



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

En studie om företagsspecifika faktorer som påverkar
differensen mellan marknadsvärde och substansvärde i svenska
investmentbolag

Kandidatuppsats i företagsekonomi

Externredovisning Höstterminen 2016

Handledare: Marita Blomkvist & Anna-Karin Pettersson

Författare: Victor Berulf & Linus Åhman

Förord

Vi är tacksamma för hjälpen och vägledningen vi har fått ifrån våra handledare Marita Blomkvist & Anna-Karin Pettersson. Vi skulle också vilja tacka de personer som vi intervjuade i pilotstudien för dess synpunkter och expertis inom ämnet. Ett tack riktas också till uppsatsen opponenter som har framfört bra kritik.

Göteborg, januari 2017

Victor Berulf & Linus Åhman

Sammanfattning

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet,

Kandidatuppsats, Externredovisning HT 16

Författare: Victor Berulf & Linus Åhman

Handledare: Marita Blomkvist & Anna-Karin Pettersson

Titel: En studie om företagsspecifika faktorer som påverkar differensen mellan marknadsvärde och substansvärde i svenska investmentbolag

Bakgrund och problem: Investmentbolags substansrabatt har länge varit ett omdiskuterat problem, många studier har gjorts för att belysa vad som påverkar denna rabatt. Med många nya investerare som söker sig till kapitalmarknaden för att få avkastning på sitt kapital är det vanligt att använda investmentbolag som en hörnsten i sin portfölj. Vi vill upplysa om substansrabatten och de företagsspecifika faktorerna som påverkar den, vad är det som gör att vissa bolag värderas till en hög rabatt samtidigt som vissa värderas till en premie.

Syfte: Uppsatsens syfte är att undersöka differensen mellan marknadsvärde och substansvärde i svenska investmentbolags årsredovisningar. Med utgångspunkt från tidigare gjord forskning, presenterade teorier och en egen pilotstudie så fördjupar vi oss inom ett par utvalda företagsspecifika faktorer som kan påverka differensen.

Avgränsningar: Uppsatsen behandlar tio stycken svenska investmentbolag där majoriteten av portföljen består av svenska börsnoterade bolag, och tidsperioden för våra observationer gäller mellan årtalen 2006-2015.

Metod: En studie av litteratur, tidigare forskning, vetenskapliga artiklar och en pilotstudie ligger till grund framtagandet av variablerna som undersöks. Data har samlats in från respektive bolags årsredovisning och sedan studerats i regressionsanalyser.

Resultat och slutsatser: Från det sammanlagda resultatet av våra regressionsanalyser fann vi fyra variabler som signifikanta, den statistiska modellen påvisar ett samband där följande faktorer visas påverka investmentbolags värdering i relation till deras substansvärde.

- Diversifiering genom investmentbolagens största innehav
- Bolagsstorlek
- Avkastning jämfört med index
- Direktavkastning

De variablerna som inte visade sig signifikanta i vår analys, kan dock fortfarande påverka differensen mellan marknadsvärde och substansvärde, men det fanns ingen statistisk säkerhet för det i det här dataunderlaget. Marknadens syn på värderingen av investmentbolag är inte enig, det finns ingen allmänt accepterat sanning. Det blir först en sanning när tillräckligt stor del av marknaden tar den till sig och agerar efter den.

Förslag till fortsatt forskning:

- En fördjupning i hur de olika investmentbolagen värderar sina onoterade innehav.
- Samma studie som vår fast över längre tid och med fler observationstillfällen, och använda kvartalsrapporter för att få ytterligare observationer per år.
- Att undersöka transaktionsaktiviteten och antal exits över marknadsvärde.

Nyckelord: Investmentbolag, Substansrabatt, Substanspremie, Pilotstudie, Regressionsanalys.

Abstract

Title: A quantitative study in company specific factors that impacts the difference between market value and net asset value in Swedish closed end funds

Background: The problem of NAV discount of closed end funds has been studied discussed and studied for a long time. With a lot of new investors starting to invest in the capital market it's become usual to have a closed end fund as a cornerstone in the portfolio. We want to shine a light on which company specific factors that have an impact on the NAV discount, why is it that some closed end funds trades at a premium and some trade at a high discount.

Objective: The purpose of the paper is to investigate the impact by different firm specific factors on the difference between the net asset value and market value.

Sample: Consisting of ten Swedish closed end funds listed on the Stockholm stock exchange, the observed time period is 2006-2015.

Methodology: A study of literature, earlier research, scientific papers and a pilot study is the foundation behind the construction of the researched variables. The data has been concluded from annual reports. And the results have been concluded from the regression models.

Conclusions: Our conclusion are that there is a significant relation between four included variables and the net asset value discount, 5 largest holdings, firm size, yield relative to the benchmark for 12 months, and dividend. No significant result were found for the rest of the variables, and no further result can be concluded, however without any statistical evidence in this specific sample the variables could still impact the net asset value discount. The markets perspective regarding the valuation of the closed end funds is not united, and there is no general truth. The proposition is true when many people believe in it.

Suggestions for further study: A deeper study in how closed end funds value their investment that are not being traded on a stock exchange. A study over a longer period of time and with more observations, use the quarterly reports to get more observations per annum. It would be interesting to study the transactional activity and the amount of exits made over market value for each of the closed end funds.

Key words: Closed end funds, NAV discount, NAV premium, Pilot study, Regression analysis.

Innehåll

1. Inledning	1
1.1 Bakgrund.....	1
1.2 Problemdiskussion	3
1.2.1 Sammanfattning av problemdiskussion	5
1.3 Hypoteser.....	6
2. Syfte	7
3. Referensram	8
3.1 Investmentbolag	8
3.1.1 Definition av investmentbolag	8
3.1.2 Olika typer av investmentbolag	9
3.1.3 Noterade och icke-noterade innehav	9
3.2 Definition av substansvärde	10
3.3 Grundläggande teorier bakom substansrabattens uppkomst.....	11
3.3.1 Antaganden i modern marknadsekonomi - Lagen om ett pris	11
3.3.2 Maktbolag	11
3.3.3 Principal-Agent teorin	12
3.3.4 Svarta lådan - Förvaltningskostnader.....	13
3.3.5 Skatteeffekter.....	13
3.4 Företagsspecifika variabler.....	14
3.4.1 Rationell vs Irrationell	14
3.4.2 Direktavkastning.....	15
3.4.3 Risk och avkastning	16
3.4.4 Historisk avkastning jämfört med index.....	16
4. Metod	17
4.1 Metodval.....	17
4.2 Tillvägagångssätt	17
4.3 Pilotstudie	18
4.4 Urval av bolag.....	18
4.5 Datainsamling.....	18
4.6 Korrelationsanalys	19
4.7 Endogeneity	19
4.8 Robusttest.....	19
4.9 Regression.....	20
4.10 Metodreflektion	20
5. Variabler	22
5.1 Beroende variabel - Substansrabatt	22
5.2 Oberoende variabler	22
5.2.1 Diversifiering och risk.....	22

5.2.2 Direktavkastning.....	22
5.2.3 Förvaltningskostnader i relation till portföljens storlek.....	23
5.2.4 Historisk avkastning jämfört med index.....	23
5.3 Kontrollvariabler.....	24
5.3.1 Skuldsättningsgrad.....	24
5.3.2 Företagsstorlek.....	24
6. Deskriptiv statistik	25
6.1 Substansrabatt.....	25
6.2 Bolagsstorlek	26
6.3 Skuldsättningsgrad.....	27
6.4 Direktavkastning.....	28
6.5 Diversifiering - Branscher.....	29
6.6 Diversifiering - De 5 största innehaven.....	30
6.7 Avkastning mot index - 12 månader.....	31
6.8 Avkastning mot index - 36 månader.....	32
6.9 Avkastning mot index - 60 månader.....	33
6.10 Förvaltningskostnad i relation till substansvärde	34
7. Empiri och Analys.....	35
8. Slutsats	40
8.1 Förslag till vidare forskning	41
Tabell och figurförteckning	42
Källförteckning.....	43

1. Inledning

I ett börsnoterat företag finns det två olika tal som används vid värdering, Substansvärde och Marknadsvärde, marknadsvärdet bestäms utifrån marknadskursen medan substansvärdet beräknas med utgångspunkt i företagets balansräkning. När värderingen skiljer sig mellan de två typerna av värden skapas en risk för uppköp och likvidering, till exempel om en substansrabatt råder går samma tillgångar att komma över till ett billigare pris. Vad som påverkar differensen mellan marknadspris och substansvärde finns det många olika teorier om men inget konkret svar på. Faktorerna som påverkar värderingen är många och uppsatsens syfte är att fördjupa sig inom ett par av dessa faktorer för att hitta ett samband mellan variablerna. Val av faktorer grundar sig i tidigare forskning och har diskuterats fram genom en pilotstudie, perioden som undersöks är 2006-2015 och urvalet består av investmentbolag noterade på stockholmsbörsen. Dataunderlag har hämtats ifrån företagets årsredovisningar mellan åren 2006-2015.

Differensen mellan substansvärde och marknadsvärde betecknas frekvent som ”substansrabatt”, där en positiv kvot betyder att bolaget värderas till en rabatt och en negativ kvot betyder att bolaget värderas till en premie.

