index med ett medelvärde på 0, samt ett maxvärde på 1 och ett minimumvärde på minus 1. Ett positivt värde innebär att konjunkturen är bättre än genomsnittet för studiens period, och på samma vis innebär ett negativt värde att konjunkturen är sämre än genomsnittet för perioden

3.6 Statistikprovningmetodik

För att testa de hypoteser som ställdes i kapitel 2 estimerades totalt åtta regressioner. Inledningsvis estimerades en regression med alla företagsspecifika variablerna (Modell 1). Därefter exkluderades de variabler som inte var signifikanta i den första modellen (Modell 2). Den tredje regressionen testade makro-index mot den beroende variabeln (Modell 3).

Efter genomförandet av dessa regressioner skattades regressioner som kopplas till studiens huvudsakliga syfte, det vill säga de företagsspecifika variablerna satt i förhållande till konjunkturen. Modell 4 till 8 är regressioner med interaktionsvariabler inkluderade. I dessa modeller inkluderades var och en av de företagsspecifika variablerna tillsammans med interaktionsvariabeln, som är den företagsspecifika variabeln multiplicerad med makro-indexet.

För att underlätta tolkningen av interaktionsmodellerna räknades nettoeffekten av den företagsspecifika variabeln och interaktionsvariabeln på substansrabatten fram, och presenterades sedan i diagram. Diagrammen innehåller två linjer där den ena linjen konstruerades med variabelns lägsta observation, medan den andra konstruerades

med den högsta. Själva uträkningen för datapunkterna i diagrammet gjordes enligt ekvationen nedan:

$$C + B_1 \times X_1 + B_1 \times B_2 \times Z \quad (7)$$

där C är intercept.

B_1 är koefficienten för den företagsspecifika variabeln.

B_2 är interaktionskoefficienten.

X_1 är lägsta/högsta observationen för den företagsspecifika variabeln, hålls konstant.

Z är konjunkturläget, vilken börjar på -1 och ökar sedan med 0,1 till och med 1.

Således innehåller samtliga linjer 21 datapunkter.

Den data som samlades in innehöll både tidsserie- och tvärsnittssdata, vilket gör den till paneldata. Minsta kvadratsummemetoden, OLS, kan då användas för att estimer regressionerna. Dock innebär användningen av OLS begränsningar när paneldata ska analyseras. Genom att använda nämnd metod på paneldata slås all data samman och implicerar att medelvärdet för variablerna är konstant över tid, samt konstant för de olika tvärsnitten. För att undvika dessa potentiella problem kan istället fixed effects alternativt random effects användas. (Brooks, 2008)

För att testa vilken typ av estimering som är bäst lämpad för den data som samlades in, genomfördes först en estimering med hjälp av fixed effects. I samband med denna tillämpades även ett F-test. Detta test utgår från en nollhypotes som säger att det inte finns bevis för heterogeneitet i datan. Accepteras denna hypotes är OLS en gångbar metod för att estimer regressionen. Om nollhypotesen förkastas finns heterogeneitet och OLS är således inte lämpat för att skatta regressionen. Testet gjordes på både tidsserie- och tvärsnittdimensionen. (Brooks, 2008)

Då det fanns bevis för heterogeneitet användes antingen fixed effects eller random effects. Om bevis hittades för heterogeneitet genomfördes ett nytt test, ett Hausman Test, för att kontrollera om random effects var ett mer lämpat sätt att skatta regressionen. Testet kontrollerade inte för heterogeneitet utan endast huruvida random effects var bättre lämpat, vilket det var om nollhypotesen för testet accepterades. (Brooks, 2008)

Dessa test genomfördes för alla åtta modeller. Exempel på test redovisas i bilaga 2.

3.6.1 T-test

Ett t-test genomfördes för att kontrollera det grundläggande antagandet att investmentbolag handlas med substansrabatt. Testet genomfördes med nollhypotesen att substansrabattens medelvärde är lika med noll.

3.7 Statistiska tester

När regressionerna hade estimerats behövde vissa antaganden testas för att kontrollera regressionens reliabilitet. De tester som genomfördes redovisas nedan.

3.7.1 Heteroskedasticitet

Vid estimeringen antas variansen av standardfelen vara konstant, det vill säga homoskedastiska. Om regressionen estimeras med OLS kontrolleras detta genom ett White-test. Om regressionen estimeras med random eller fixed effects görs ett manuellt test, Breusch-Pagan Godfrey-test, BPG. Då kvadreras residualerna från den ursprungliga regressionen och används sedan som beroende variabel i en ny regression (OLS). Nollhypotesen i detta test är att standardfelen är homoskedastiska. Huruvida den förkastas eller accepteras avgörs av f-värdet i testet. (Brooks, 2008)

Testerna visade att heteroskedasticitet fanns i studiens samtliga åtta modeller. För att korrigera för detta omspecificerades regressionerna med White's robusta feltermmer inkluderade i den eller de dimensionerna som fixed eller random effects användes. Ett exempel på tillvägagångssättet presenteras i bilaga 3.

3.7.2 Normalfördelade feltermmer

För att kontrollera huruvida residualerna för de olika regressionerna var normalfördelade genomfördes Jarque-Bera-tester (för exempel se bilaga 4). I samtliga regressioner var P-värdet 0,00000. Detta innebär att nollhypotesen om residualernas normalfördelning förkastades för samtliga variabler på 0,1 procent-nivån. Dock innehåller samtliga regressioner som minst 610 observationer, vilket är så pass många

att författarna anser att icke-normalfördelade residualer inte utgör något problem för studiens regressionsanalyser (Brooks, 2008), och att ingen transformering av data därför var nödvändig för att uppnå normalfördelning.

3.7.3 Multikollinearitet

För att kontrollera huruvida multikollinearitet förekommer bland studiens oberoende variabler genererades en korrelationsmatris. Bilaga 5 visar att den högsta korrelationen är -0,394, och återfinns mellan variablerna diversifiering och direktavkastning, vilket ligger inom det godtagbara intervallet på -0,8 till 0,8 (Gujarati & Porter, 2010). Det fanns således ingenting som tydde på att multikollinearitet skulle vara ett problem för studiens regressionsanalyser.

3.8 Datainsamling och databearbetning

Vid insamlingen av data för beroende och oberoende variabler användes olika källor. Substansrabatten, som var den beroende variabeln, består av två delar. Substansvärdet inhämtades via investmentbolagets kvartalsrapporter. Börsvärdet för varje investmentbolag inhämtades från databasen DataStream. Samma databas användes vid insamling av data kring den historiska avkastningen samt OMXSPI, vilka användes för att kunna beräkna den historiska överavkastningen. Även data för variabeln utdelning samlades in via DataStream.

I respektive företags kvartalsrapporter och årsredovisningar tillhandahölls den information som behövdes för ett antal företagsspecifika variabler. Från dessa källor hämtades respektive företags tre största innehav, totala summa innehav, summa för onoterade innehav samt ägarfördelning.

Historiska värden för reporäntan tillhandahålls av riksbanken, via deras hemsida (Riksbanken, u.å.). Denna källa användes för att samla in data för variabeln reporänta.

Statistiska Centralbyrån (SCB) tillhandahåller diverse statistik som rör Sverige. Denna källa användes för att samla in data för variablerna Konjunkturbarometern

hushåll (Statistiska Centralbyrån, 2016a), bruttonationalprodukt (Statistiska Centralbyrån, 2016b) samt konsumentprisindex (Statistiska Centralbyrån, u.å.).

Statistik över arbetslöshet hämtades från Eurostat, som sammanställer statistik för EU-området (Eurostat, 2016).

För bearbetning av den data som samlades in användes statistikprogrammet Eviews 8.

3.9 Metodkritik

I kommande avsnitt presenteras en kritiskt granskning av författarnas tillvägagångssätt.

3.9.1 Övergripande metodkritik

I studien inkluderades tretton svenska investmentbolag. Dessa är alla aktiva på Stockholmsbörsen i skrivande stund. Det går att argumentera för att alla bolag som har varit aktiva under perioden borde inkluderas i studien. På grund av två olika anledningar valde författarna att endast inkludera aktiva bolag:

- (1) I de fall då ett investmentbolag likvideras rör sig substansrabatten mot noll, ända tills den uttraderas totalt (Lee, Schleifer & Thaler, 1991). Författarna anser att detta hade snedvridit resultatet.
- (2) Då kvartalsrapporter utgjorde en stor andel av källorna hade data för dessa företag varit väldigt svår att finna.

Som nämnts tidigare användes framförallt kvartalsrapporter vid datainsamlingen. Resultatet blir därför beroende av hur de olika företagen väljer att redovisa bland annat värdet på sina innehav vid varje period. De inkluderade företagen har valt olika sätt att redovisa sina innehav på. Det vanligaste var att rapportera ett marknadsvärde alternativt ett framräknat verkligt värde. Somliga bolag rapporterade, i vissa perioder, endast det bokförda värdet av sina onoterade innehav. Författarna inser att all data därför inte är helt jämförbar mellan de olika företagen. Alternativet hade varit att göra egna värderingar av bolagens onoterade innehav. Författarna anser dock att detta inte

hade varit genomförbart i praktiken, framförallt med tanke på tidsramen för uppsatsen men även på grund av otillräcklig data.

Huvudsyftet med studien var att kontrollera företagsspecifika variabelers påverkan på substansrabatten i olika konjunkturlägen. Med detta i åtanke är makro-indexet som användes en väldigt viktig del. Makro-indexet skapades utifrån fem olika makroindikatorer som författarna anser vara de mest väsentliga för att beskriva det rådande konjunkturläget. Vidare är makro-indexet indexerat utifrån studiens period, vilket innebär att hög- respektive lågkonjunktur utläses i relation till periodens medelvärde. Detta kan medföra att konjunkturmåttet inte överensstämmer helt med verkligheten, men för studien är svängningarna i konjunkturen det väsentliga och kan utläsas genom indexet. Detta styrks också av en okulär granskning där det framgår att makro-indexet stämmer väl överens med de konjunktursvängningar som inträffat under studiens tidsperiod (som beskrivs i stycke 3.2).

Variabeln som beskriver ägarstrukturen i bolagen genererades, som nämnts tidigare, med en viss förenkling. Förenklingen innebar att det rapporterade värdet i kvartal fyra användes även för kvartal ett till tre. Författarna inser att det är en förenkling som ändrar variabeln något. Anledningen till att detta val gjordes var att andelen storägare i regel inte förändrades särskilt mycket från år till år. Vi är medvetna om att det via insynsregistret hade varit möjligt att ta fram ägarstruktur för alla bolag vid alla givna tidpunkter, men på grund av tidsbegränsningar valdes detta alternativ bort. (Insynsregistret, u.å.)

Vid beräkning av historisk överavkastning användes index för hela Stockholmsbörsen. Alternativt tillvägagångssätt hade varit att använda index för den enskilda lista på Stockholmsbörsen (Small, Mid och Large Cap) som bolaget är noterat på. Eftersom investmentbolag värderas utifrån dess tillgångar som alla är av varierande storlek, valde författarna att använda sig av ett index som representerar hela börsen. Författarna av studien är medvetna om att direktavkastningens storlek för enskilda investmentbolag påverkar hur deras prestation står sig mot OMXSPI, och kan skapa ett marginellt fel i datan. Ett investmentbolag utan utdelning får per automatik en högre avkastning i jämförelse med OMXSPI i förhållande till ett

investmentbolag som ger en hög utdelning. Detta beror på att det sker en kursjustering när utdelningsrätten skiljs från aktien (Ross, Westerfield & Jaffe, 2001).

Ett annat alternativ till index hade varit att använda matchningsföretag. Tillvägagångssättet för den metoden är att välja ut ett jämförbart företag för varje bolag i studien. Med anledning av att den här studien fokuserar på investmentbolag anser författarna att index är en bättre jämförelse. Detta eftersom investmentbolag skiljer sig väldigt mycket från hur övriga företag bedriver verksamhet.

3.9.3 Källkritik

För att genomföra studien samlades data in från ett antal olika källor. Den största delen kommer direkt från företagen i form av rapporteringar såsom kvartalsrapport och årsredovisning. Författarna anser inte att det finns en mer pålitlig källa än företagets egna redovisningar.

Andra källor som har använts är bland annat den svenska myndigheten Statistiska Centralbyrån och den ansedda databasen DataStream. Författarna har valt dessa källor för att erhålla största möjliga pålitlighet i den data som samlades in.

4 Deskriptiv statistik

I följande kapitel redovisas den data som har samlats in. För att ge läsaren en överblick sammanfattas de olika variablerna, både makrovariabler och företagspecifika, i text- och tabellform.

4.1 Beroende variabel – substansrabatt

Tabell 3 nedan sammanfattar den beroende variabeln substansrabatt. På grund av en hel del observationer under noll, finns det en viss skillnad i medelvärde och median. Observationer under noll innebär att aktien handlades till en premium.

Medelvärdet för substansrabatten är 12,6 procent och medianen är 20,3 procent. Den högsta och lägsta rabatten är 90,6 respektive -210,5 procent.

Det lägsta, och enda negativa, värdet noteras i Ratos som i genomsnitt handlades till en premie på 61,0 procent. Högsta värdet noteras i Lundbergföretagen som i genomsnitt handlades 49,5 procent under substansvärdet.

Företag	Medel	Median	Min	Max	Antal observationer
Bure	14,8%	20,5%	-116,5%	90,6%	64
Creades	32,7%	36,3%	20,1%	41,2%	15
Industrivärden	19,9%	19,0%	2,9%	42,4%	64
Investor	25,7%	27,1%	7,6%	37,9%	64
Kinnevik	22,2%	25,5%	-26,4%	39,9%	45
Latour	29,2%	28,5%	8,8%	45,8%	49
Lundbergföretagen	49,5%	49,7%	36,4%	59,8%	64
Melker Schörling	0,1%	0,4%	-13,9%	9,9%	37
Novestra	8,7%	12,4%	-75,9%	56,3%	61
Ratos	-61,0%	-44,4%	-210,5%	36,3%	64
Traction	29,9%	29,7%	13,5%	48,1%	59
Vostok New Ventures	1,5%	9,2%	-133,2%	37,9%	33
Öresund	3,6%	4,6%	-20,5%	19,3%	63
Totalt	12,6%	20,3%	-210,5%	90,6%	682

Tabell 3. Statistik över substansrabatten uppdelat per företag.

4.2 Företagsspecifika variabler

Andelen onoterade innehav (tabell 4) varierar mellan 0 och 100 procent, vilket innebär att urvalet innehåller både investmentbolag som helt saknar onoterade innehav, men också som enbart innehar onoterade innehav. Medelvärde ligger på 36,3 procent, och medianen på 25,9 procent. Således tenderar investmentbolagen i urvalet att inneha mer noterade innehav än onoterade.

Företag	Medel	Median	Min	Max	Antal observationer
Bure	72,0%	77,0%	22,9%	100,0%	64
Creades	27,2%	25,6%	14,8%	47,2%	15
Industrivärden	2,6%	0,0%	0,0%	10,5%	64
Investor	21,4%	21,3%	11,6%	34,0%	64
Kinnevik	24,8%	22,2%	14,1%	50,0%	45
Latour	33,5%	34,2%	16,9%	48,5%	49
Lundbergföretagen	31,2%	30,2%	21,0%	41,4%	64
Melker Schörling	0,8%	0,7%	0,3%	1,3%	37
Novestra	89,0%	100,0%	52,7%	100,0%	48
Ratos	93,2%	96,7%	46,2%	100,0%	56
Traction	17,5%	12,6%	3,2%	39,8%	58
Vostok New Ventures	57,6%	63,6%	10,3%	100,0%	22
Öresund	7,7%	2,5%	0,0%	32,7%	63
Totalt	36,3%	25,9%	0,0%	100,0%	649

Tabell 4. Statistik över variabeln 'Andel onoterade' uppdelat per företag.

Investmentbolagen i urvalet har en direktavkastning (tabell 5) på mellan 0 och 16,8 procent, vilket innebär att urvalet innehåller både investmentbolag som inte delar ut någonting alls, och investmentbolag som får anses vara högutdelare. Medelvärdet ligger på 2,9 procent och medianen på 2,7 procent.

Företag	Medel	Median	Min	Max	Antal observationer
Bure	2,3%	1,2%	0,0%	16,8%	64
Creades	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	15
Industrivärden	4,3%	4,2%	2,3%	10,0%	64
Investor	3,2%	3,0%	1,6%	6,6%	64
Kinnevik	2,3%	2,4%	0,3%	4,1%	45
Latour	3,5%	3,4%	1,9%	5,5%	49
Lundbergföretagen	2,3%	2,1%	1,1%	4,2%	64
Melker Schörling	0,8%	0,7%	0,0%	2,3%	37
Novestra	1,8%	0,0%	0,0%	15,6%	61
Ratos	5,4%	5,4%	2,5%	9,5%	64
Traction	2,8%	2,7%	1,2%	5,1%	59
Vostok New Ventures	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	33
Öresund	4,1%	4,3%	0,0%	10,7%	63
Totalt	2,9%	2,7%	0,0%	16,8%	682

Tabell 5. Statistik över variabeln 'Direktavkastning' uppdelat per företag.

Diversifiering (tabell 6), det vill säga hur stor andel de tre största innehaven utgör av den totala portföljen, varierar mellan 25 och 100 procent. I de fall då observationen är 100 procent innebär det att investmentbolaget endast innehar tre eller färre innehav. Medelvärdet ligger på 58 procent och medianen på 57,9 procent.

Företag	Medel	Median	Min	Max	Antal observationer
Bure	59,1%	60,9%	25,0%	95,5%	62
Creades	64,7%	66,4%	54,2%	74,8%	15
Industrivärden	59,4%	59,3%	49,0%	70,5%	64
Investor	47,6%	45,6%	36,2%	63,1%	63
Kinnevik	78,0%	78,1%	64,0%	89,3%	45
Latour	49,5%	47,4%	32,1%	68,3%	49
Lundbergföretagen	67,5%	64,6%	55,9%	85,2%	64
Melker Schörling	81,0%	80,8%	76,0%	85,4%	37
Novestra	72,9%	71,9%	38,2%	100,0%	60
Ratos	36,3%	36,4%	28,1%	45,4%	60
Traction	47,0%	37,3%	27,2%	74,7%	58
Vostok New Ventures	65,4%	50,1%	36,4%	100,0%	33
Öresund	45,7%	45,3%	27,8%	77,9%	63
Totalt	58,0%	57,9%	25,0%	100,0%	673

Tabell 6. Statistik över variabeln 'Diversifiering' uppdelat per företag.

Historisk överavkastning (tabell 7) varierar mellan -69,34 och 62,6 procent, med ett medelvärde på 1,4 procent och en median på 1 procent. Följaktligen har investmentbolagen i urvalet generellt sett överpresterat gentemot OMXSPI under studiens mätperiod.

Företag	Medel	Median	Min	Max	Antal observationer
Bure	-0,6%	-0,8%	-69,4%	38,6%	64
Creades	0,1%	0,0%	-12,6%	9,6%	14
Industrivärden	0,6%	-0,2%	-11,9%	16,7%	64
Investor	0,8%	1,5%	-17,3%	18,9%	64
Kinnevik	1,8%	-1,6%	-23,7%	28,0%	45
Latour	2,1%	0,9%	-22,7%	21,9%	49
Lundbergföretagen	1,8%	1,9%	-39,9%	31,4%	64
Melker Schörling	4,5%	6,1%	-22,4%	21,4%	36
Novestra	-1,4%	-0,9%	-48,3%	62,6%	60
Ratos	1,4%	1,1%	-22,0%	30,1%	64
Traction	0,8%	-0,9%	-16,9%	20,8%	59
Vostok New Ventures	5,9%	6,5%	-47,2%	61,2%	32
Öresund	3,0%	1,8%	-23,9%	46,5%	63
Totalt	1,4%	1,0%	-69,4%	62,6%	678

Tabell 7. Statistik över variabeln 'Historisk Överavkastning' uppdelat per företag.

Storägare (tabell 8), vilken mäts genom att summera de röster som innehas av ägare med minst fem procent av det totala antalet rösterna, ligger på mellan 16 och 94,8 procent. Medelvärdet är 60,3 procent och medianen 53,8 procent. Tolkningen av detta är att storägarna i ett investmentbolag tenderar att tillsammans inneha majoriteten av rösträtterna, men att undantag finns.

Företag	Medel	Median	Min	Max	Antal observationer
Bure	34,5%	38,2%	16,5%	45,0%	60
Creades	55,8%	53,1%	49,8%	67,3%	11
Industrivärden	48,2%	49,3%	29,9%	54,8%	60
Investor	42,3%	40,0%	39,1%	49,5%	60
Kinnevik	53,4%	53,5%	44,5%	60,0%	42
Latour	85,4%	86,6%	79,3%	87,7%	45
Lundbergföretagen	89,5%	89,4%	89,3%	90,0%	64
Melker Schörling	85,2%	84,8%	84,6%	86,1%	37
Novestra	54,9%	52,6%	16,0%	70,2%	57
Ratos	71,3%	72,6%	63,8%	73,5%	64
Traction	87,9%	88,0%	82,0%	94,8%	56
Vostok New Ventures	43,5%	40,7%	30,4%	52,7%	29
Öresund	33,8%	36,1%	21,7%	41,3%	63
Totalt	60,3%	53,8%	16,0%	94,8%	648

Tabell 8. Statistik över variabeln 'Storägare' uppdelat per företag.

4.3 Makroekonomiska indikatorer

Konjunkturbarometern hushåll (CCI) är indexerad med ett medelvärde på 100. Variabeln varierar beroende på det ekonomiska läget mellan 72,2 och 120,8. Medelvärdet ligger på 101,1 och utläses genom den vänstra y-axeln i nedan diagram. Under perioden har sysselsättningsgraden rört sig mellan 90,6 och 94,6 procent med ett medelvärde på 92,8 procent. Reporäntan är den variabel som relativt sett rört sig mest, från 4,75 procent ner till -0,35 procent. Medelvärdet för reporäntan är 2,09 procent.

BNP i absoluta tal har varierat mellan 734 401 och 1 037 881. Medelvärdet för variabeln är 885 106. KPI, som är indexerad till 100 med startår 1980, har en

liknande utveckling med minsta notering på 258,7 och en hösta notering på 315,1. Medelvärdet för KPI är 292,7.

Makroindikator	Medel	Median	Min	Max
BNP	885 106	899 288	734 401	1 037 881
CCI	101,12	101,80	72,20	120,20
KPI	292,71	295,57	258,70	315,06
Reporänta	2,10	2,00	-0,35	4,75
Sysselsättningsgrad	92,76	92,75	90,57	94,57

Tabell 9. Statistik över inkluderade makroindikatorer.

4.3.1 Makro-index

Nedan presenteras ett diagram över hur variabeln makro-index har fluktuerat över studiens tidsperiod. Ett positivt värde indikerar ett bättre konjunkturläge än genomsnittet för perioden, medan ett negativt indikerar ett sämre konjunkturläge. Det i särklass högsta värdet på 0,89 noteras i slutet av 2007, följt av en snabb och kraftig nedgång till det i särklass lägsta värdet på -0,93 i mitten av 2009. I perioderna före och efter finanskrisen fluktuerar indexet relativt frekvent mellan positiva och negativa värden, med en något negativ förskjutning åren innan och en något positiv förskjutning åren efter.

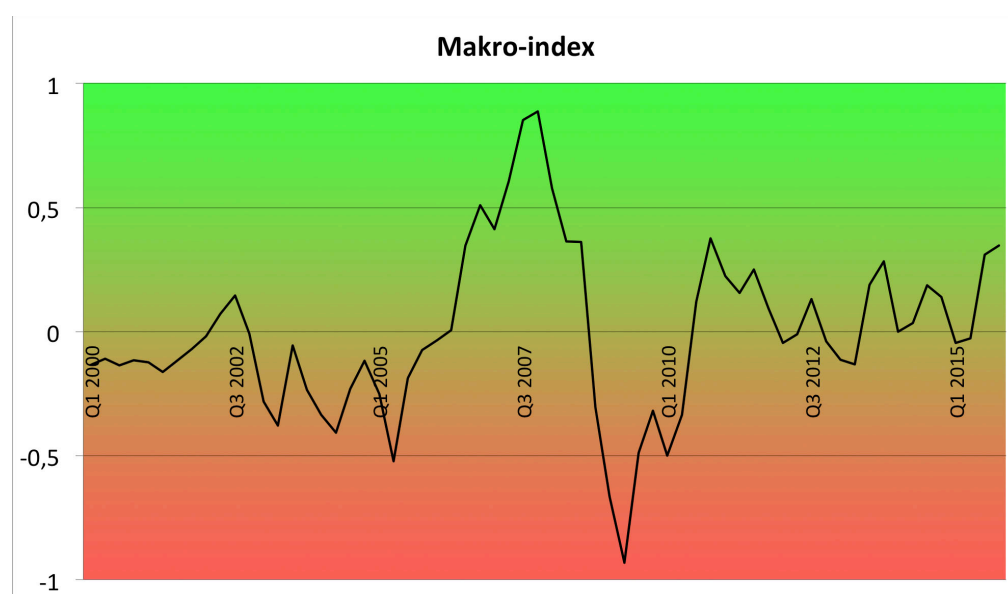


Diagram 3. Makro-index.