1.1 Bakgrund

Sparandet hos de svenska hushållen har ökat markant under 2000-talet och en stor del av sparkapitalet ligger i aktier. År 1996 så hade de svenska hushållen 203,59 miljarder kronor investerade i aktier, 20 år senare, år 2016 så låg den siffran på 1 646,42 miljarder kronor (SCB). Nätmäklare har gjort handeln med aktier enklare, 1996 grundades Nordnet och 1999 grundades HQ.se som år 2001 förvärvade och blev Avanza. Nordnet och Avanza har idag över 500 000 kunder vardera. Av de 20 aktierna med flest ägare hos Avanza så är 4st av dem investmentbolag (Investor, Kinnevik, Ratos och Industrivärden), Nordnets kunder äger ett liknande innehav där Investor, Kinnevik och Ratos ligger högt upp bland de aktier med flest ägare.

Flera aktieanalytiker rekommenderar investmentbolag som ett substitut till fonder, och som en stabil bas in sin aktieportfölj. Investmentbolagen har ingen förvaltningsavgift men de har kostnader för att förvalta innehaven som går att jämföra med en förvaltningsavgift, dessa tas upp i företagets årsredovisningar.

Investmentbolag baserar sin verksamhet på en portfölj av finansiella tillgångar, genom antingen förvaltning eller ägande. Och oavsett deras inriktning så går verksamheten ut på att skapa avkastning åt aktieägarna, och göra detta genom att utvärdera risken i investeringarna mot den potentiella avkastningen.

Aktierna i investmentbolag handlas ofta till ett lägre pris än substansvärdet, rabatten yttrar sig i att marknadsvärderingen av investmentbolaget är lägre än det samlade marknadsvärdet av de förvaltade tillgångarna minus nettoskulder. Enligt Hjelmström (2007) så är fenomenet av intresse eftersom det går emot tidigare teorier inom marknadsekonomi om rationella investerare. Substansrabatten förekommer inom flera olika branscher, tydligast är det bland investmentbolag och fastighetsbolag, det innebär att bolag kan bli sårbara för uppköp till eventuell rabatt. Detta genom att andra företag kan köpa investmentbolaget till en rabatt och sedan likvidera de finansiella tillgångarna till ett högre pris än vad som betalades för bolaget som helhet (Karlsson 1999)

I och med det ökade intresset för investeringar och sparande bland privatpersoner, och analytikerns rekommendationer om investmentbolag som en grundsten i portföljerna, är det ett aktuellt ämne att undersöka. Vi vill upplysa om substansrabatten, och undersöka faktorerna bakom, hur kommer det sig att vissa investmentbolag idag handlas till en premie, medan de flesta handlas till en rabatt upp mot 15 %. Vad är det som påverkar att värderingarna skiljer sig så mycket mellan svenska investmentbolag?

1.2 Problemdiskussion

Hur kommer det sig att investmentbolag värderas till en rabatt eller premie. Det finns ingen fastslagen teori om existensen av substansrabatten utan istället finns det flera olika teorier om vilka faktorer som kan påverka marknadspriset. Enligt Holmén och Högfeldt (2009) kan det bero på maktfaktorerna, att majoritetsägarna strävar efter att maximera sin egen makt. Det gör det svårt för potentiella investerare att få förtroende för de dominerande ägarna eftersom deras prioritering att maximera vinsten skiljer sig åt. Von Essen (1997) förtydligar att investerare är väl medvetna om hur makten kan skapa ekonomiska fördelar, han förklarar det genom den tydliga värdeskillnaden mellan A-aktier och B-aktier. Enligt Hjelmström (2007) har de olika typerna av röststarka aktier bidragit i ett överdrivet fokus på eventuella makteffekter, eftersom det blivit en överdimensionerad effekt av kontroll i relation till kapital.

Barkham och Ward (1999) förklarar substansrabatten med ett rationellt och ett irrationellt angreppssätt. Med det rationella pekar de på företagsspecifika faktorer som företagets storlek och skuldsättningsgrad. Medan den irrationella ansatsen lyfter fram påverkan av irrationella investerare som kallas noise traders. Alltså investerare som inte agerar på fundamentala värden utan istället på känslor, även de investerare som agerar på teknisk analys tillhör gruppen noise traders eftersom de agerar på mönster och trender som är skilt från företagets fundamentala värden.

Företagsspecifika faktorer som skuldsättningsgrad och företagsstorlek har tidigare undersökts med stor noggrannhet. Barber (1996) fann att en högre skuldsättningsgrad påvisade en större rabatt, en liknande slutsats gjorde även Brounen and ter Laak (2005). Företagsstorlek är en annan variabel som blivit grundligt undersökt, där Barkham och Ward (1999) påvisade att större företag står inför en större rabatt, Brounen and ter Laak (2005) fann istället ett motsatt samband när det gällde företagsstorlek, vilket de förklarade med att större företag var mer transparenta och mer rättvist värderade.

Skattereglerna för investmentbolagen innebär att förluster och vinster inte leder till några skatteeffekter, och att utlämnad utdelning är avdragsgill på skatteunderlaget om 1.5% av investmentbolagets totala innehav exkluderat för näringsbetingade aktier (Inkomstskattelagen 39 kap. 14 § 2 mom), företags val att agera utifrån utdelningsperspektiv kan påverka substansrabatten. Johnson, Lin & Song (2006) fann ett negativt samband mellan investmentbolagets utdelningspolicy och substansrabatt.

Enligt modern portföljteori som grundlades av Harry Markowitz år 1952 så nämns att ett diversifierat innehav ger en lägre risk. Domian et al (2007) som bygger på Markowitz (1952) förtydligar det genom att sprida investeringar både mellan branscher och bolag så minskar man portföljens totala risk. Hur väl investmentbolaget investerar i olika bolag och branscher kan därför påverka substansrabatten. Kim och Lee (2007) fann att ett mer diversifierat innehav minskar substansrabatten. Hjelmström (2007) menar istället att en portfölj med många innehav kan få investerare tveksamma eftersom specifika innehav inte är önskade av investeraren.

Investmentbolagens historiska avkastning speglar hur ledningens tidigare investeringar har gått. Genom att jämföra deras avkastning mot index så kan man se hur det har gått jämfört med marknaden. Investmentbolag som över tid har presterat bättre än index skulle kunna rättfärdiga en viss premie, samtidigt som ett bolag som gått sämre eller i linje med index ofta handlas till en rabatt. Malkiel (1977) menar att historiken är en god indikator på framtida utveckling. Variabeln kan därför hjälpa till att förtydliga ifall en substanspremie kan förklaras av duktiga förvaltare.

1.2.1 Sammanfattning av problemdiskussion

Vilka är faktorerna som påverkar substansrabatten. Enligt tidigare teorier så finns det en uppsjö av olika faktorer som kan påverka substansrabatten i investmentbolagen. Holmén och Högfeltd (2009) benämner maktfaktorer och maktkonflikten som en möjlig orsak. Barkham och Ward (1999) diskuterar substansrabatten genom två olika ansatser, den irrationella och den rationella, den irrationella ansatsen diskuterar noise traders, noise traders agerar mer på trend och känsla, jämfört med den rationella ansatsen som belyser fundamentala och företagsspecifika faktorer. Vidare inom den rationella ansatsen påvisar både Barkham och Ward (1999), Brounen and ter Laak (2005) och Barber (1996) företagsspecifika faktorer som exempelvis skuldsättningsgrad som en möjlig påverkande faktor på företags substansrabatt. Andra fundamentala faktorer som skatteeffekter och hur företaget väljer att fördela sin utdelning undersöktes av Johnson, Lin & Song (2006), de fann att en högre utdelning innebar en lägre substansrabatt. Olika författare har undersökt ifall graden av diversifiering påverkar substansrabatten, Kim och Lee (2007) fann ett negativt samband, medan Hjelmström (2007) fann ett positivt samband. Tidigare historisk avkastning jämfört med index menar Malkiel (1977) kan vara en god indikator.

Faktorer bakom substansrabattens uppkomst har diskuterats med skilda resultat, där vissa författare fokuserat på företagsspecifika faktorer och andra fokuserat på makroekonomiska och psykologiska. Med utgångspunkt från tidigare forskning så kommer vi i arbetet att fokusera på de företagsspecifika faktorerna för att undersöka vad som gör att vissa bolag värderas till en hög rabatt samtidigt som vissa värderas till en premie. Uppsatsens syfte är därmed att undersöka vilka företagsspecifika som påverkar substansvärdet i svenska investmentbolag.

1.3 Hypoteser

Med grund i en pilotstudie¹ och i tidigare teorier med fokus på de företagsspecifika faktorerna kommer ett flertal hypoteser att konstrueras för att minska kunskapsgapet inom värderingen av svenska investmentbolag. Dessa motiveras i följande stycken.

H1: Negativt samband mellan substansrabatt och diversifiering

Investmentbolag med ett mer diversifierat innehav borde enligt Domian et al (2007) resultera i lägre risk. Att undersöka hur graden av risk därmed påverkar substansvärdet är därför av intresse. För att mäta diversifiering så kommer vi konstruera två hypoteser, en där investmentbolagets procentuella andel i de 5 största innehaven, och antalet olika branscher som de 5 största innehaven tillhör.