5 Resultat och analys

I det här kapitlet presenteras resultatet från regressioner och T-test och i samband med detta analyseras även resultatet med utgångspunkt i tidigare forskning.

5.1 Substansrabatt

För att säkerställa att en substansrabatt existerar i studiens urval utförs inledningsvis ett t-test på substansvärdets medelvärde. Nollhypotesen som ställs är att medelvärdet för substansrabatten är lika med noll. Testet resulterar i att nollhypotesen förkastas på 0,1 procent-nivån, vilket innebär att substansrabattens medelvärde är signifikant skild från noll. Detta stämmer väl överens med tidigare forskning på området. (Hjelström, 2007; Barclay, Holderness & Pontiff, 1993; Bleaney & Smith, 2010; Jian, Xia & Wu, 2004)

Hypothesis Testing for SUBSTANSRABATT		
Date: 03/30/16 Time: 13:00		
Sample: 2000Q1 2015Q4		
Included observations: 682		
Test of Hypothesis: Mean = 0.000000		
<hr/>		
Sample Mean = 0.126443		
Sample Std. Dev. = 0.380468		
<u>Method</u>	<u>Value</u>	<u>Probability</u>
t-statistic	8.678998	0.0000
<hr/>		

Tabell 10. T-test för substansrabattens medelvärde

5.2 Regressioner

I studien har åtta regressioner estimerats och dessa presenteras i tabell 11 nedan. Siffrorna för respektive variabel är koefficienten i regressionen, samt standardfelet inom parentes. Avsnitten som följer kommer att beskriva och analysera resultatet från dessa modeller

Oberoende variabel	Modell 1	Modell 2	Modell 3	Modell 4	Modell 5	Modell 6	Modell 7	Modell 8
Andel onoterat	-0,116 (0,119)			-0,181 (0,115)				
Direktavkastning	-0,025 (0,559)				1,334 (0,427) ***			
Diversifiering	-0,266 (0,121) **	-0,312 (0,104) ***				-0,248 (0,920) ***		
Historisk Överavkastning	-0,458 (0,125) ****	-0,415 (0,105) ****					-0,436 (0,115) ****	
Storägare	-0,287 (0,209)							-0,531 (0,124) ****
Makroindex			-0,123 (0,037) ****	0,024 (0,034)	-0,116 (0,045) **	-0,466 (0,110) ****	-0,115 (0,038) ***	0,029 (0,110)
Interaktion Andel onoterat, Makro				-0,313 (0,159) **				
Interaktion Direktavkastning, Makro					-0,128 (0,826)			
Interaktion Diversifiering, Makro						0,616 (0,150) ****		
Interaktion Historisk överavkastning, Makro							-0,347 (0,310)	
Interaktion Storägare, Makro								-0,241 (0,134) *
Intercept	0,498 (0,162) ****	0,312 (0,061) ****	0,128 (0,011) ****	0,186 (0,071) ***	0,104 (0,075)	0,270 (0,055) ****	0,147 (0,090)	0,460 (0,127) ****
N	610	669	682	649	682	673	678	647
Justerad R²	0,614	0,597	0,516	0,046	0,03	0,565	0,065	0,04

**** - Signifikant på 0,1 procent-nivån

*** - Signifikant på 1 procent-nivån

** - Signifikant på 5 procent-nivån

* - Signifikant på 10 procent-nivån

Tabell 11. Resultat från studiens regressioner.

Resultatet kommer att analyseras utifrån de tidigare ställda hypoteserna. I tabell 12 nedan presenteras utfallet av hypotestesterna.

Hypotes	Variabel	Hypotesutfall	Samband
H_{1a}	Andel onoterat	Förkastas	Inget samband
H_{1b}	Direktavkastning	Förkastas	Inget samband
H_{1c}	Diversifiering	Förkastas	Positivt samband
H_{1d}	Historisk överavkastning	Accepteras	Negativt samband
H_{1e}	Storägare	Förkastas	Inget samband
H_2	Makro-index	Accepteras	Negativt samband
H_{3a}	Interaktion andel onoterat	Förkastas	Inget samband
H_{3b}	Interaktion direktavkastning	Förkastas	Inget samband
H_{3c}	Interaktion diversifiering	Förkastas	Positivt samband
H_{3d}	Interaktion historisk överavkastning	Förkastas	Inget samband
H_{3e}	Interaktion storägare	Accepteras	Negativt samband

Tabell 12. Hypotesutfall.

5.2.1 Företagsspecifika variablers påverkan på substansrabatten

Studiens tester och resultat grundar sig alltså i åtta regressioner. Modell 1 beskriver hur den beroende variabeln substansrabatt förklaras av de oberoende företagsspecifika variablerna, H_{1a} - H_{1e} . Justerat R^2 visar att substansrabatten förklaras till 61,4 procent av de företagsspecifika variablerna. Historisk Överavkastning är signifikant på 0,1 procent-nivån med en negativ koefficient på 0,458. Diversifiering är den andra och sista variabeln som är signifikant, på 5 procent-nivån. Även denna riktning är negativ, vilket innebär att en lägre diversifiering minskar substansrabatten. De tre återstående variablerna, direktavkastning, andel onoterade och storägare visar ingen signifikans. Detta resultat skiljer sig från den genomgång av tidigare forskning som presenteras i studiens teoriavsnitt. Trots att ingen signifikans kan påvisas kan det vara intressant att titta på koefficienternas riktning för variablerna, resultatet visar att samtliga variabler har en negativ riktning. Koefficienten för direktavkastning är således i linje med tidigare studier, medan både storägare och andel onoterade enligt tidigare forskning ska ha en positiv koefficient. Den uteblivna signifikansen för variabeln direktavkastning kan förklaras med homemade dividend (Ross, Westerfield

& Jaffe, 2001) som menar att direktavkastningen inte påverkar värderingen då utdelning kan skapas direkt av investeraren. Att storägare inte får någon negativ påverkan på substansrabatten kan möjligen bero av ett högt förtroende till de befintliga storägarna som ofta består av familjer vilka arbetat hårt för att uppnå deras förmögenhet. Den negativa riktningen andel onoterade uppvisar kan bero på att investerare på den svenska börsen värdesätter de onoterade aktierna då de annars inte får möjlighet att investera i dessa. Den uteblivna signifikansen visar att det inte finns en entydig riktning och uppfattning bland investerare till de svenska investmentbolagen.

I modell två görs ett separat test för att kontrollera de signifikanta variablerna utan övriga variabler. Utfallet är närliggande det som erhöles i modell 1. Diversifiering är signifikant på 1 procent-nivån med en något större negativ koefficient på 0,312. Historisk överavkastning är fortsatt signifikant på 0,1 procent-nivån med en något mindre negativ koefficient på 0,415, vilket gör att hypotes H_{1d} accepteras. Eftersom båda variablerna har en negativ koefficient minskar substansrabatten vid ökande värde. Motsatt effekt gäller då även vid minskande värde på variablerna. Diversifiering skiljer sig från tidigare forskning (Kim & Lee, 2007) och hypotes H_{1c} förkastas därmed. Resultatet innebär att en högre andel av de tre största innehaven skapar en lägre substansrabatt. Detta resulterar i att en lägre diversifiering minskar substansrabatten vilket inte stämmer överens med den hypotes som inledningsvis ställdes. De varierande resultaten skapar intressanta tankar kring prestation. Modern portföljteori menar att högst riskjusterad avkastning uppnås då en portfölj innehar maximal marknadsdiversifiering. Dock krävs det en lägre diversifiering än maximal för att kunna slå marknadsavkastningen (OMXSPI), och därmed skapa en överavkastning. Detta gör att studiens författare kan se logiska anledningar till att en låg diversifiering kan minska substansrabatten med hänsyn till en ökad möjlighet till överavkastning.

Utfallet av historisk överavkastning är däremot i linje med den hypotes som studien ställde, H_{1d} , och således även i linje med vad Bleaney och Smith (2010) fann. För att nå minsta möjliga substansrabatt ska därmed en investerare äga ett investmentbolag med egenskaperna låg diversifiering, samt hög historisk överavkastning. Förklarande anledningar till det motsatta resultatet för diversifiering kan vara det som av

branschen kallas stock-picking. Stock-picking innebär att man aktivt söker efter företag som man av någon anledning tror kommer överprestera framöver (Cambridge University Press, 2016). Med en ledning som är duktig på att hitta sådana företag finns det en möjlighet att investmentbolaget kan överprestera övriga marknaden. Däremot reduceras denna möjlighet då fler företag inkorporeras i portföljen, eftersom investmentbolaget närmar sig marknads utveckling i sin helhet. När investmentbolaget blir så pass diversifierat att det mer eller mindre följer marknadsutvecklingen finns det en risk att en högre substansrabatt skapas, detta eftersom investerare då kan substituera investmentbolaget mot billiga indexfonder. Att en investerare är villig att betala ett högre pris för ett investmentbolag som presterat bättre än marknaden kan även knytas till de slutsatser som drogs av Bleaney och Smith (2010). En tidigare överprestation skapar ett större intresse och ett bättre sentiment kring investmentbolaget, vilket i förlängningen kan göra en investerare villig att betala mer för tillgången.

5.2.2 Makro-index påverkan på substansrabatten

Modell tre testar studiens H_2 , där variabeln makro-index är signifikant på 0,1 procent-nivån med en förklaringsgrad på 51,6 procent. Eftersom studiens makroindikatorer har vägts samman till ett övergripande konjunkturmått kan ingen analys presenteras kring de enskilda indikatorerna. Istället ligger fokus på att analysera hur konjunkturläget i stort påverkar substansrabatten, vilket också ligger i linje med studiens syfte. Tidigare forskning framhåller bland annat investor sentiment som en förklaring till att substansrabatten fluktuerar, och investor sentiment beror till en stor del på det rådande makroläget (Baker och Wurgler, 2006; De Long et al., 1990; Lee et al., 1991). Ett bättre makroläge innebär såldes ett bättre investor sentiment, vilket bör resultera i en lägre substansrabatt. Detta är i linje med studiens resultat, och den hypotes (H_2) som inledningsvis ställdes, som visar att variabeln makro-index har en negativ koefficient på 0,123. Utifrån konjunkturläget enbart bör därför en investerare köpa ett investmentbolag då denne tror på en stigande konjunktur. Det faktum att substansrabatten minskar i en stigande konjunktur innebär dessutom att det är fördelaktigt att investera i ett investmentbolag, relativt att investera direkt i de underliggande tillgångarna. Detta eftersom att man dels erhåller samma värdeökning i

ett investmentbolag som man gör när man investerar direkt i tillgångarna, men även en extra värdeökning då substansrabatten minskar.

5.3 Interaktionsmodeller

Resultatet av interaktionsmodellerna som testar för studiens huvudsyfte, H_{3a} - H_{3e} presenteras i modell 4 till 8 i tabell 11. När interaktionsmodellerna analyseras är nettoeffekten av den företagsspecifika variabeln och interaktionsvariabeln det som är av intresse. För att slutsatser ska kunna dras kring nettoeffekten av dessa variabler krävs att båda variabelerna är signifikanta, vilket endast är fallet för diversifiering och storägare. Om endast interaktionsvariabeln är signifikant kan bara slutsatser dras kring makro-indexet påverkan på den företagsspecifika variabeln, och inte dess påverkan på substansrabatten. Eftersom syftet med studien är att undersöka hur substansrabatten påverkas, kommer den signifikanta interaktionsvariabeln i modell 4 inte att diskuteras.