H1A: Negativt samband mellan substansrabatt och 5 största innehav

H1B: Negativt samband mellan substansrabatt och antalet branscher

H2: Negativt samband mellan substansrabatt och historisk avkastning jämfört med index

Historisk utveckling speglar hur investmentbolaget har presterat. En god historisk prestation skulle därför kunna förklara en lägre substansrabatt.

H3: Negativt samband mellan substansrabatt och direktavkastning

Skattereglerna för investmentbolagen där direktavkastning har fungerat som ett verktyg för att sänka skatteunderlaget är en potentiell faktor. Att undersöka hur direktavkastningen påverkar substansrabatten är därför en första konstruerad hypotes.

¹ Pilotstudien finns att läsa om under Metod, rubrik 4.3 på sida 16.

H4: Negativt samband mellan substansrabatt och förvaltningskostnader som del av investmentbolagets substansvärde

Eftersom aktieägarna inte äger aktierna direkt utan via ett investmentbolag så är en del av rabatten berättigad via förvaltningskostnader, I linje med teorin om Svarta lådan av Arne Karlsson som diskuteras på sida 12 så måste investmentbolaget därmed avkasta mer än om aktieägarna direkt hade ägt företaget. Det som investmentbolaget måste avkasta mer än om investerarna ägt aktierna själva är den kostnaden som går för att täcka förvaltningskostnaderna för bolaget.

2. Syfte

Uppsatsens syfte är att undersöka differensen mellan marknadsvärde och substansvärde i svenska investmentbolags årsredovisningar. För att minska det nuvarande kunskapsgapet inom värdering av investmentbolag undersöks de företagsspecifika faktorerna

3. Referensram

Substansrabatt har blivit ett ämne för diskussion, konsekvenserna av att investmentbolag har handlats till en substansrabatt och blivit uppköpta och likviderade har resulterat i att investmentbolagen idag är få till antalet. I början av 1980-talet fanns det ett 30-tal investmentbolag noterade på Stockholmsbörsen, 1999 fanns det bara sju stycken kvar. Idag har antalet stabiliserat sig och investmentbolagen som är noterade på stockholmsbörsen är 13 stycken till antalet. Förekomsten av en substansrabatt går emot det fundamentala antagandet bakom teorin om modern marknadsekonomi - Lagen om ett pris, ifall marknaden hade agerat rationellt så borde substansrabatt och substanspremie inte förekomma i den utsträckning som det fortfarande gör. För att försöka förklara existensen av substansvärden så finns det en uppsjö av teorier, dessa kommer att diskuteras i följande kapitel.

3.1 Investmentbolag

I följande stycken kommer begreppet investmentbolag att förklaras närmare samtidigt som vanliga skillnader mellan dem kommer att belysas.

3.1.1 Definition av investmentbolag

“Investmentbolaget hanterar kapital, ej människor, maskiner eller varor. Dess motsats är rörelsedrivande bolaget. Investmentbolaget köper in sig i olika företag, och kan ta kontrollen över dessa, men dess styrning är indirekt. Styrelser kan till- och avsättas men investmentbolaget anger ej direkt hur ett företag skall skötas och i många fall kan det endast “rösta med fötterna”, genom att sälja sina aktier.” (von Essen. 1997)

3.1.2 Olika typer av investmentbolag

Enligt Von Essen (1997) så finns det 3 olika typer av investmentbolag, rena investmentbolag, blandat investmentbolag, och rörelsedrivande investmentbolag. Rena investmentbolag är idag få, med rena investmentbolag menas de bolagen som utövar mindre styrning och ett minoritetsägande, rörelsedrivna investmentbolag möjliggörs av majoritetsägande och en mer aktiv styrning. Enligt Von Essen så kan investmentbolag engagera sig så hårt i ett rörelsedrivande företag att det gått mot en mer aktiv styrning, samtidigt kan det omvända ske, att ett rörelsedrivande företag har gjort fler förvärv vilket lett till mindre styrning.

3.1.3 Noterade och icke-noterade innehav

Investmentbolagens innehav kan vara både noterade och onoterade. Noterade innehav säljs och köps på kapitalmarknaden vilket skapar en säkerhet då innehaven går att sälja enkelt såvida det inte är för stora poster, då en illikviditetsrabatt kan uppstå. När en marknadsvärdering finns att tillgå så är det främst marknadsvärdet på tillgångarna som adderas för att få fram värdet för investmentbolaget, eftersom marknaden sätter priset så finns det ingen orsak till att vara misstänksam eftersom marknaden oftast motiverar en korrekt värdering. De onoterade innehaven är svårare att avyttra vilket skapar en högre risk för bolaget. Investmentbolag med onoterade innehav har en mindre transparens i och med att det redovisade värdet inte behöver stämma överens med det egentliga substansvärdet, intressenter måste därmed gå på investmentbolagens uppskattade marknadsvärde för de onoterade innehaven, eftersom inget annat finns att jämföra med. Sidea (2013) diskuterar bristen på insyn som en påverkande faktor till rabatten medan Hjelmström (2007) argumenterar för att osäkerheten motiverar en högre rabatt.

3.2 Definition av substansvärde

Företags interna redovisning är ett hjälpmedel för företagets styrning och kontroll av verksamheten, den externa redovisningen är till för att redogöra en rättvis bild av den finansiella situationen vid bokslutsdagen. En intern redovisning innebär att företaget kan ställa mer korrekta ekonomiska prognoser (Cassar & Gibbson 2008). I större företag som har högre krav på information om företagets olika delar så räcker inte endast den externa redovisningen till utan måste kompletteras med internredovisningen (Karlsson 1998). Den externa redovisningen ska fungera som underlag för främst externa intressenter som ägare, leverantörer, kunder och finansiella institut. För att få en rättvis bild av fastighetsbolag och investmentbolag används substansvärde som mått. Substansvärde är ett värderingsmått som återkommer i årsredovisningar, i skatteregler och generell ekonomisk litteratur. Tillämpningen är vanligast förekommande bland företag med reallgångar som fastighetsbolag, men också bland investmentbolag som värderas utifrån dess substansvärde. Det som identifierar substansföretagen är att dess tillgångar har kända marknadsvärden, till skillnad mot traditionella börsbolag som brukar värderas utifrån vinster och framtids utsikter. Investmentbolagen värderas istället utifrån dess underliggande tillgångar. Är marknadsvärdet lägre än det samlade värdet på tillgångarna så finns det därmed en substansrabatt (Wilke, 2007). Börsen värderar därmed företagets tillgångar annorlunda än vad till exempel fastighetsmarknaden gör.

För investmentbolagen så är substansvärdet ett värderingsmått som anger företagets totala förmögenhet, vilket är ett lättåtkomligt nyckeltal, som finns att tillgå i företagens årsredovisningar. Enligt Magnus Hult (1998) så syftar substansvärdeberäkning till att beräkna värdet av företagets egna kapital. Definitionen av substansvärde är därmed marknadsvärdet på företagets tillgångar minskat med företagets räntebärande nettoskuld. För att räkna fram substansvärdet per aktie, så dividerar man slutligen det framräknade substansvärdet med antalet aktier i bolaget.

3.3 Grundläggande teorier bakom substansrabattens uppkomst

3.3.1 Antaganden i modern marknadsekonomi - Lagen om ett pris

Inom ekonomi finns det vissa övergripande lagar som fungerar som grundpelare för hur marknaden agerar. En av dessa är lagen om -utbud och efterfrågan. Den andra lagen, eller med andra ord antagandet, är -lagen om ett pris. Antagandet påstår att på fria marknader, som inte präglas av transaktionskostnader eller handelsbarriärer måste identiska varor ha samma pris. Teorin bakom är alltså att samma tillgångar inte borde säljas till olika priser, smarta investerare på marknaden hade utnyttjad prisskillnaden genom att sälja den dyra tillgången och köpa den billiga. Priserna hade därför anpassats efter lagen om utbud och efterfrågan. Fenomenet med att andelarna i investmentbolagen värderas annorlunda jämfört med det marknadsmässiga värdet av tillgångarna som investmentbolaget hanterar är därför av intresse eftersom det går emot tidigare nämnda teorier i modern finanst teori (Hjelmström 2007).

3.3.2 Maktbolag

En potentiellt bidragande faktor är maktstrukturen, och då främst i maktbolag vilket antingen är ett investmentbolag eller holdingbolag som styrs av en företagssfär. Ett maktbolag utnyttjar kapitaltillskottet av minoritetsägare, vilket ger ett ökat inflytande för de dominerande ägarna. Definitionen på ett maktbolag är enligt Von Essen (1997) ett bolag som prioriterar att behålla maktposition i något bolag medan strävan efter en effektiv kapitalförvaltning kan komma i andra hand. Differensen mellan substansvärde och marknadsvärde kan därmed bero på maktbolagens strävan efter att maximera sin egen makt vilket bidrar i att potentiella investerare inte litar på de dominerande ägarna eftersom målet för de båda parterna skiljer sig åt (Holmén och Högfeltdt, 2009). Prissättningen av investmentbolagen påverkas därför till stor del av hur aktieägarvänliga de uppfattas att vara av marknaden

Ytterligare en förklaring är enligt Von Essen att makten värderas högre än ägandet över ett företag, vilket skapar värdeskillnader mellan A-aktier och B-aktier, ifall makten inte hade varit en bidragande faktor så hade värdeskillnaden mellan röststarka aktier och röstsvaga aktier inte varit så markant som den idag är. Investerare är därmed väl medvetna om hur makten kan skapa ekonomiska fördelar. I de fall det inte finns en dominerande ägare så finns det fler möjligheter

till positiv kursutveckling, eftersom det öppnas upp för eventuella bud och en maktkamp mellan minoritetsägare för att få majoritet. I de fall det redan finns en dominerande ägare kan processen bli mer långdragen, majoritetsägaren kanske inväntar ett tillfälle då företaget är lågt värderat, eller till och med påverkar kursen via manipulation.