Huruvida variabeln makro-index är signifikant eller ej har ingen betydelse för analysen. Detta eftersom interaktionsmodellerna ämnar undersöka hur den företagsspecifika variabeln påverkar substansrabatten i olika konjunkturlägen, och inte den direkta effekten av konjunkturen på substansrabatten.

För dessa modeller, där signifikans inte kan påvisas för både den företagsspecifika variabeln och interaktionsvariabeln, kan som sagt inga slutsatser dras, och därför kommer dessa inte att diskuteras vidare. Nedan följer en närmare resultatbeskrivning och analys av de två signifikanta interaktionsmodellerna.

5.3.1 Diversifiering

Diversifiering testas i modell 6, och resultatet visar att variabeln diversifiering är signifikant på 1 procent-nivån och interaktionsvariabeln är signifikant på 0,1 procent-nivån. Diversifiering har en negativ koefficient på 0,248 och har således en negativ effekt på substansrabatten då diversifieringen minskar (andelen av totala portföljer som utgörs av de tre största innehaven ökar). Interaktionsvariabeln har däremot en positiv koefficient på 0,616, vilket innebär att effekten är den omvända. Nettoeffekten av de båda variabelerna är att i en stigande konjunktur har diversifiering en positiv

påverkan på substansrabatten oavsett dess grad av diversifiering. Dock visar sig en lägre grad av diversifiering ha en starkare positiv påverkan på substansrabatten än en högre grad av diversifiering. När konjunkturen går mot det sämre gäller samma samband, fast omvänt. Substansrabatten minskar oavsett grad av diversifiering, men minskningen är större för investmentbolag med en låg grad av diversifiering. Resultatet i sin helhet innebär att hypotesen om ett negativt samband mellan den företagsspecifika variabeln i en konjunkturförbättring och substansrabatten förkastas. För att förtydliga resonemangen presenteras ett diagram nedan innehållande grafiska tolkningar av modellen.

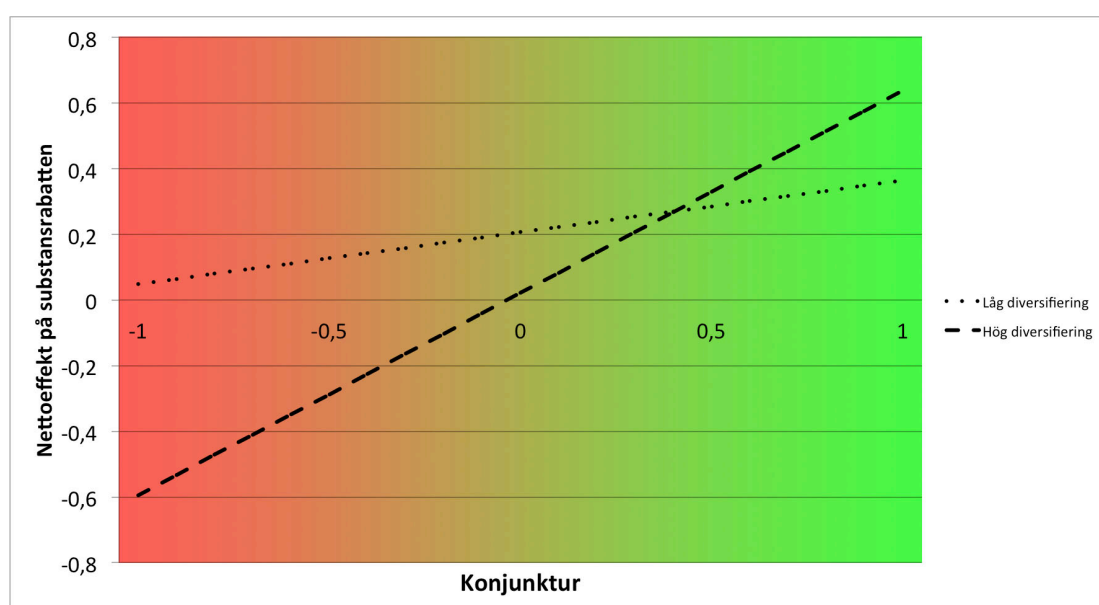


Diagram 4. Tolkning av interaktionsvariabel för diversifiering.

I diagrammet ovan kan konjunkturläget utläsas på x-axeln, där negativa värden indikerar ett konjunkturläge som är sämre än genomsnittet för perioden, och positiva värden indikerar ett bättre konjunkturläge än genomsnittet. Linjerna i diagrammet beskriver nettoeffekten av diversifiering då konjunkturläget går från sämre till bättre, samtidigt som graden av diversifiering hålls konstant. Skillnaden mellan de båda linjerna är graden av diversifiering. Den ena linjen representerar ett väldigt odiversifierat investmentbolag där de tre största innehaven utgör 100 procent av innehaven, vilket var den lägst diversifierade observationen i studiens urval. Den andra linjen representerar ett väldigt diversifierat investmentbolag där de tre största innehaven endast utgör 26 procent, vilket var den mest diversifierade observationen som noterades.

Givet att en investerare alltid måste äga ett investmentbolag är det bättre att äga ett investmentbolag med en högre grad av diversifiering då man tror på en stigande konjunkturnivå. Rabatten kommer visserligen att öka, men ökningen är mindre än för bolag med en lägre grad av diversifiering. När konjunkturen går mot lägre nivåer är det däremot mer fördelaktigt att äga ett investmentbolag som har en låg diversifiering.

Studiens resultat är delvis i linje med tidigare forskning då ett diversifierat investmentbolag är att föredra när konjunkturen förbättras. Dock minskar inte substansrabatten som Kim och Lee (2007) samt Goetzmann och Kumar (2004) finner, utan i ett diversifierat investmentbolag ökar som sagt fortfarande rabatten, om än mindre än vad ett odiversifierat gör. I en konjunkturförsämring finner dock studien att substansrabatten minskar som kraftigast för investmentbolag med en låg grad av diversifiering, vilket är tvärtemot vad närliggande tidigare studier påvisat. Dock ska det poängteras att tidigare studier enbart behandlat diversifiering utan att ta hänsyn till konjunkturläget, varpå resultaten inte är helt jämförbara. Enligt den moderna portföljteorin ska diversifiering minska substansrabatten då den totala risken minimeras, vilket i sin tur skapar en högre riskjusterad avkastning. Således är studiens resultat också delvis i linje med teorin på området. Samtidigt kan studien påvisa att volatiliteten i substansrabatten är högst i ett odiversifierat investmentbolag vilket kan kopplas till portföljteorin.

I en högkonjunktur tenderar de flesta marknadsindex att utvecklas positivt, vilket också kan vara en förklaring till varför diversifierade investmentbolag visar sig vara att föredra under dessa perioder. Genom att vara diversifierad närmar sig investmentbolaget marknads utveckling, varpå man enligt den moderna portföljteorin erhåller den högsta riskjusterade avkastningen. Att substansrabatten ökar i en högkonjunktur trots en hög grad av diversifiering går emot rådande teorier och forskning på området. En ökande substansrabatt torde ses som en attraktiv möjlighet för en investerare att få chansen att köpa de underliggande tillgångarna till en betydande rabatt. Tar man dessutom investor sentiment i beaktning bör den ökande rabatten absolut ses som en bra möjlighet för en investerare att nå en bredare

diversifiering till ett rabatterat pris. Detta resonemang är något som bör motverka den ökande rabatten, och som därmed går emot studiens resultat.

En förklaring till studiens resultat i en konjunkturförsämring kan vara det som i branschen kallas stock-picking (Cambridge University Press, 2016), där investmentbolagets ledning har varit duktiga att hitta och investera i bolag som gått bättre än den övriga marknaden. Desto fler bolag som portföljen innehåller desto mer rör sig investmentbolagets portfölj i enlighet med marknaden. Eftersom marknadsvärdena i stort tenderar att minska i en lågkonjunktur kan man genom stock-picking överprestera marknaden, under förutsättning att man lyckas välja ut bolag som är mindre konjunktur känsliga. Ett väldigt diversifierat investmentbolag kommer få det väldigt svårt att överprestera marknaden, varpå ett mindre diversifierat investmentbolag är det enda alternativet för en investerare som är ute efter att försöka parera en nedgång i en lågkonjunktur.

Vidare är det egentligen inte särskilt eftersträvansvärt för ett investmentbolag att vara väldigt diversifierat eftersom en investerare själv kan diversifiera sig, under förutsättning att det är möjligt för investeraren att investera till en rimlig kostnad i de bolag som investmentbolaget äger. På så vis kan investeraren uppnå den högsta riskjusterade avkastningen på egen hand, i enlighet med den moderna portföljteorin. Det är först när det kommer till mindre, ofta onoterade bolag som diversifieringen rent logiskt tillför ett värde eftersom det kan vara svårt som enskild investerare att få tillgång till den typen av bolag. Därmed kan ytterligare en förklaring till resultatet vara att variabeln inte tar någon hänsyn till vilken typ av diversifiering som de olika investmentbolagen besitter.

5.3.2 Storägare

Variabeln storägare i modell 8 är signifikant på 0,1 procent-nivån, medan interaktionsvariabeln är signifikant på 10 procent-nivån. Variabeln Storägare, som inte tar konjunkturläget i beaktning, har en negativ koefficient på 0,531 och har således en negativ påverkan på substansrabatten då andelen storägare ökar. Interaktionsvariabeln har en negativ koefficient på 0,241, och verkar därmed i motsatt riktning relativt variabeln storägare. Nettoeffekten är att substansrabatten minskar då

konjunkturen förbättras, oavsett graden av storägare. Dock minskar substansrabatten kraftigare desto högre grad av storägare. Omvänt, när konjunkturen försämras, ökar substansrabatten också kraftigare desto högre grad av storägare som finns. Tolkningen av detta resultat är att en investerare bör äga ett investmentbolag med en hög andel storägare om man tror på en framtida konjunkturförbättring. Tror man däremot att konjunkturen kommer försämrats, är det mer fördelaktigt att äga ett investmentbolag med en lägre andel storägare. Resultatet i sin helhet innebär att hypotesen om ett negativt samband mellan den företagsspecifika variabeln i en konjunkturförbättring och substansrabatten accepteras. Nedan presenteras ett diagram som beskriver ovanstående tolkning grafiskt.

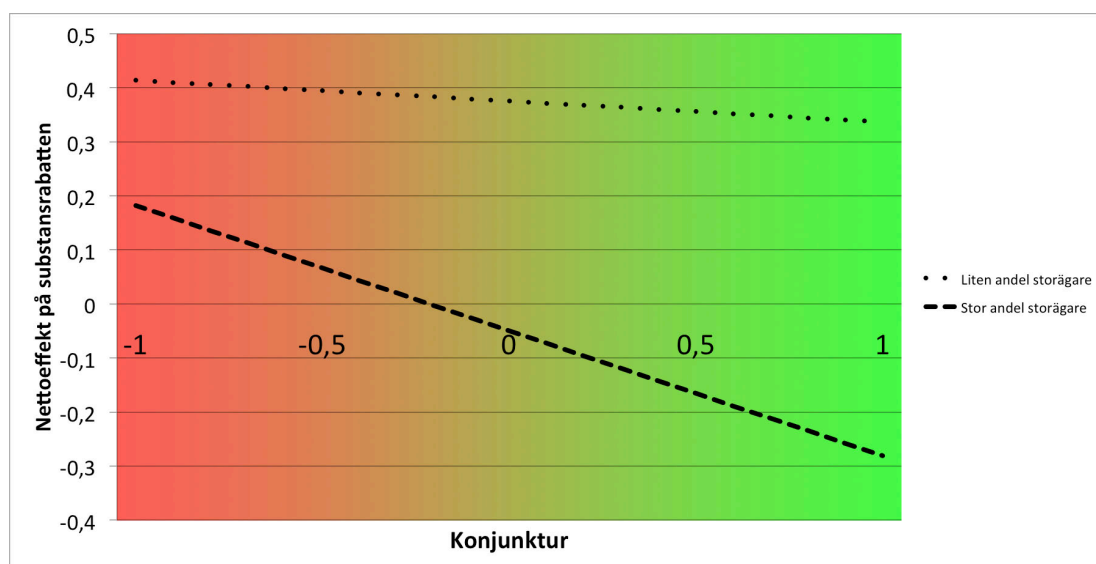


Diagram 5. Tolkning av interaktionsvariabel för storägare

Linjerna ovan beskriver andelen storägars nettoeffekt på substansrabatten då konjunkturen inkluderas, samtidigt som andelen storägare hålls konstant. Likt tidigare diagram återfinns konjunkturen på x-axeln, och skillnaden mellan de båda linjerna är graden av storägare. Den ena linjen representerar den högsta andelen storägare som observerades i urvalet, 95 procent, medan den andra visar den lägsta andelen storägare som observerades, 16 procent.