3.3.3 Principal-Agent teorin

En teori som lyfter konsekvenserna av intressekonflikter och moraliska risker är Principal-agent teorin, som uppmärksammades av Jensen & Meckling (1976). Problemet grundar sig i när principalen anlitar en agent, som har andra motiv som inte går i linje med sina egna.

Utvecklingen följer därför principalens förväntan och utfallet kanske inte blir som tänkt.

Principal-agent problemet är vanligt förekommande och orsaken till konflikten mellan ledningen (agenten) och aktieägarna (principalen) i ett offentligt företag. Förekomsten av asymmetrisk information förstärker konflikten mellan parterna, det grundar sig i att principalen och agent har tillgång till olika mycket information. Agenten, som är tillsatt som vd eller styrelse kan agera utifrån tillgången av mer information för att ta beslut som gynnar denne själv. För att minimera osäkerheten och för att få båda parterna att arbeta i samma riktning så kan ledningen inrätta ett belöningsystem som skapar ett incitament för agenten att arbeta utifrån principalens intresse. Det är viktigt att principalen har ett stort förtroende för revisorn, eftersom det är revisorn som granskar agenten och sammanställer de finansiella händelserna, minoritetsägarna måste kunna lita på att den finansiella informationen är korrekt (Cassel 2014). En opartisk revisor speglar den finansiella rapportering som ligger till grund för företagets årsredovisning och balansrapport som i sin tur används för att räkna ut företagets substansvärde. Intressekonflikten mellan principaler och agenter påminner om intressekonflikten mellan minoritetsägare och majoritetsägare när det gäller företagets maktstruktur, detta genom att majoritetsägare kan vilja agera på ett sätt som utökar deras makt, medan minoritetsägare är ute efter en maximerad avkastning. Denna konflikt kan speglas i en substansrabatt där bolagsvärdering är lägre än investmentbolagets faktiska värde, substansvärdet. Denna problematik är direkt kopplad till stycket om maktbolag och det finns enligt Hjelström (2007) två olika sätt att angripa problemet på, ökad övervakning av verksamheten eller att ta fram incitamentsprogram så att alla jobbar i samma riktning.

3.3.4 Svarta lådan - Förvaltningskostnader

Ratos VD Arne Karlsson framförde 1999 en teori om orsaken till substansrabattens uppkomst, kallad Svarta Lådan. Tanken bakom teorin är att om investerare direkt skulle äga aktier i "Svarta Lådan AB", och värderar bolaget till substansvärdet, då bolaget avkastar enligt investerarens krav. Om investeraren istället skulle äga aktier i "Extra Lådan AB" som äger aktier i "Svarta Lådan AB" skapar detta ett behov av "Svarta Lådan AB" att avkasta mer än om investerarens ursprungliga avkastningskrav, då det föreligger kostnader i sig att driva "Extra Lådan AB" (A. Karlsson, 1999).

Orsaker till rabatten kan enligt teorin därmed förklaras genom beskattning eller förvaltningskostnader, eftersom aktieägarna inte äger aktierna direkt utan istället via ett investmentbolag så är viss del av substansrabatten berättigad via förvaltning, förvaltningskostnader och revisionskostnader. Investmentbolagen måste uppfylla juridiska krav för att få existera, de måste upprätta års- och kvartalsrapporter samt anpassa sig efter regleringar

3.3.5 Skatteeffekter

Skattereglerna för investmentbolagen innebär att förluster och vinster inte leder till några skatteeffekter, istället betalar investmentbolagen en schablonskatt på 1.5% av det totala innehavet exkluderat för näringsbetingade aktier (Inkomstskattelagen 39 kap. 14 § 2 mom). Ytterligare är mottagen utdelning skattepliktig medan lämnad utdelning är avdragsgilla. Både Von Essen (1997) och Hjelmström (2007) finner inget samband mellan skatteeffekter och substansrabatt och menar att skatteeffekter inte kan förklara uppkomsten av substansrabatten.

Skattereglerna är internationellt, och framförallt jämfört med USA annorlunda. Enligt skattelagstiftningen i USA så ska realiserade vinster beskattas vid en eventuell försäljning. Substansrabatten i USA kan därmed förklaras till viss del av skatteeffekter, vilket inte borde gälla för svenska investmentbolag (Barkham and Ward, 1999).

3.4 Företagsspecifika variabler

3.4.1 Rationell vs Irrationell

Barkham och Ward (1999) undersöker olika faktorer som påverkar substansvärdet bland noterade fastighetsbolag inom Storbritannien. Den första ansatsen är den rationella, som förklarar substansrabatten med företagsspecifika faktorer som företagsstorlek och skuldsättningsgrad. Det andra perspektivet handlar istället om noise traders, begreppet myntades tidigt, Kyle (1985) syftade på investerare som via råd från olika källor väljer att investera i aktier och fonder med höga avgifter som inte slår index, de agerar irrationellt och lyssnar på råden och tror att de har en fördel mot resten av marknaden. Definitionen av en noise trader är en investerare som gör investeringar utan att ta hänsyn till fundamentala värden. Konsekvenserna blir oftast dålig timing och en överreaktion på nyheter, ifall tillräckligt många noise traders handlar i samma aktie så kan de driva ner priset onödigt mycket och orsaka en felaktig prissättning.

Fortsättning på den rationella ansatsen – Skuldsättningsgrad

En företagsspecifik faktor som undersökts och resulterat i olika starka resultat, är skuldsättningsgraden, som är ett mått på relationen mellan skulder och eget kapital. Barber (1996) fann resultatet att en högre skuldsättningsgrad kännetecknade en större rabatt, slutsatsen och den statistiska signifikansen var dock känslig beroende på val av statistisk modell. Anderson et al, (2001) fann ett liknande resultat, där bolag som handlas till en premie hade en lägre skuldsättningsgrad än de som handlades till en rabatt, även Brounen and ter Laak (2005) fann att skuldsättningsgraden påverkade rabatten med ett positivt samband.

Fortsättning på den rationella ansatsen – Bolagsstorlek

Bolagsstorlek är en variabel som blivit undersökt med varierat resultat, relationen mellan företagsstorlek och substansrabatt är inte lika tydlig. Barkham och Ward (1999) argumenterar för att större företag står inför en större rabatt eftersom likviditetskravet i aktien är större. De förklarar fenomenet med att om ett företag vill sälja ett större innehav, så kan de inte göra detta till marknadspris eftersom det i de flesta fall inte finns tillräckligt med köpare, de måste därför sätta ett lägre pris. Bond och Shilling fann 2004 ett liknande resultat, ett positivt samband mellan storlek och substansrabatt, variabeln var dock inte statistisk signifikant i någon utav studierna. Året efter, 2005 genomförde Brounen and ter Laak en liknande undersökning, de fann istället ett negativt samband mellan företagsstorlek och substansrabatt, de förklarade slutsatsen själva med att större företag står inför större krav och är mer transparenta för allmänheten.

3.4.2 Direktavkastning

En attraktiv utdelning har präglat de flesta svenska investmentbolagen, en högre utdelning behöver dock inte betyda en bättre investering. Ett exempel är kursutvecklingen från början av 2011, i Ratos som haft högst direktavkastning under perioden jämfört med utvecklingen i Melker Schörling som haft lägst, värdet av Melker Schörling har mer än tredubblats, medan värdet av Ratos halverats. Sambandet mellan direktavkastning och substansrabatt har tidigare blivit undersökt av Johnson, Lin & Song (2006), de fann ett samband mellan investmentbolags utdelningspolicy och substansrabatt, de förklarade att en högre direktavkastning minskar substansrabatten då det signalerar att ledningen har en positiv tro på framtiden.

3.4.3 Risk och avkastning

Hur många bolag och branscher ett investmentbolag har investerat i är kopplat till bolagets risk. Genom att sprida sitt innehav över flera bolag och branscher så minskar man även risken i portföljen (Domian, et al., 2007). Att sprida risken genom att diversifiera portföljen är generellt accepterat och en del av modern portföljteori som grundlades av Harry Markowitz år 1952. Kim och Lee (2007) har undersökt sambandet mellan diversifiering och substansrabatten och fann att ett mer diversifierat innehav minskar substansrabatten.

Det finns de investerare och akademiker som inte håller med Domian och Markowitz, det finns forskning som visar att investerare som investerar smalare har en högre avkastning, detta för att de enbart investerar inom det området där de har mest kunskap och det ger dem en fördel jämfört med andra investerare. (Gompers, et al., 2009). Hjelmström (2007) menar att diversifiering kan påverka substansrabatten, en portfölj med många innehav kan få investerare tveksamma eftersom specifika innehav inte är önskade av investeraren. En liknande slutsats har Chan, Wan Kot, och Li (2007) kommit fram till, de menar att det är svårt att få alla investerare nöjda med en över diversifierad portfölj, vilket därmed leder till en rabatt.