Studiens resultat är i linje med agentteorin som menar att en starkare ägare kan kontrollera bolaget mer effektivt, och således reducera potentiella agentproblem. Däremot går resultatet emot tidigare forskning som finner att en ökad andel storägare tenderar att öka substansrabatten. Anledningen till detta samband uppges vara att en

storägare har möjlighet att dra egenvinning av sitt stora ägande genom ersättningar, förmåner och status, vilket de gör på bekostnad av minoritetsägarna. (Barclay, Holderness & Pontiff, 1993)

Merparten av de svenska investmentbolagen har storägare som utgörs av familjer och individer med stora delar av sina tillgångar investerade i investmentbolaget. En förklaring till studiens resultat kan vara att den kompetens och historia dessa storägare besitter väger tyngre för investerare än de fördelar som dessa drar enligt tidigare forskning. Då familjer inte står som största ägare är det vanligtvis institutioner, såsom pensionsfonder och stiftelser, som gör det istället. Dessa passiva ägare kan, av övriga investerare, ses som mindre aktiva vad gäller att skapa värde, vilket gör att man därmed väljer ett investmentbolag med aktiva ägare. Vidare kan den svenska marknaden, med en hög grad av transparens och medial öppenhet, vara en bidragande faktor till varför resultatet skiljer sig från tidigare studier som genomförts på andra länder. Dessutom är många av de tidigare studierna på området genomförda för relativt lång tid sedan, då bland annat informationstillgängligheten var mycket sämre än vad den är idag. Ett exempel är Barclay, Holderness och Pontiff (1993) som baserar sig på data mellan åren 1979 till 1989.

6 Slutsatser

Den avslutande delen i denna uppsats kommer innehålla reflektioner kring det resultat som framkommit i studien, samtidigt som egna tankar kring ämnet i fråga kommer lyftas fram.

Studiens huvudsyfte var att undersöka hur olika konjunkturlägen påverkar substansrabatten hos investmentbolag beroende på vilka företagsspecifika egenskaper företaget besitter. Med detta avsåg studien att skapa investeringsunderlag för en investerare med en viss tro om framtida konjunkturläge, samt fylla det forskningsgap som idag existerar. Av de fem interaktionsmodeller som testades var två signifikanta, storägare och historisk överavkastning. Även om vi alltså inte lyckades finna signifikans för samtliga interaktionsmodeller anser vi fortfarande att studien kan bidra med en ökad förståelse för samspelet mellan substansrabatten och konjunkturläget, och att studiens huvudsyfte därmed är uppfyllt.

Gällande studiens två bisyften, att undersöka hur företagsspecifika variabler samt konjunkturläget påverkar substansrabatten var för sig, lyckades vi påvisa signifikans för två av de företagsspecifika variablerna, diversifiering och historisk överavkastning, samt konjunkturvariabeln makro-index. För historisk överavkastning kunde vi påvisa samma resultat som tidigare studier funnit, medan diversifiering visade på en motsatt riktning. Dessa resultat ger därmed möjlighet att dels bekräfta tidigare studiers resultat, men också ge en annorlunda bild över hur ett samband kan se ut. Konjunkturvariabeln makro-index visade sig ha samma samband som tidigare studier kunnat påvisa, och här kan vi således endast bekräfta tidigare studiers resultat. Inalles anser vi att studiens båda bisyften är uppfyllda.

Studiens första observation är första kvartalet år 2000, och sträcker sig fram till sista kvartalet år 2015. Denna period kännetecknas av en stark digital utveckling där vi ständigt rör oss mot en värld där all information finns tillgänglig på Internet. Som man grafiskt kan se i diagram 3 (se kapitel 4) verkar det som om substansrabatten minskat under studiens period. En möjlig förklaring till detta skulle kunna vara den globala digitaliseringen. Idag är det betydligt lättare för gemene man att hitta

information om exempelvis små onoterade bolag, än det var för femton år sedan. Detta talar för att marknaden har blivit mer effektiv, där fler personer har tillgång till mer information, och kan vara en förklarande faktor till varför substansrabatten har minskat.

Tidigare studier på området bevisar att investmentbolag där en stor mängd av aktierna ägs av en liten grupp handlas till en större rabatt. Resultaten som presenterades i denna studie motsäger den tidigare forskningen. Det som gör svenska investmentbolag väldigt speciella, är det faktum att många ägs och kontrolleras av familjer sedan lång tid tillbaka (exempelvis Investor, Kinnevik och Latour). Vad har detta för påverkan på vår studie? En förklaring skulle kunna vara att dessa familjer har byggt upp ett långsiktigt förtroende bland svenska investerare, och därmed vänt detta till något positivt istället för att vara en negativ egenskap. Andersson och Reeb (2003) undersöker familjeägda företag på S&P 500 och kommer fram till att dessa presterar bättre än icke-familjeägda. De påvisar även att de bolag som har en VD som kommer inifrån presterar bättre än en som kommer utifrån, vilket rimmar väl med agentteorin.

Företagen i denna rapport har studerats över en relativt lång tidsperiod med två stora nedgångar på börsen. Den första inträffade i början på 2000-talet när IT-bubblan sprack. Den andra stora nedgången inträffade under finanskrisen, där den största börsnedgången inträffade under 2008. Under dessa krascher drogs de flesta företag med i nedgången, men det var främst teknikbolag som drabbades i den första nedgången, och finansiella institutioner som drabbades under den andra. För vår studie innebär detta att de investmentbolag som hade stora innehav i den här typen av bolag vid respektive krasch drabbades hårdare än de övriga bolagen. Vilken påverkan detta har haft på investmentbolagens substansrabatt är svårbedömt då författarna inte har valt att isolera eller exkludera finanskriserna. Detta är ett medvetet val baserat på att det är väldigt svårt att dra en gräns för när finanskriserna började respektive slutade ha en inverkan på börsen. Vad som dock kan konstateras är att de har bidragit till kraftiga fluktuationer i konjunkturen, vilket i sin tur har skapat fluktuationer i substansrabatten. Dessa fluktuationer tror författarna har bidragit till att statistisk

signifikans har kunnat påvisas för de variabler som i slutändan visade sig vara signifikanta.

Studien har presenterat varierande resultat utifrån tidigare forskning. Värt att ta med sig som investerare är ändå att substansrabatten minskar vid en konjunkturuppgång, varför ett investmentbolag tillhandahåller en möjlighet till högre avkastning gentemot att investera direkt i de underliggande innehaven. För att få bästa utfall i en konjunkturuppgång ska även diversifierade investmentbolag med hög andel storägare ägas. De varierande resultaten har försökt förklaras utifrån den situation som råder i Sverige samt den ambition som finns hos investerare att uppnå en överavkastning, vilket främst görs genom en lägre diversifiering i förhållande till marknadsindex.

6.1 Förslag till vidare forskning

På grund av tidsbegränsningar har denna studie endast fokuserat på svenska investmentbolag. En rekommendation till vidare forskning inom området är en utvidgning utanför Sveriges gränser för att undersöka om samma samband kan påvisas på andra marknader.

De utvalda variablerna i studien förklarar en stor del av fluktuationerna i substansrabatten. Det finns dock utrymme för förbättring, vilket innebär att andra variabler också påverkar substansrabatten. I framtida studier rekommenderar författarna att fler variabler inkluderas för att ytterligare öka förklaringsgraden.

Att substansrabatten ser ut att gradvis ha minskat med tiden, som diskuterats tidigare, gör att vi ser en möjlig intressant vidareutveckling av detta. Ett förslag till vidare forskning är att fokusera på kortare perioder och jämföra bakåt i tiden för att se vilka skillnader som finns. Det hade även varit intressant att isolera specifika makroekonomiska händelser, såsom den senaste finanskrisen, för att närmare undersöka vilka implikationer sådana händelser har på substansrabatten.

Referenslista

- Abberger, K. & Nierhaus, W. (2008). How to define a recession? *CESifo Forum*, Vol. 9(4), ss. 74-76.
- Agerman, P. (2000). 300 miljarder blev luft när IT-bubblan sprack. *Affärsvärlden*. 17 oktober. <http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article2565046.ece> [2016-04-13]
- Anderson, R. C. & Reeb, D. M. (2003). Founding - family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, Vol. 58(3), ss. 1301-1327.
- Baker, M. & Wurgler J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance*, Vol. 61, ss. 1645-1680
- Barclay, M. J., Holderness, C. G., & Pontiff, J. (1993). Private benefits from block ownership and discounts on closed-end funds. *Journal of Financial Economics*, Vol. 33(3), ss. 263-291.
- Bleaney, M. & Smith, R. (2013). Excess volatility and closed-end fund discounts. *Review of Accounting and Finance*, Vol. 12(2), ss. 165-179.
- Bleaney, M. & Smith, T.R. (2010). Is prior performance priced through closed-end fund discounts. *International Journal of Finance & Economics*, Vol. 15, ss. 153-164.
- Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. (2011). *Investments and Portfolio Management*. 9 uppl. New York: McGraw Hill.
- Brooks, C. (2008). *Introductory Econometrics for Finance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Bryman, A. & Bell, E. (2005). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. 1 uppl. Malmö: Liber ekonomi.
- Bulmash, S.B. & Trivoli, G.W. (1991). Time-lagged Interactions between Stock Prices and Selected Economic Variables. *Journal of Portfolio Management*, Vol. 17, ss. 61-67.
- Bure (u.å.). Bures verksamhet. <http://www.bure.se/om-bure/bures-verksamhet/> [2016-04-11]
- Cambridge University Press (2016). Meaning of "stock picking" in the English Dictionary. <http://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/stock-picking> [2016-04-14]
- Carroll, T. J., Linsmeier, T. J. & Petroni, K. R. (2003). The reliability of fair value versus historical cost information: Evidence from closed-end mutual funds. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 18(1), ss. 1-24.

- Chan, K., Wan Kot, H. & Li, D. (2007). Portfolio Concentration and Closed-End Fund Discounts: Evidence from the China Market. *Emerging Markets Review*, Vol. 9, ss. 129-143.
- Chen, M.H., Kim, W.G., & Kim, H.J. (2005). The impact of macroeconomic and non-macroeconomic forces on hotel stocks returns. *Hospitality Management* Vol. 24, ss. 248-258.
- Cherkes, M., Sagi, J. & Stanton, R. (2009). A liquidity-based theory of closed-end funds. *The Review of Financial Studies*, Vol. 22, ss. 257-297.
- Creades (u.å.). Om Creades. <http://www.creades.se/om-creades/> [2016-04-11]
- Cutler, D., Poterba, J., & Summers, L. (1989). What Moves Stock Prices? *Journal of Portfolio Management*, Vol. 15, ss. 4-12.
- Damodaran, A. (2005). Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount. Stern School of Business, July.
- DataStream. Thomson Reuters. Databas
- De Long, J.B., Shleifer, A. & Summers, L.H., & Waldman, R.J. (1990). Noise Trader Risk in Financial Markets. *The Journal of Political Economy*, Vol. 98, ss. 703-738.
- Eklund, K. (2014) *Vår Ekonomi i korthet*. Upplaga 1:1. Lund: Studentlitteratur AB.
- Eurostat (2010). Glossary: Unemployment. <http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Glossary:Unemployment> [2016-03-01]
- Eurostat (2016). Unemployment statistics. http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Unemployment_statistics [2016-03-07]
- Fama, E. (1970) Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, Vol. 25, Issue 2, ss. 383-417.
- Federal Reserve Bank of Chicago (u.å.). Chicago Fed National Activity Index (CFNAI). <https://www.chicagofed.org/publications/cfnai/index> [2016-03-31]
- Fisher, K. & Statman, M. (2003). Consumer Confidence and Stock Returns. *Journal of Portfolio Management*, Vol. 30, ss. 115-127.
- Franses, P. & Mees, H. (2011). Does news on real Chinese GDP growth impact stock markets? *Applied Financial Economics*. Vol. 21, ss. 61-66.
- Fregert, K. & Jonung, L. (2014). *Makroekonomi: Teori, Politik och Institutioner*. 4 uppl. Lund: Studentlitteratur AB.
- Frumkin, N. (2000). *Guide to Economic Indicators 3rd ed*. New York: M. E. Sharpe, Inc.
- Fureyous, 2009. *Mutual Fund Theorem – Ignored by most financial advisers*.