3.4.4 Historisk avkastning jämfört med index

Hur duktiga investmentbolaget är att förvalta sina tillgångar påvisar den interna effektiviteten, vilket påverkar substansvärdet. Investmentbolagets förmåga att effektivt förvalta sina tillgångar påverkar i sin tur aktieägarnas och potentiella investerares uppfattning om företaget. Von Essen (1997) förtydligar att effektiva bolag borde resultera i en lägre substansrabatt.

En variabel som kan vara underlag för framtida avkastning är investmentbolagets historiska prestation, vilket i så fall kan påverka substansrabatten. Enligt Malkiel (1977) så finns det ett samband mellan de två variablerna, han menar att historiken kan vara en god indikator över framtida utveckling. Bleaney & Smith (2010) undersökte samband mellan historisk avkastning och substansrabatten i investmentbolag i USA och Storbritannien, de fann att det existerar ett negativt samband som förklaras med att den historiska avkastningen beror på en skicklig ledning inom företaget, och därmed finns en tro om att de ska fortsätta överträffa sitt benchmark. Hjelmström (2007) har också undersökt sambandet mellan variablerna men menar att det är en svag korrelation sinsemellan, där påverkan på substansrabatten därmed borde vara svag.

4. Metod

4.1 Metodval

För att undersöka företagsspecifika faktorerers påverkan på differensen mellan investmentbolags substansvärde och marknadsvärde så har vi använt en kvantitativ ansats då det handlar om insamling av numerisk data och att relationen mellan teori och forskning är av det deduktiva slaget (Bryman & Bell, 2013). Variablerna vi valde att undersöka togs fram genom en pilotstudie som vi går igenom nedan. All data som använts är hämtad från investmentbolagens årsredovisningar 2006-2015.

4.2 Tillvägagångssätt

Med utgångspunkt från en kvalitativ pilotstudie med personer väl insatta i ämnet formulerade vi frågeställningar och variabler som vi enades om var intressanta och gick att ta fram inom de tidsbegränsningar vi hade för arbetet. Ekonomisk litteratur och analysartiklar har studerats för att se hur kopplingen mellan företagsspecifika faktorer och differensen mellan substansvärde och marknadsvärde har tagits upp tidigare. Data har samlats in från respektive investmentbolags årsredovisning åren 2006 – 2015. Därefter har vi testat vår data i flera regressioner.

I regressionen används data i form av obalanserad paneldata i långt format. Paneldata innebär att det är flera variabler för flera olika bolag. Obalanserat då det inte är lika många observationer för alla bolag. Och långt format istället för brett då vi har data uppdelade i olika år för varje bolag, istället för endast en rad med data för alla år per bolag. Närmare beskrivning av regressionsanalysen följer nedan vid korrelationstest, endogeneity och robusttest.

4.3 Pilotstudie

Pilotstudien gjordes genom semistrukturerade intervjuer över telefon, detta för att intresset är riktat mot den intervjuades ståndpunkter (Bryman & Bell, 2013). De som intervjuades var Fredrik von Schantz, aktieskribent på Placera, Magnus Råman, analytiker på Handelsbanken, Svante Krokfors, analytiker på SEB, och Peter Malmqvist, chefsanalytiker på Remium.

Pilotstudien genomfördes i syftet att ta fram vilka variabler som var relevanta att undersöka, vad som var särskilt viktigt i analysen av investmentbolag och vilka variabler som var av en mindre vikt. Telefonintervjuerna genomfördes med öppna frågor för att leda till en diskussion om vad de intervjuade tyckte var relevant vid analyser och bedömningar av investmentbolag.

4.4 Urval av bolag

Vid valet av bolag som skulle innefattas i studien så har vi valt att fokusera på bolag som har en majoritet av innehaven i svenska noterade bolag, vi uteslöt därför Ratos då de nästan uteslutande har onoterade innehav och, East Capital Explorer utesluts då de främst har utländska innehav. Bolagen som ingår i vår studie är Bure, Creades, Industrivärden, Investor, Kinnevik, Latour, Lundberg, Melker Schörling, Svolder, och Öresund. I bilaga 1 ligger korta introduktioner av bolagen.

4.5 Datainsamling

Vi har samlat data manuellt från företagens årsredovisningar perioden 2006-2015, arbetet har gjorts gemensamt så att vi har kontrollerat våra siffror med varandra för att få en så hög säkerhet som möjligt. Sedan har vi exporterat samtlig data till Stata för att genomföra regressionerna. Bolagens årsredovisningar får anses ha hög reliabilitet, då det är stora svenska noterade bolag med många intressenter och revisorns godkännande. För att få en hög validitet i studien så har vi studerat litteratur, vetenskapliga artiklar och tidigare forskning. Vi har enbart använt oss av originalkällor för att undvika eventuella tidigare feltolkningar.

4.6 Korrelationsanalys

För att kontrollera för multikollinearitet så genomförs en korrelationsanalys, som mäter korrelationen mellan de oberoende variablerna. Bilaga 2 tabell 1 visar de parvisa korrelationerna, inga variabler korrelerar till den grad att det uppnår ett kritiskt värde, samtliga observationer förhåller sig inom gränsvärdet på -0.8 till 0.8, och behöver därför inte exkluderas från regressionerna.

4.7 Endogeneity

Ett problem som kan uppstå är endogenitet, vilket innebär att den förklarade variabeln korrelerar med feltermen. Det kan uppstå via en utelämnad variabel som påverkar både den beroende och den oberoende variabeln. För att kontrollera för endogeneity så genomfördes ett Hausman-test² där nollhypotesen innebär att man ska använda en random-effect model, medan alternativhypotesen innebär att man ska använda en fixed-effect model. Testet presenteras i bilaga 2 tabell 2, nollhypotesen förkastas och vi använder oss av en fixed-effect modell.

4.8 Robusttest

För att genomföra estimeringen så förväntas variansen av standardfelen vara konstant, är så inte fallet så måste det korrigeras genom att använda White's robusta feltermen. För att undersöka ifall homoskedasticitet råder så ska man i en fixed effects model genomföra ett Breush-Pagan-test³. Ifall nollhypotesen förkastas så antas heteroskedasticitet råda och White's robusta feltermen ska därmed användas.

Testerna presenteras i bilaga 2 tabell 3, de visar att nollhypotesen om homoskedasticitet förkastas, och heteroskedasticitet råder. White's robusta feltermen ska därmed användas.

Vi väljer även att kontrollera för när Svolder och Creades exkluderas ifrån urvalet. Orsaken till att kontrollera för när Svolder exkluderas beror på att de har ett brutet räkenskapsår i sina årsredovisningar vilket kan påverka. Orsaken till att vi kontrollerar för när Creades exkluderas

² Hausman, J. A. 1978. Specification tests in econometrics. *Econometrica* 46

³ Breusch, T. S.; Pagan, A. R. (1979). "A Simple Test for Heteroskedasticity and Random Coefficient Variation". *Econometrica*. 47 (5)

beror på att det endast finns data för fyra år, eftersom de noterades 2012. Vi väljer också att kontrollera för när båda företagen exkluderas ifrån urvalet. Regressionerna presenteras i bilaga 2 tabell 4, när Svolder exkluderas ökar förklaringsgraden från 27,7% till 31,3%. När vi exkluderar Creades, påverkas inte resultatet. Vi väljer därmed att exkludera Svolder ifrån urvalet.

4.9 Regression

För att undersöka sambandet mellan substansvärdet och förklaringsvariablerna så använder vi oss av en "Ordinary Least-Squares" modell. I regressionen så är den beroende variabeln substansvärdet, vilken benämns som "y", konstanten benämns som B0, variabeln för Direktavkastning benämns som X1, Bransch som X2, Diversifieringsvariabeln som X3, avkastningsvariabeln 12 månader benämns som x4, avkastning 36 månader benämns som X5, Avkastning 60 månader benämns som X6, Förvaltningsavgift i förhållande till substansvärde benämns som X7, kontrollvariablerna Bolagsstorlek och Skuldsättningsgrad benämns som Z. Feltermen är indelad i två olika termer, "ai" som inte varierar över tid och "uit" som varierar över tid. Variabeln "i" står för företaget och "t" står för tidsperioden.

1. OLS fixed effects regression model:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2t} + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + \beta_8 Z_{it} + a_i + u_{it}, t = 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10$$

4.10 Metodreflektion

Kvantitativa studier har kritiserats av kvalitativt inriktade forskare, en kritik som bygger på att en rent naturvetenskaplig modell där man undersöker relationer mellan olika variabler inte fungerar för att studera den sociala verkligheten som existerar bakom siffrorna (Bryman & Bell 2013). Det finns många mjuka tal som tros påverka investmentbolagens värdering i relation till dess substansvärde, exempelvis framtidstro för innehaven eller förtroende för investmentbolagets ledning, men syftet med den här studien är att undersöka de företagsspecifika variabelernas påverkan på värderingen. Kapitalmarknaden fluktuerar ständigt men den bakomliggande teorin är alltid att en fundamentalt korrekt värdering uppnås i längden (Sloman & Wride, 2009), och då bör siffrorna i bolagens årsredovisningar spegla den sociala verkligheten bakom siffrorna.