- <http://www.fureyous.com.au/2009/07/08/mutual-fund-theorem-ignored-by-most-financial-advisers/> [2016-04-15]
- Gordon, G. & Dylan, C.T (2006). The Impact of Corporate Governance on Closed-end Funds, *European Financial Management*, Vol. 12(5), ss. 725–746.
- Goetzmann, W. & Kumar, A. (2004). Diversification decisions of individual investors and asset prices. Working paper. Yale School of Management.
- Gujarati, P. & Porter, D. (2010). *Essentials of Econometrics*. 4 uppl., McGraw Hill.
- Hjelström, T. (2007). The closed-end investment company premium puzzle: model development and empirical tests on Swedish and British data
- Huang, W., Mollick, A. & Nguyen, K. (2016). U.S. stock markets and the role of real interest rates. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. Vol. 59, ss. 231–242.
- Industrivärden (u.å.a). Skatteregler. <http://www.industrivarden.se/sv-SE/Finansiellt/Skatteregler/> [2016-03-08]
- Industrivärden (u.å.b). Bolaget i korthet. <http://www.industrivarden.se/sv-SE/Bolaget/Bolaget-i-korthet/> [2016-04-11]
- Insynsregistret (u.å.). Sök i insynsregistret. <http://insynsok.fi.se/Startpage.aspx?searchtype=0&culture=sv-SE> [2016-04-15]
- International Monetary Fund (u.å.). What is a recession? <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2009/03/basics.htm> [2016-03-07]
- Investment AB Öresund (2016). Kort historik om Investment AB Öresund. <http://www.oresund.se/om/historia.html> [2016-04-11]
- Investor (u.å.). Investors historia. <http://www.investorab.se/om-investor/investors-historia/> [2016-04-11]
- Jareño, F. & Navarro, E. (2009). Stock interest rate risk and inflation shocks. *European Journal of Operational Research*. Vol. 201, ss. 337–348.
- Jian, R., Xia, Y. & Wu, M.Q. (2004), *Illiquidity and closed-end country fund discounts*. Working paper. Temple University.
- Johnson, S.A., Lin, J. & Song, K.R. (2006) Dividend policy, signaling, and discounts on closed-end funds. *Journal of Financial Economics*, Vol 81(3), ss. 539-562.
- Kim, Y. & Lee, B.S. (2007), Limited participation and the closed-end fund discount. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 21(2), ss. 381-399.
- Kinnevik (u.å.). Kinnevik i korthet. <http://www.kinnevik.se/sv/Om-kinnevik/Kinnevik-i-korthet/> [2016-04-11]
- Kumar, R. & Noronha, G.M. (1992), A re-examination of the relationship between closed-end fund discounts and expenses. *The Journal of Financial Research*, Vol. 15(2), ss. 139-147.

- Konjunkturinstitutet (u.å.). Konjunkturterminologi. <http://konj.se/var-verksamhet/sagor-vi-prognoser/konjunkturterminologi.html> [2016-03-16]
- Latour (u.å.). Latour i korthet. <http://www.latour.se/sv/om-latour/latour-korthet> [2016-04-11]
- L E Lundbergföretagen (u.å.). Vår historia. http://www.lundbergforetagen.se/om_1_e_lundbergforetagen/var_historia.aspx [2016-04-12]
- Lee, C.M., Shleifer, A. & Thaler, R.H. (1991). Investor sentiment and the closed-end fund puzzle. *The Journal of Finance*, Vol. 46, ss. 75–109.
- Lenkey, S. (2015). The closed-end fund puzzle: Management fees and private information. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 24 (1), ss. 112-129.
- Lv, X., Dong, W. & Fang, F. (2015). The asymmetric effects of official interest rate changes on China's stock market during different market regimes. *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 51(4), ss. 826-841.
- Melker Schörling (u.å.) MSAB in brief. <http://www.melkerschorlingab.se/en/about-msab/msab-in-brief> [2016-04-11]
- Moya-Martinez, P., Ferrer-Lapeña, R. & Escibano-Sotos, F. (2015). Interest rate changes and stock returns in Spain: A wavelet analysis. *Business Research Quarterly*, Vol. 18, ss. 95-110.
- Nasdaq OMX Group (u.å.). First North. <http://www.nasdaqomxnordic.com/omoss/firstnorth> [2016-02-04]
- Novestra (u.å.). Detta är Novestra. http://www.novestra.se/?page_id=22 [2016-04-11]
- O'Reilly III, C. & Main, B. (2010). Economic and Psychological Perspectives on CEO Compensation: A Review and Synthesis, *Industrial and Corporate Change*, Vol. 19(3), ss. 675-712.
- Papadamoua, S., Sidiropoulos, M. & Spyromitros, E. (2015). Interest rate dynamic effect on stock returns and central bank transparency: Evidence from emerging markets. *Res. Int. Business and Finance*. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.01.020> [2016-03-08]
- Ratos (u.å.). Brödraskap, ägarutövande och samhällets stöttepelare <http://ratos.se/Ratos-150-ar/Brodraskap-agarutovande-och-samhallets-stottepelare/> [2016-04-11]
- Riksbanken (2011). Hur mäts inflation?. <http://www.riksbank.se/sv/Penningpolitik/Inflation/Hur-mats-inflation/> [2016-03-03]
- Riksbanken (2016). Aktuell prognos för reporänta, inflation och BNP. <http://www.riksbank.se/sv/Penningpolitik/Prognoser-och-rantebeslut/Aktuell-prognos-for-reporanta-inflation-och-BNP/> [2016-03-08]

- Riksbanken (u.å.). *Reporänta, tabell*. <http://www.riksbank.se/sv/Rantor-och-valutakurser/Reporanta-tabell/2001/> [2016-02-05]
- Roberts, H.V. (1959). Stock-Market "Patterns" and Financial Analysis: Methodological Suggestions. *The Journal of Finance*, Vol. 14(1), ss. 1-10.
- Ross, S., Westerfield, R. & Jaffe, J. (2001). *Corporate finance*. 6. ed. Boston, Mass.: McGraw-Hill
- Seager, A. (2010). The wider financial impact of southern Europe's Pigs. *The Guardian*. 7 Februari. <http://www.theguardian.com/business/2010/feb/07/bond-market-greece-pigs> [2016-04-13]
- Statistiska Centralbyrån (2016a). Konjunkturbarometern Hushåll. http://www.scb.se/sv_/Hitta-statistik/Statistik-efter-amne/22678/Allmant/Sveriges-ekonomi/Aktuell-Pong/31243/EK0206/32258/ [2016-03-07]
- Statistiska Centralbyrån (2016b). BNP (1993-), förändring från föregående kvartal, procent. http://www.scb.se/sv_/Hitta-statistik/Statistik-efter-amne/Nationalrakenskaper/Nationalrakenskaper/Nationalrakenskaper-kvartals--och-arsberakningar/Aktuell-Pong/22918/Diagram/219313/ [2016-03-07]
- Statistiska Centralbyrån (u.å.). Konsumentprisindex (1980=100), fastställda tal. http://www.scb.se/sv_/Hitta-statistik/Statistik-efter-amne/Priser-och-konsumtion/Konsumentprisindex/Konsumentprisindex-KPI/33772/33779/Konsumentprisindex-KPI/272151/ [2016-03-07]
- Skatteverket (2015). Investmentföretag. <https://www4.skatteverket.se/rattsligvagledning/edition/2015.5/331234.html#h-Vad-ar-ett-investmentforetag> [2016-02-04]
- Sveriges Aktiesparares Riksförbund (u.å.a). Aktier slår obligationer på lång sikt. <http://www.aktiespararna.se/Artikelarkiv/Opinion/2009/januari/Aktier-slar-obligationer-pa-lang-sikt/?lb=no&kampanj=pop-up-nej-tack> [2016-04-19]
- Sveriges Aktiesparares Riksförbund (u.å.b). Köp rätt investmentbolag om du inte väljer fonder. <http://www.aktiespararna.se/artiklar/Fonder/Kop-ratt-investmentbolag-om-du-inte-valjer-fonder/> [2016-04-12]
- The Economist (2013). The origins of the financial crisis. <http://www.economist.com/news/schoolsbrief/21584534-effects-financial-crisis-are-still-being-felt-five-years-article> [2016-04-13]
- Traction (u.å.). Om Traction. <http://www.traction.se/sv/om-traction/> [2016-04-11]
- Von Essen, R. (1997). *Investmentbolag med eller utan existensberättigande*. Sveriges aktiesparares riksförbund.
- Vostok New Ventures (u.å.). Om Vostok New Ventures. <http://www.vostoknewventures.com/sv/om/> [2016-04-11]

Wilke, B. (2007). Aktie- och fondhandboken: lär dig spara i aktier och fonder - för en bättre privatekonomi. 2. uppl. Stockholm: Aktiespararna Kunskap.

Bilaga 1 – Kort beskrivning av de inkluderade bolagen

Bure

Bure bildades 1992 och börsnoterades 1993 på det som idag är Nasdaq OMX Stockholm. Företaget inriktar sig på ett tiotal bolag med jämn fördelning mellan noterat och onoterat. Innehaven är bolag av mindre storlek där Bure som ägare med större poster har en uttalad strategi att jobba aktivt med innehaven för bästa utveckling. (Bure, u.å.)

Creades

Creades grundades 2011/2012 efter en uppdelning av Investment AB Öresund som då bestod av två starka huvudägare, Mats Qviberg och Sven Hagströmmer. Hagströmmer är idag huvudägare till Creades vars mål är att skapa långsiktiga värde genom sitt ägande. Ca 75 procent av innehaven är noterade. Storleken på företag som Creades riktar sina investeringar mot är mindre och medelstora noterade samt onoterade innehav. I dagsläget består portföljen av sju strategiska innehav i vilka bolaget har ett aktivt ägarengagemang. (Creades, u.å.)

Industrivärden

Industrivärden är ett av de äldsta investmentbolagen i Sverige och bildades ur Handelsbanken efter 1930-talskrisen. Industrivärden är långsiktiga ägare till några av de större svenska kronjuvelerna likt Volvo, SCA, Sandvik, Ericsson, SSAB och Handelsbanken. Genom aktivt ägande och styrelsearbete är målsättningen att skapa en avkastning som slår avkastningskraven samt index. Företaget investerar främst i större bolag och har som mål att äga minst tio procent av bolaget för att få inflytande. (Industrivärden, u.å.b)

Investor

Bolaget grundades 1916 och har sedan starten varit ett kontrollbolag för familjen Wallenbergs förmögenhet och innehav. Avknoppningen från SEB har resulterat i en av de största ägarna på stockholmsbörsen med ett börsvärde på 223 miljarder, och innehav i många av de svenska storbolagen. Majoriteten av innehaven består av stora noterade svenska företag. Portföljen är uppdelad i tre område, noterade kärninvesteringar, Patricia Industries (vilket är de onoterade innehaven) samt EQT:s

fonder. Den värdeskapande verksamheten sker främst genom styrelsearbete. (Investor, u.å.)

Kinnevik

Kinnevik grundades 1936 och har kommit att bli familjen Stenbecks maktbolag. Grunden ligger i en stark entreprenöriell anda där onoterade innehav noterats och drivit värdet i Kinnevik framåt. Det senaste decenniet har det skett en omstöpning av bolaget och idag är huvudinriktningen mot E-handel, underhållning och finansiella tjänster. Den senaste tiden har Kinnevik investerat i relativt tidiga faser av diverse företag för att utveckla bolagen och senare nå en notering. I sin investeringstrategi ligger även nära samarbete med management och entreprenörer för att framåt skapa en stark utveckling. (Kinnevik, u.å.)

Latour

Latour letar efter tillväxtegenskaper likt egna produkter och internationaliseringsförmåga. Bolaget har dels en helägd industriverksamhet samt en portfölj av noterade innehav. Förutom detta innehar bolaget en mindre andel onoterade innehav med starka framtidsutsikter. Gustaf Douglas är en av grundarna och kontrollerar med familj nästan 80 procent av rösterna. Industriellt kunnande och en stark fokus på relativt få kärninnehav har varit Latours affärsidé genom åren. Trots detta så har företaget varit relativt transaktionsaktivt. (Latour, u.å.)

Lundbergföretagen

Lundbergföretagen tillhör likt många andra investmentbolag en familj av kött och blod. Redan 1944 grundades bolaget som ett byggföretag. 1983 börsnoterar familjen företaget men bibehåller en stor ägarandel. De senaste åren har kassaflödena använts till att bygga betydande ägandeposter i stora svenska bolag. Huvudinriktningen inom fastigheter ligger dock kvar som de överlägset största innehaven. Investeringshorisonten är långsiktig och inriktad mot noterade innehav. (L E Lundbergföretagen, u.å.)

Melker Schörling

Grunden till detta investmentbolag skapade Melker Schörling 1986 genom en investering i Securitas. 1999 skapas Melker Schörling AB (MSAB) och 2006 noteras

bolaget på Nasdaq Stockholms Large Cap lista. Idag består innehaven av sex noterade bolag där MSAB är aktiva ägare. Grundarens värderingar lever kvar och innehaven har växt kraftigt. En stor anledning till detta är deras förmåga att förvärva och integrera utomstående företag. (Melker Schörling, u.å.)

Novestra

Novestra är ett av de mindre investmentbolagen och investerar i mindre och medelstora noterade och onoterade innehav med stark tillväxtpotential. De senaste åren har antalet innehav minskat och idag är man endast delägare i tre bolag. (Novestra, u.å.)

Ratos

Ratos har sin grund i familjen Söderberg och grundades 1934 för att börsintroduceras 1954. De senaste decennierna har Ratos varit en aktiv aktör inom private equity och de senaste 10 åren har 19 bolag sålts med en genomsnittlig IRR på 22 procent årligen. Detta är ett väldigt starkt resultat och har lett till en kraftig tillväxt och god avkastning för aktieägarna. Ratos investerar främst i onoterade skandinaviska företag med god utvecklingspotential. Tidshorisonten för ägandet har historiskt varit fem till tio år varefter företagen sålts vidare till andra aktörer, eller börsnoterats. (Ratos, u.å.)

Traction

Traction grundades 1974 av entreprenören Bengt Stillström. Ända sedan starten har bolaget verket som ett konsultbolag för sina kunder och investeringar. Idag har man innehav till ett värde av cirka två miljarder och fortsätter efter samma mall, nämligen att underhålla sina innehav på ett aktivt sett för att på så vis maximera utvecklingen. Innehaven består av både noterade och onoterade där de noterade är något fler till antalet.

Vostok New Ventures

Investmentbolaget grundades 1996 som Vostok Nafta av familjen Lundin. Bolaget var, liksom familjens övriga, inriktade mot olja och gas. Tanken med just det här bolaget var att det skulle inrikta sig mot forna Sovjetunionen. 2007 skapades Vostok New Ventures och inriktningen har dag skiftat till Internet och konsumentrelaterade sektorer i främst Ryssland. Innehaven är främst onoterade i ett tidigt skede.

Öresund

Investment AB Öresund noterades 1962 och fick senare radarparet Mats Qviberg och Sven Hagströmmer som huvudägare. Efter ett mångårigt samarbete gick de båda skilda vägar och idag är Mats Qviberg bolagets största ägare. Idag består innehaven av ett tiotal företag varav några har ägts länge medan andra tillkommit de senaste åren. Investment AB Öresund har en uttalad strategi om att köpa och sälja innehav beroende på en rationell värdering utan att låta några känslor påverka. (Investment AB Öresund, 2016)

Bilaga 2 – Test för fixed och random effects

Test för fixed effects

Redundant Fixed Effects Tests
 Equation: EQ05A_ANDEL_MAKR
 Test cross-section and period fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	54.469949	(12,571)	0.0000
Cross-section Chi-square	495.195109	12	0.0000
Period F	1.139578	(63,571)	0.2244
Period Chi-square	76.863806	63	0.1126
Cross-Section/Period F	9.704494	(75,571)	0.0000
Cross-Section/Period Chi-square	533.371135	75	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:
 Dependent Variable: SUBSTANSRABATT
 Method: Panel Least Squares
 Date: 04/07/16 Time: 12:42
 Sample: 2000Q1 2015Q4
 Periods included: 64
 Cross-sections included: 13
 Total panel (unbalanced) observations: 649

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.293726	0.020632	14.23668	0.0000
ANDEL_ONOTERAT	-0.465648	0.042135	-11.05145	0.0000
ANDEL_ONOTERAT*MAKRO_INDE	-0.362441	0.115674	-3.133292	0.0018

Effects Specification

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.244517	Mean dependent var	0.121037
Adjusted R-squared	0.160286	S.D. dependent var	0.386429
S.E. of regression	0.354108	Akaike info criterion	0.857715
Sum squared resid	73.10382	Schwarz criterion	1.312844
Log likelihood	-212.3284	Hannan-Quinn criter.	1.034260
F-statistic	2.902943	Durbin-Watson stat	0.187832
Prob(F-statistic)	0.000000		

Period fixed effects test equation:
 Dependent Variable: SUBSTANSRABATT
 Method: Panel Least Squares
 Date: 04/07/16 Time: 12:42
 Sample: 2000Q1 2015Q4
 Periods included: 64
 Cross-sections included: 13
 Total panel (unbalanced) observations: 649

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.178157	0.029481	6.043137	0.0000
ANDEL_ONOTERAT	-0.149792	0.076757	-1.951517	0.0514

ANDEL_ONOTERAT*MAKRO_INDE X	-0.279825	0.055045	-5.083534	0.0000
--------------------------------	-----------	----------	-----------	--------

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.603459	Mean dependent var	0.121037
Adjusted R-squared	0.594703	S.D. dependent var	0.386429
S.E. of regression	0.246012	Akaike info criterion	0.055972
Sum squared resid	38.37101	Schwarz criterion	0.159410
Log likelihood	-3.162793	Hannan-Quinn criter.	0.096096
F-statistic	68.91611	Durbin-Watson stat	0.395660
Prob(F-statistic)	0.000000		

Cross-section and period fixed effects test equation:

Dependent Variable: SUBSTANSRABATT

Method: Panel Least Squares

Date: 04/07/16 Time: 12:42

Sample: 2000Q1 2015Q4

Periods included: 64

Cross-sections included: 13

Total panel (unbalanced) observations: 649

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.297539	0.020097	14.80549	0.0000
ANDEL_ONOTERAT	-0.477641	0.040817	-11.70205	0.0000
ANDEL_ONOTERAT*MAKRO_INDE X	-0.305748	0.077136	-3.963771	0.0001

R-squared	0.198744	Mean dependent var	0.121037
Adjusted R-squared	0.196263	S.D. dependent var	0.386429
S.E. of regression	0.346439	Akaike info criterion	0.722393
Sum squared resid	77.53298	Schwarz criterion	0.743080
Log likelihood	-231.4165	Hannan-Quinn criter.	0.730418
F-statistic	80.11702	Durbin-Watson stat	0.206421
Prob(F-statistic)	0.000000		

Test för random effects

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: EQ05A_ANDEL_MAKR

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	3.003313	2	0.2228

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
ANDEL_ONOTERAT	-0.149792	-0.184552	0.000549	0.1380
ANDEL_ONOTERAT*MAKRO_INDE X	-0.279825	-0.278968	0.000001	0.4631

Cross-section random effects test equation:
 Dependent Variable: SUBSTANSRABATT
 Method: Panel Least Squares
 Date: 04/07/16 Time: 12:43
 Sample: 2000Q1 2015Q4
 Periods included: 64
 Cross-sections included: 13
 Total panel (unbalanced) observations: 649

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.178157	0.029481	6.043137	0.0000
ANDEL_ONOTERAT	-0.149792	0.076757	-1.951517	0.0514
ANDEL_ONOTERAT*MAKRO_INDE X	-0.279825	0.055045	-5.083534	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.603459	Mean dependent var	0.121037
Adjusted R-squared	0.594703	S.D. dependent var	0.386429
S.E. of regression	0.246012	Akaike info criterion	0.055972
Sum squared resid	38.37101	Schwarz criterion	0.159410
Log likelihood	-3.162793	Hannan-Quinn criter.	0.096096
F-statistic	68.91611	Durbin-Watson stat	0.395660
Prob(F-statistic)	0.000000		

Bilaga 3 – Test för heteroskedasticitet

Dependent Variable: KVADRERADE_RESIDUALER

Method: Panel Least Squares

Date: 04/07/16 Time: 12:45

Sample: 2000Q1 2015Q4

Periods included: 64

Cross-sections included: 13

Total panel (unbalanced) observations: 610

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.238738	0.062659	3.810116	0.0002
ANDEL_ONOTERAT	-0.016723	0.043762	-0.382145	0.7025
DIREKTAVKASTNING	-0.778465	0.262537	-2.965161	0.0032
DIVERSIFIERING	-0.046749	0.046651	-1.002099	0.3168
HISTORISK_OVERAVKASTNING	0.100359	0.042957	2.336252	0.0199
STORAGARE	-0.214645	0.096450	-2.225443	0.0265

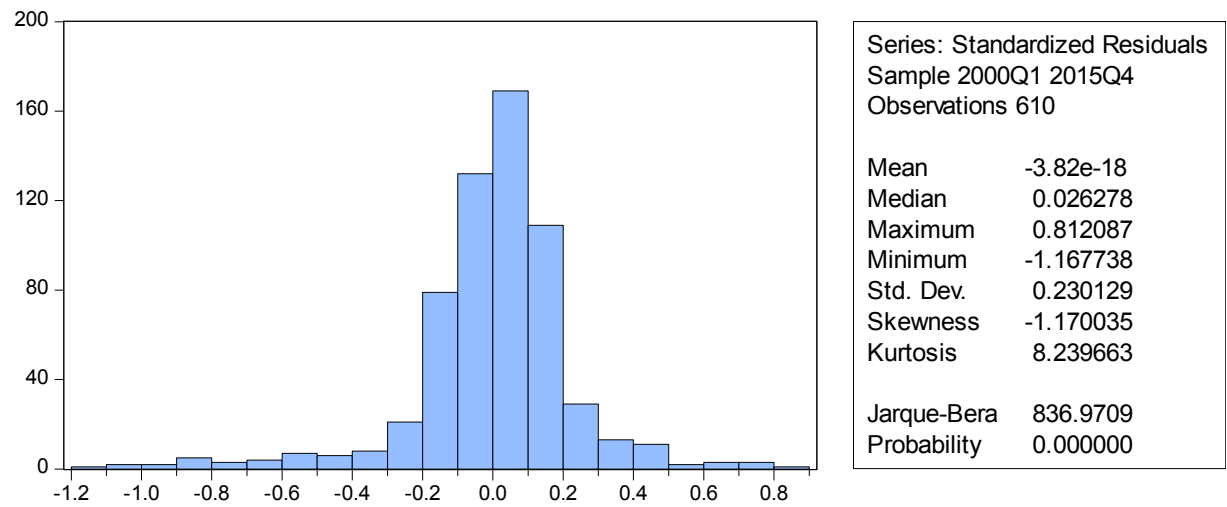
Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.411083	Mean dependent var	0.052872
Adjusted R-squared	0.322021	S.D. dependent var	0.142379
S.E. of regression	0.117234	Akaike info criterion	-1.326188
Sum squared resid	7.270461	Schwarz criterion	-0.740139
Log likelihood	485.4875	Hannan-Quinn criter.	-1.098220
F-statistic	4.615731	Durbin-Watson stat	1.332900
Prob(F-statistic)	0.000000		

Bilaga 4 – Jarque-Bera test för normalfördelning



Bilaga 5 – Korrelationsmatris

Covariance Analysis: Ordinary
 Date: 03/30/16 Time: 13:04
 Sample: 2000Q1 2015Q4
 Included observations: 610
 Balanced sample (listwise missing value deletion)