Datainsamlingen kontrollerades av oss båda, siffror och uträkningar gjordes individuellt och sammanställdes för att säkerställa att inget hade blivit fel, den mänskliga faktorn skapar dock en osäkerhet, genom att vi gjorde det gemensamt och kontrollerade insamlingen två gånger så minimerade vi därmed risken för felaktiga siffror. Urvalet bestod av data ifrån årsredovisningar, för att kunna få mer data hade vi istället kunna inkludera kvartalsrapporterna och därmed fått fyra observationer per år istället för ett, vi valde att inte göra detta på grund utav tidsramen för studien. Vi hade också kunnat gå djupare in på investmentbolagens onoterade innehav för att se ifall det var en korrekt värdering vid uträknande av substansvärde, exempelvis har Investor använt bokföringsvärde medan andra investmentbolag använde marknadsmultiplar för att räkna fram substansvärdet, men på grund utav tidsramen för studien så fanns ingen möjlighet att gå djupare in på varje onoterat innehav per observation. Då regressionerna kan konstrueras på flera olika sätt och resultera i skilda resultat så kontrollerade vi val av regression genom olika tester, exempelvis Hausman-test och Breush-Pagan-test. Val av regression kunde därför styrkas på grund utav de olika testerna. Val av variabler bygger på tidigare forskning och pilotstudie för att få en så hög validitet som möjlighet, vi hade kunnat inkludera fler kontrollsviabler och då inkluderat en makroekonomiskvariabel så som konjunktur eller ränta. Men på grund utav tidsramen valde vi att fokusera på de företagsspecifika variablerna för att det var studiens syfte.

5. Variabler

5.1 Beroende variabel - Substansrabatt

Bolagens substansrabatt har samlats in genom bolagens årsredovisningar, vid en negativ substansrabatt så handlas bolaget till en substanspremie

$$\text{Substansrabatt}_t = \frac{\text{Substansvärde}_t - \text{Marknadsvärde}_t}{\text{Substansvärde}_t}$$

5.2 Oberoende variabler

5.2.1 Diversifiering och risk

Investmentbolagens risk kommer att undersökas. Det kan göras genom att kontrollera antalet olika innehav och antalet branscher som investmentbolaget har i portföljen. För att göra det så kommer vi att undersöka två olika variabler, hur stor del av den totala portföljen som utgörs av de fem största innehaven, där en lägre kvot ger en lägre risk, detta har gjorts genom följande ekvation.

$$5 \text{ största innehaven i \% av totala portföljen} = \frac{\text{Innehav}_1 + \text{Innehav}_2 + \dots + \text{Innehav}_5}{\text{Totalt innehav}}$$

Den andra variabeln gäller hur många olika branscher de fem största innehaven tillhör. Branschindelning vi har valt att följa är Global Industry Classification Standard, där bolagen delas in i 10 olika sektorer beroende på deras huvudsakliga verksamhet.

5.2.2 Direktavkastning

För att ta fram bolagens direktavkastning så har vi tagit fram den utdelningen som delats ut per aktie och aktiekursen, denna data har samlats in från bolagens årsredovisningar. Formeln som används för att ta fram direktavkastningen följer nedan.

$$\text{Direktavkastning} = \frac{\text{Nominell utdelning}}{\text{Aktiekurs}}$$

5.2.3 Förvaltningskostnader i relation till portföljens storlek

Kostnaderna för att driva investmentbolaget och substansvärdet har hämtats från årsredovisningarna, för att sedan få dem i relation till portföljstorlek på ett liknande sätt som fonder presenterar kostnaderna så har vi använt följande formel.

$$\text{Förvaltningskostnad i relation till substansvärde} = \frac{\text{Förvaltningskostnader}}{\text{Substansvärde}}$$

5.2.4 Historisk avkastning jämfört med index

För att ta fram den historiska avkastningen mot index så har vi tagit fram totalavkastningen för respektive bolag under respektive tidsperiod. Totalavkastningen är då skillnaden i aktiekurs plus utdelning, detta har sedan subtraheras med SIX30 Return Index avkastning under samma tidsperiod, då ger ett positivt utfall att de presterat bättre än jämförelseindex och ett negativt resultat betyder att de avkastat sämre än index. Vi har testat avkastningen mot index i 3 stycken tidsperioder, 12 månader, 36 månader och 60 månader. Aktieutvecklingen har hämtats från Avanza och där har vi tagit data från stängningskursen den sista december varje år, och data för investmentbolags utdelningar har hämtats från respektive bolags årsredovisningar.

$$\text{Avkastning mot index} = \left(\left(\frac{\text{Aktiekurs}_t + \text{Utdelning}_t}{\text{Aktiekurs}_{t-1}} \right) - 1 \right) - \left(\frac{\text{Sixrx30}_t}{\text{Sixrx30}_{t-1}} - 1 \right)$$

5.3 Kontrollvariabler

5.3.1 Skuldsättningsgrad

Skuldsättningsgraden har hämtats från bolagens årsredovisningar där skulderna sätts i relation till eget kapital. Bland investmentbolagens eget kapital så ingår deras investeringar vilket medför fluktuationer i skuldsättningsgraden beroende på portföljens avkastning.

5.3.2 Företagsstorlek

Företagsstorlek kan mätas på flera olika sätt och det finns ingen ensam definition eftersom valet av mått beror på meningen med studien (S. S. Shalit and U. Sankar). Som ett mått för bolagsstorlek så har substansvärde använts, substansvärdet har hämtat från respektive bolags årsredovisning för varje år.

6. Deskriptiv statistik

I detta kapitel redovisas och beskrivs den data som vi har samlat in, detta för att ge läsaren en överblick över variablerna.

6.1 Substansrabatt

Observationer med ett negativt tal visar en substanspremie. Den största rabatten iakttogs hos Kinnevik och den största premien hos Bure. Medelvärdet för samtliga bolag under alla observationer var 13,06 % och för medianen var det 16,15 %. Det enda företaget som har en genomsnittlig substanspremie är Melker Schörling som har ett genomsnitt på -1,69 %.

Företag	Medel	Median	Max	Min	Observationer
Bure	1,43%	17,03%	36,00%	-35,15%	10
Creades	14,76%	14,40%	18,94%	11,30%	4
Industrivärden	18,94%	20,08%	26,06%	9,31%	10
Investor	24,93%	24,51%	37,37%	12,44%	10
Kinnevik	23,10%	30,79%	39,91%	-26,27%	10
Latour	17,32%	18,86%	24,65%	1,58%	10
Lundberg	17,31%	18,24%	24,90%	-3,64%	10
Melker Schörling	-1,69%	-0,38%	6,00%	-13,96%	10
Svolder	9,76%	9,88%	17,13%	1,49%	10
Öresund	4,74%	8,07%	16,70%	-20,24%	10
Total	13,06%	16,15%	39,91%	-35,15%	94

Tabell 1 visar investmentbolagens substansrabatt, medelvärde, medianvärde, max observation och minsta observation.

6.2 Bolagsstorlek

Medelvärde för samtliga bolag under alla observationer var 38 302 mkr, medianen var 35 657 miljoner kronor, det största värdet var hos Investor med en bolagsstorlek på 271 801 mkr jämfört med det minsta iakttagna värdet på 751 mkr som sågs hos Svolder.

Företag	Medel	Median	Max	Min	Observationer
Bure	2 783	2 495	6 060	1 296	10
Creades	2 927	2 961	3 125	2 661	4
Industrivärden	52 595	56 250	69 056	23 900	10
Investor	182 133	164 634	271 801	115 233	10
Kinnevik	57 443	58 141	84 206	24 325	10
Latour	24 897	21 595	50 572	10 527	10
Lundberg	36 948	35 181	55 865	22 073	10
Melker Schörling	24 684	18 459	58 375	5 827	10
Svolder	1 019	932	1 475	751	10
Öresund	5 370	4 487	9 670	2 383	10
Total	38 302	35 657	271 801	751	94

Tabell 2 visar investmentbolagens bolagsstorlek i miljoner kronor, medelvärde, medianvärde, max observation och minsta observation.

6.3 Skuldsättningsgrad

Investmentbolagens genomsnittliga skuldsättningsgrad ligger inte så långt ifrån varandra men majoriteten har ganska stora differenser mellan max och min, detta då det egna kapitalet räknas som aktievärde minus skulder, vid en positiv börs ökar deras innehavs värde och skuldsättningsgraden sjunker, och vid en negativ börs sker det motsatta.

Företag	Medel	Median	Max	Min	Observationer
Bure	0,02	0,01	0,04	0,00	10
Creades	0,03	0,03	0,07	0,00	4
Industrivärden	0,21	0,20	0,31	0,07	10
Investor	0,05	0,06	0,12	-0,09	10
Kinnevik	0,15	0,13	0,41	0,02	10
Latour	0,09	0,08	0,15	0,02	10
Lundberg	0,27	0,27	0,36	0,21	10
Melker Schörling	0,06	0,06	0,17	0,00	10
Svolder	0,06	0,04	0,25	0,00	10
Öresund	0,00	0,00	0,00	0,00	10
Total	0,09	0,09	0,41	-0,09	94

Tabell 3 visar investmentbolagens skuldsättningsgrad, medelvärde, medianvärde, max observation och minsta observation.