Correlation		HISTORISK_O				
Probability	ANDEL_ONOT ERAT	DIREKTAVKAS TNING	DIVERSIFIERI NG	VERAVKASTNI NG	MAKRO_INDEX	STORAGARE
ANDEL_ONOTERAT	1.000000 -----					
DIREKTAVKASTNING	0.016187 0.6899	1.000000 -----				
DIVERSIFIERING	-0.054192 0.1813	-0.393938 0.0000	1.000000 -----			
HISTORISK_OVERAVKASTNING	-0.022918 0.5721	-0.118142 0.0035	0.060214 0.1374	1.000000 -----		
MAKRO_INDEX	0.021066 0.6036	-0.051555 0.2035	-0.020738 0.6092	-0.018540 0.6477	1.000000 -----	
STORAGARE	-0.015203 0.7079	-0.047622 0.2402	0.102426 0.0114	0.002335 0.9541	0.029373 0.4690	1.000000 -----

Bilaga 6 – Regressioner

Modell 1 - Företagsspecifika variabler

Dependent Variable: SUBSTANSRABATT
 Method: Panel Least Squares
 Date: 03/30/16 Time: 10:51
 Sample: 2000Q1 2015Q4
 Periods included: 64
 Cross-sections included: 13
 Total panel (unbalanced) observations: 610
 White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.497751	0.162422	3.064557	0.0023
ANDEL_ONOTERAT	-0.116071	0.119215	-0.973635	0.3307
DIREKTAVKASTNING	-0.024640	0.559495	-0.044039	0.9649
DIVERSIFIERING	-0.266189	0.120673	-2.205870	0.0278
HISTORISK_OVERAVKASTNING	-0.457762	0.125390	-3.650703	0.0003
STORAGARE	-0.286877	0.209008	-1.372569	0.1705

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)
 Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.664339	Mean dependent var	0.118930
Adjusted R-squared	0.613577	S.D. dependent var	0.397210
S.E. of regression	0.246918	Akaike info criterion	0.163579
Sum squared resid	32.25221	Schwarz criterion	0.749628
Log likelihood	31.10853	Hannan-Quinn criter.	0.391547
F-statistic	13.08741	Durbin-Watson stat	0.498448
Prob(F-statistic)	0.000000		

Modell 2 - Endast diversifiering och historisk överavkastning

Dependent Variable: SUBSTANSRABATT
 Method: Panel Least Squares
 Date: 03/30/16 Time: 12:34
 Sample: 2000Q1 2015Q4
 Periods included: 64
 Cross-sections included: 13
 Total panel (unbalanced) observations: 669
 White diagonal standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.312204	0.060696	5.143722	0.0000
DIVERSIFIERING	-0.312475	0.103717	-3.012776	0.0027
HISTORISK_OVERAVKASTNING	-0.415269	0.105418	-3.939278	0.0001

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)
 Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.643531	Mean dependent var	0.125462
-----------	----------	--------------------	----------

Adjusted R-squared	0.597087	S.D. dependent var	0.383463
S.E. of regression	0.243405	Akaike info criterion	0.121035
Sum squared resid	35.01437	Schwarz criterion	0.646373
Log likelihood	37.51367	Hannan-Quinn criter.	0.324533
F-statistic	13.85620	Durbin-Watson stat	0.484210
Prob(F-statistic)	0.000000		

Modell 3 - Makro-index

Dependent Variable: SUBSTANSRABATT
Method: Panel Least Squares
Date: 03/30/16 Time: 09:18
Sample: 2000Q1 2015Q4
Periods included: 64
Cross-sections included: 13
Total panel (unbalanced) observations: 682
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.128135	0.011294	11.34550	0.0000
MAKRO_INDEX	-0.122934	0.037182	-3.306265	0.0010

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.524799	Mean dependent var	0.126443
Adjusted R-squared	0.515551	S.D. dependent var	0.380468
S.E. of regression	0.264814	Akaike info criterion	0.200739
Sum squared resid	46.84458	Schwarz criterion	0.293628
Log likelihood	-54.45184	Hannan-Quinn criter.	0.236689
F-statistic	56.74784	Durbin-Watson stat	0.373819
Prob(F-statistic)	0.000000		

Modell 4 - Andel onoterade, interaktionsmodell

Dependent Variable: SUBSTANSRABATT
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/15/16 Time: 16:11
Sample: 2000Q1 2015Q4
Periods included: 64
Cross-sections included: 13
Total panel (unbalanced) observations: 649
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.186226	0.079972	2.328636	0.0202
ANDEL_ONOTERAT	-0.180636	0.073449	-2.459341	0.0142
MAKRO_INDEX	0.024002	0.041799	0.574210	0.5660
ANDEL_ONOTERAT*MAKRO_INDE X	-0.312772	0.080530	-3.883914	0.0001

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.268704	0.5437

Idiosyncratic random 0.246141 0.4563

Weighted Statistics			
R-squared	0.050562	Mean dependent var	0.014879
Adjusted R-squared	0.046146	S.D. dependent var	0.251961
S.E. of regression	0.246074	Sum squared resid	39.05640
F-statistic	11.44972	Durbin-Watson stat	0.389166
Prob(F-statistic)	0.000000		
Unweighted Statistics			
R-squared	0.132569	Mean dependent var	0.121037
Sum squared resid	83.93632	Durbin-Watson stat	0.182957

Modell 5 – Direktavkastning, interaktionsmodell

Dependent Variable: SUBSTANSRABATT
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 04/15/16 Time: 16:12
 Sample: 2000Q1 2015Q4
 Periods included: 64
 Cross-sections included: 13
 Total panel (unbalanced) observations: 682
 Swamy and Arora estimator of component variances
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.104361	0.074907	1.393205	0.1640
DIREKTAVKASTNING	1.333514	0.427291	3.120854	0.0019
MAKRO_INDEX	-0.116053	0.045172	-2.569124	0.0104
DIREKTAVKASTNING*MAKRO_INDE X	-0.127937	0.825917	-0.154903	0.8769

Effects Specification			
		S.D.	Rho
Cross-section random		0.269482	0.5110
Idiosyncratic random		0.263636	0.4890

Weighted Statistics			
R-squared	0.034541	Mean dependent var	0.017119
Adjusted R-squared	0.030269	S.D. dependent var	0.267835
S.E. of regression	0.263687	Sum squared resid	47.14185
F-statistic	8.085504	Durbin-Watson stat	0.359321
Prob(F-statistic)	0.000027		
Unweighted Statistics			
R-squared	-0.018663	Mean dependent var	0.126443
Sum squared resid	100.4183	Durbin-Watson stat	0.161822

Modell 6 – Diversifiering, interaktionsmodell

Dependent Variable: SUBSTANSRABATT
 Method: Panel Least Squares

Date: 04/15/16 Time: 16:10
Sample: 2000Q1 2015Q4
Periods included: 64
Cross-sections included: 13
Total panel (unbalanced) observations: 673
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.269747	0.055213	4.885542	0.0000
DIVERSIFIERING	-0.248234	0.091996	-2.698306	0.0071
MAKRO_INDEX	-0.465783	0.109512	-4.253247	0.0000
DIVERSIFIERING*MAKRO_INDEX	0.616203	0.150023	4.107397	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.574276	Mean dependent var	0.124684
Adjusted R-squared	0.564556	S.D. dependent var	0.382579
S.E. of regression	0.252457	Akaike info criterion	0.108333
Sum squared resid	41.87350	Schwarz criterion	0.215596
Log likelihood	-20.45416	Hannan-Quinn criter.	0.149872
F-statistic	59.08356	Durbin-Watson stat	0.400528
Prob(F-statistic)	0.000000		

Modell 7 – Historisk överavkastning, interaktionsmodell

Dependent Variable: SUBSTANSRABATT
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/15/16 Time: 16:13
Sample: 2000Q1 2015Q4
Periods included: 64
Cross-sections included: 13
Total panel (unbalanced) observations: 678
Swamy and Arora estimator of component variances
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.146840	0.089512	1.640444	0.1014
HISTORISK_OVERAVKASTNING	-0.435846	0.114619	-3.802571	0.0002
MAKRO_INDEX	-0.114874	0.037679	-3.048752	0.0024
HISTORISK_OVERAVKASTNING*MAKRO_INDEX	-0.347451	0.310480	-1.119077	0.2635

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.315479	0.5961
Idiosyncratic random	0.259674	0.4039

Weighted Statistics

R-squared	0.068765	Mean dependent var	0.014571
Adjusted R-squared	0.064620	S.D. dependent var	0.267813
S.E. of regression	0.258967	Sum squared resid	45.20097
F-statistic	16.59010	Durbin-Watson stat	0.438492
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.034463	Mean dependent var	0.127220
Sum squared resid	95.05122	Durbin-Watson stat	0.201406

Modell 8 – Storägare, interaktionsmodell

Dependent Variable: SUBSTANSRABATT
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 04/15/16 Time: 16:14
 Sample: 2000Q1 2015Q4
 Periods included: 64
 Cross-sections included: 13
 Total panel (unbalanced) observations: 647
 Swamy and Arora estimator of component variances
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.460136	0.126827	3.628064	0.0003
STORAGARE	-0.530893	0.123724	-4.290951	0.0000
MAKRO_INDEX	0.029773	0.110090	0.270439	0.7869
STORAGARE*MAKRO_INDEX	-0.241365	0.134284	-1.797423	0.0727

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.327437	0.5987
Idiosyncratic random	0.268082	0.4013

Weighted Statistics

R-squared	0.043980	Mean dependent var	0.014677
Adjusted R-squared	0.039519	S.D. dependent var	0.273222
S.E. of regression	0.267709	Sum squared resid	46.08256
F-statistic	9.859907	Durbin-Watson stat	0.353527
Prob(F-statistic)	0.000002		

Unweighted Statistics

R-squared	-0.109208	Mean dependent var	0.124932
Sum squared resid	108.7425	Durbin-Watson stat	0.149817

Substansrabatten i svenska investmentbolag skiljer sig åt från tidigare forskning

I den nyligen publicerade rapporten från Bergman, Hansson och Karlsson presenteras nya uppgifter kring vad som påverkar substansrabatten i svenska investmentbolag. Till skillnad från tidigare forskning har författarna i denna även tagit med konjunkturläget som en förklaring till storleken på substansrabatten.

Investmentbolag, som mestadels köper och säljer aktier, handlas i regel till en rabatt. Då bolagen enkelt kan värderas efter dess underliggande tillgångar borde aktien handlas till detta värde, men så är alltså inte fallet. Skillnaden mellan företags substansvärde, värdet på de underliggande tillgångarna, och det lägre marknadsvärdet benämns substansrabatt.

Många forskare har ägnat tid åt att hitta förklaringar till storleken på denna rabatt. Tidigare forskning behandlar bland annat mängden onoterat innehav, ägarstruktur och diversifiering. Något som det inte ägnats någon tid åt tidigare är konjunkturen. ”Man ser ju tydligt att makroläget påverkar börsen och värderingen på aktierna, så vi frågade oss själva ’Hur påverkar den substansrabatten?’” säger Jim Hansson, en av författarna.

Författarna förfinade idén ytterligare och valde att fokusera studien kring hur företagsspecifika variabler påverkar substansrabatten i samverkan med konjunkturläget.

För att genomföra studien indexerades ett antal makrovariabler (såsom BNP och arbetslöshet) för att användas i regressionsanalyserna.

Urvalet bestod av 13 svenska investmentbolag som analyserades mellan 2000 och 2015. Som väntat bekräftades

att dessa bolag handlas till en substansrabatt. De kommer även fram till att makroläget har ett negativt samband med storleken på rabatten. Detta innebär att i ett bättre konjunkturläge är rabatten mindre, och vice versa.

Rapporten motsäger dock tidigare forskning på en punkt. De hittar ett negativt samband mellan storägare (summan av rösterna som innehas av enskilda ägare med mer än 5 procent av rösterna) och substansrabatten. Författarna förklarar detta med att ägarstrukturen i Sverige ser aningen annorlunda ut, många investmentbolag ägs och kontrolleras av familjer, och detta kan såklart påverka resultatet.

Hur påverkas då rabatten när företags-specifika variabler och konjunkturläget kombineras? Rapporten finner att andelen storägare och grad av diversifiering har ett statistiskt säkerställt samband till substansrabatten då hänsyn tas till konjunkturläget. Rekommendationen till investerare är att om man tror på ett bättre framtida konjunkturläge bör man leta efter investmentbolag med en hög andel storägare, samt en väldiversifierad portfölj. Tror man däremot att konjunkturläget kommer bli sämre framöver bör man istället leta efter ett investmentbolag med en låg andel storägare, och en icke-diversifierad portfölj.

Hur påverkas substansrabatten av konjunkturen?