6.4 Direktavkastning

En del av investmentbolagens direktavkastning skiljer sig markant mellan max och min, detta för att det har skett utdelningar av aktier i bolag som har avyttrats, exempelvis delade Bure ut aktier i Academedia, Öresund har delat ut aktier i Skistar, Fabege och Bilia. Genomsnittet för bolagen skiljer sig därmed en hel del, det finns både bolag som inte delar ut någonting alls alternativt väldigt lite, och bolag som bör anses vara högutdelare.

Företag	Medel	Median	Max	Min	Observationer
Bure	7,56%	1,70%	34,60%	0,00%	10
Creades	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4
Industrivä	4,69%	4,55%	9,00%	3,40%	10
Investor	3,46%	3,30%	4,70%	2,70%	10
Kinnevik	2,93%	2,90%	4,80%	1,40%	10
Latour	3,61%	3,10%	6,00%	2,20%	10
Lundberg	1,78%	1,85%	2,40%	1,10%	10
Melker Sc	0,84%	0,80%	1,20%	0,60%	10
Svolder	4,72%	5,10%	8,60%	2,20%	10
Öresund	6,62%	5,00%	14,30%	2,80%	10
Total	3,62%	2,83%	34,60%	0,00%	94

Tabell 4 visar investmentbolagens direktavkastning, medelvärde, medianvärde, max observation och minsta observation.

6.5 Diversifiering - Branscher

Majoriteten av bolagen ligger ganska nära genomsnittet, de som utmärker sig är Latour med endast 1 bransch över samtliga observationer och Industrivärden med 4,4 i genomsnitt.

Genomsnittet för alla observationer av medelvärdet ligger på 2,9, precis samma som medianen.

Företag	Medel	Median	Max	Min	Observationer
Bure	2,6	3	3	1	10
Creades	3,25	3	4	3	4
Industrivärden	4,4	4	5	4	10
Investor	3,2	3	4	3	10
Kinnevik	3,1	3	4	2	10
Latour	1	1	1	1	10
Lundberg	2,6	3	3	2	10
Melker Schenk	3,7	4	4	3	10
Svolder	2,3	2	3	2	10
Öresund	2,7	3	3	2	10
Total	2,9	2,9	5	1	94

Tabell 5 visar investmentbolagens diversifiering – hur många olika branscher respektive investmentbolags 5 största innehaven tillhör, medelvärde, medianvärde, max observation och minsta observation.

6.6 Diversifiering - De 5 största innehaven

De 5 största innehaven i portföljen utgör i genomsnitt för alla observationer 73 % av respektive bolags totala substansvärde. Melker Schörling hade i genomsnitt 95 % av sin portfölj i de 5 största innehaven. Den mest diversifierade portföljen, sett till där de 5 största innehaven utgjorde den minsta delen av portföljen var Bure och Öresund på ett genomsnitt på 54 %.

Företag	Medel	Median	Max	Min	Observationer
Bure	0,54	0,57	0,75	0,23	10
Creades	0,73	0,71	0,80	0,68	4
Industrivärk	0,82	0,81	0,84	0,79	10
Investor	0,66	0,66	0,69	0,58	10
Kinnevik	0,91	0,93	0,99	0,79	10
Latour	0,74	0,76	0,78	0,66	10
Lundberg	0,81	0,80	0,86	0,76	10
Melker Sch	0,95	0,95	0,97	0,92	10
Svolder	0,59	0,58	0,70	0,50	10
Öresund	0,54	0,53	0,77	0,39	10
Total	0,73	0,73	0,99	0,23	94

Tabell 6 visar investmentbolagens diversifiering – hur stor del av deras substansvärde som utgjordes av de 5 största innehaven, medelvärde, medianvärde, max observation och minsta observation.

6.7 Avkastning mot index - 12 månader

De bolaget som presterade bäst på 1 år jämfört med index var Kinnevik då de ökade 100 procentenheter mer än index, bolaget som presterade sämst 1 år var Svolder, som under 12 månader gick 54 procentenheter sämre än index. Genomsnittet för samtliga medelvärden var 13 % och medianen var 14 %.

Företag	Medel	Median	Max	Min	Observationer
Bure	15,82%	17,00%	92,19%	-29,76%	10
Creades	11,51%	18,94%	21,27%	-5,67%	4
Industrivärde	14,48%	16,99%	73,50%	-47,62%	10
Investor	2,98%	5,63%	20,72%	-32,37%	10
Kinnevik	15,51%	10,06%	100,03%	-26,08%	10
Latour	14,22%	11,15%	54,78%	-0,52%	10
Lundberg	14,92%	21,34%	39,68%	-17,30%	10
Melker Söderberg	21,55%	20,59%	91,68%	-23,32%	10
Svolder	0,61%	8,38%	25,46%	-54,40%	10
Öresund	18,81%	8,76%	70,29%	-27,66%	10
Total	13,04%	13,88%	100,03%	-54,40%	94

Tabell 7 visar investmentbolagens avkastning mot index för 12 månader, medelvärde, medianvärde, max observation och minsta observation.

6.8 Avkastning mot index - 36 månader

Genomsnittet för investmentbolagens totalavkastning låg 37 procentenheter över index på var 36 månaders period, precis som medianen. Det enda bolaget som utvecklades i takt med index i genomsnitt var Svolder, hälften av bolagen hade treårsperioder där de utvecklades mer än 100 procentenheter bättre än index under en treårsperiod. Då Creades endast har varit aktivt i 4 år finns det bara en observation för en treårsperiod.

Företag	Medel	Median	Max	Min	Observationer
Bure	31,89%	37,82%	112,33%	-18,35%	10
Creades	34,54%	34,54%	34,54%	34,54%	4
Industrivärde	51,11%	53,95%	112,00%	-30,65%	10
Investor	12,08%	20,26%	47,93%	-41,66%	10
Kinnevik	43,37%	45,95%	101,97%	-4,17%	10
Latour	31,69%	29,32%	80,03%	11,39%	10
Lundberg	40,84%	41,70%	86,35%	-8,44%	10
Melker Söderberg	73,67%	66,27%	116,20%	46,66%	10
Svolder	0,05%	-3,83%	36,98%	-39,69%	10
Öresund	50,58%	47,11%	106,26%	-18,38%	10
Total	36,98%	37,31%	116,20%	-41,66%	94

Tabell 8 visar investmentbolagens avkastning mot index för 36 månader, medelvärde, medianvärde, max observation och minsta observation.

6.9 Avkastning mot index - 60 månader

Genomsnittet på avkastningen jämfört med index på en 5års period är 57 procentenheter bättre än index, medianen är 55 procentenheter. Det mesta ett bolag utvecklades jämfört med index under en observation var Kinnevik på 187 procentenheter och det sämsta var Bure på -68 procentenheter. Det enda bolaget som har ett genomsnitt där de har gått sämre än jämförelseindex är Svolder som har ett genomsnitt på -2 procentenheter. Creades är uteslutna ur den här tabellen då det inte finns någon observation för dem under en 5-årsperiod.

Företag	Medel	Median	Max	Min	Observationer
Bure	23,63%	9,53%	123,74%	-68,33%	10
Industrivärde	85,19%	86,29%	148,44%	31,67%	10
Investor	16,72%	25,98%	62,96%	-33,12%	10
Kinnevik	83,36%	77,56%	186,57%	8,66%	10
Latour	40,06%	41,30%	86,25%	8,21%	10
Lundberg	68,21%	72,33%	129,57%	13,41%	10
Melker Söderberg	113,25%	98,67%	167,34%	86,02%	10
Svolder	-2,30%	-2,17%	36,18%	-54,55%	10
Öresund	86,03%	84,80%	147,39%	-3,56%	10
Total	57,13%	54,92%	186,57%	-68,33%	90

Tabell 9 visar investmentbolagens avkastning mot index för 60 månader, medelvärde, medianvärde, max observation och minsta observation.

6.10 Förvaltningskostnad i relation till substansvärde

Förvaltningskostnader i relation till substansvärdet har för de flesta investmentbolagen en stor spridning mellan de högsta och minsta kostnaderna, det är möjligt genom högre förvaltningskostnader och ett lägre substansvärde. Vid en sämre börs där innehaven minskar i värde ökar även den här kvoten. Genomsnittet för kvoten är 0,64 % och medianen 0,62 %, den högsta observationen på 2,85 % sågs hos Bure och den minsta observationen på 0,03 % noterades hos Öresund.

Företag	Medel	Median	Max	Min	Observationer
Bure	1,54%	1,49%	2,85%	0,68%	10
Creades	0,80%	0,80%	1,00%	0,60%	4
Industrivärde	0,19%	0,18%	0,34%	0,14%	10
Investor	0,30%	0,30%	0,50%	0,10%	10
Kinnevik	0,81%	0,74%	1,15%	0,50%	10
Latour	0,08%	0,08%	0,16%	0,04%	10
Lundberg	0,12%	0,13%	0,15%	0,09%	10
Melker Söderberg	0,08%	0,07%	0,20%	0,03%	10
Svolder	1,68%	1,70%	2,10%	1,04%	10
Öresund	0,75%	0,70%	1,50%	0,24%	10
Total	0,64%	0,62%	2,85%	0,03%	94

Tabell 10 visar investmentbolagens förvaltningskostnader i relation till substansvärde, medelvärde, medianvärde, max observation och minsta observation.

7. Empiri och Analys

I den här delen presenterar vi resultaten av de statistiska undersökningarna. Resultaten kommer även att analyseras, riktningen på koefficienterna och signifikansen kommer att jämföras med tidigare slutsatser, studiens hypoteser kommer att förkastas eller accepteras.

Oberoende variabler	Model 1	Model 2	Model 3
Skuldsättningsgrad	0.0197 (0.0734)	0.0190 (0.0429)	0.0772 (0.0690)
Direktavkastning	0.0995 (0.408)	0.308 (0.175)	0.473* (0.214)
Branscher	0.0291 (0.0446)	0.0338 (0.0335)	0.0415 (0.0323)
Fem största innehaven / totalt innehav	0.443*** (0.108)	0.494*** (0.122)	0.479*** (0.111)
Avkastning 12 månader	-0.144* (0.0674)	-0.128 (0.0735)	
Avkastning 36 månader	-0.134 (0.0739)		
Avkastning 60 månader	0.0676 (0.0845)		
Förvaltningsavgift / Substansvärde	-0.113 (0.119)	-0.111 (0.0896)	-0.0844 (0.0993)
Bolagsstorlek	-0.00291 (0.0362)	-0.0400* (0.0208)	-0.0511** (0.0164)
Konstant	-0.115 (0.963)	0.681 (0.544)	0.886* (0.451)
Observations	75	82	84
Number of firmid	8	9	9
R ²	0.313	0.230	0.171

Tabell 11 presenterar resultaten från den longitudinella linjära modellen, där variabelernas koefficient presenteras på första raden och robust standard avvikelse inom parentes. Vilken procentuell nivå koefficienten är signifikant på kan utläsas av *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$.

I den inledande regressionen presenteras resultatet där Svolder har exkluderats. I regression (2) har även variabeln avkastning mot index 36 månader och 60 månader exkluderats, i regression (3) har dessutom avkastning mot index 12 månader exkluderats från urvalet. Orsaken är för att kontrollera för de variablerna som saknas då antalet observationer ökar från 75 stycken i Modell (1) till att inkludera 82 stycken i regression (2) och slutligen 84 stycken i regression (3). Antalet firmor inkluderade ökar från 8 till 9.

Samtliga modeller beskriver hur den beroende variabeln påverkas av de oberoende variablerna, som förtydligas till vänster i tabellen. Det justerade R-värdet (R^2) förklarar till hur stor del substansrabatten kan förklaras av de inkluderade företagsspecifika variablerna. I modell (1) förklarar de 31,3% av variationen i substansrabatt, förklaringsgraden är mindre i modell (2) där den uppgår till 23 %, och i minst i modell (3) där den förklaras till 17,1%. I samtliga modeller är diversifiering variabeln signifikant på 1 % nivån, med en positiv koefficient på 0,443-0,494, vilket betyder att om företags 5 störst innehav står för en större andel av den totala portföljen, så ökar substansrabatten. I regression (1) så är variabeln Avkastning mot index 12 månader signifikant på 10 % nivån, med en negativ koefficient på 0,144, vilket innebär att per enhet som investmentbolaget presterar bättre än index, så minskar substansrabatten med 0.144. I regression (2) är samma variabel inte signifikant, koefficienten är fortfarande negativ och i regression (3) är variabeln exkluderad. Ingen annan variabel i regression (1) är signifikant. I regression (2) så är variabeln Bolagsstorlek signifikant på 10 % nivån, med en negativ koefficient på 0,04. Storleken på investmentbolaget minskar därmed substansrabatten. Vidare i regression (3) så blir samma variabel signifikant på 5 % nivån, med en negativ koefficient på 0,0511, företagsstorlek variabeln påverkar därmed mer i regression (3), samtidigt som den är mer signifikant. I regression (1) är Företagsstorlek variabeln inte signifikant men koefficienten är i samma riktning som i modell (2) och (3). Ingen ytterligare variabel är signifikant i regression (2). I regression (3) så är variabeln direktavkastning signifikant på 10 % nivån, med en positiv koefficient på 0,473, en högre direktavkastning ska påverka substansrabatten positivt. I regression (1) och (2) är direktavkastning variabeln inte signifikant men koefficienten är positiv i samtliga modeller.

Resterande variabler som inkluderats i regressionerna är inte signifikanta på någon av nivåerna. Koefficienten antar däremot samma riktning för flera av dem, variabeln påverkar därmed substansrabatten likadant fast olika starkt i samtliga modeller. Skuldsättningsvariabeln har en positiv koefficient på 0,0197 i modell (1), 0,0190 i modell (2) och i modell (3) antar koefficienten 0,0772. Bransch variabeln har en positiv koefficient på 0,0291 i modell (1), 0,0338 i modell (2) och 0,0415 i modell (3). Förvaltningsavgift i förhållande till substansvärde har en negativ koefficient i samtliga modeller, 0,113 i modell (1), 0,111 i modell (2) och 0,0844 i modell (3).

	Hypoteser	Accepteras	Förkastas
H1A	Negativt samband mellan substansrabatt och 5 största innehav	Samtliga	
H1B	Negativt samband mellan substansrabatt och antalet branscher		Samtliga
H2	Negativt samband mellan substansrabatt och historisk avkastning jämfört med index	Model 1	Model 2
H3	Negativt samband mellan substansrabatt och direktavkastning	Model 3	Model 1 & 2
H4	Negativt samband mellan substansrabatt och förvaltningskostnader som del av substansvärde		Samtliga

Tabell 12 visar en sammanställning av hypoteserna och resultaten från de tre olika regressionerna, vilka hypoteserna som accepteras eller förkastas i de olika modellerna

H1: Negativt samband mellan substansrabatt och diversifiering

En av variablerna som i samtliga modeller var signifikant är Diversifiering, vilken påvisade att om företagets 5 största innehav stod för en större andel av den totala portföljen så ökade substansrabatten. Resultatet går i linje med tidigare studier och bekräftar Domian, et al (2007) teori om att man kan sprida risken genom att diversifiera portföljen, vilken bygger på Harry Markowitz (1952) portföljteori. Investerare verkar därmed prioritera en lägre risk, vilket belönas i en lägre substansrabatt. Diversifiering variabeln för branscher är insignifikant i samtliga regressioner, koefficienten är positiv i alla regressioner och resultatet går i linje med resultatet för diversifiering variabeln för 5 största innehav.

H1A: Negativt samband mellan substansrabatt och 5 största innehav

Resultatet är starkt signifikant i samtliga modeller, nollhypotesen kan därmed inte förkastas i någon av regressionerna. Sambandet mellan variablerna är som hypoteserat och negativt i samtliga modeller.

H1B: Negativt samband mellan substansrabatt och antalet branscher

Trots att koefficienten är i samma riktning i samtliga regressioner så kan nollhypotesen på grund av insignifikans inte accepteras.

H2: Negativt samband mellan substansrabatt och historisk avkastning jämfört med index

Variabeln Avkastning mot index 12 månader, påvisade ett signifikant resultat i regression (1) med en negativ koefficient där substansrabatten minskar desto bättre investmentbolaget presterat mot index på 12 månaders sikt. Resultatet går i linje med både Malkiel (1977) som fann ett samband mellan substansrabatt och historisk avkastning, och med Von Essen (1997) som förtydligade att effektiva bolag borde resultera i en lägre substansrabatt. Resultatet går även i linje med mer aktuell forskning som Bleaney & Smith (2010) vilka också fann ett negativt samband mellan historisk avkastning och substansrabatt. Den historiska utvecklingen är därmed ett bevis på hur skicklig ledningen har varit inom investmentbolaget, vilket ligger till grund för en fortsatt tro på att ledningen i fortsättningen kommer att prestera bättre än index.

Eftersom variabeln är signifikant i regression (1) så kan inte nollhypotesen förkastas. Sambandet mellan variablerna är därför som hypoteserat och negativt. I regression (2) är resultatet mer osäkert, koefficienten är i samma riktning och påverkan är den samma som i regression (1) men resultatet är inte signifikant och nollhypotesen kan därmed inte accepteras. Det samma gäller för variabeln avkastning mot index 36 månader och 60 månader, eftersom resultatet är insignifikant så kan nollhypotesen inte accepteras.

H3: Negativt samband mellan substansrabatt och direktavkastning

Variabeln för direktavkastning är endast signifikant i regression (3), koefficienten är dock positiv i samtliga regressioner. Resultatet skiljer sig från tidigare forskning. Johnson, Lin & Song (2006) fann ett negativt samband, skillnaden i resultat kan bero på urvalet av företag och antalet observationer. Genom att kolla på den deskriptiva statistiken över urvalet på sida 24 så framgår det att Melker Schörling har haft lägst direktavkastning 0,60 % -1.20 %. Melker Schörling är även investmentbolaget som har haft lägst substansrabatt -13,96 % - 6 %.

Regression (3) visade ett signifikant och därmed pålitligt värde, nollhypotesen kan inte förkastas. Resultatet pekar på att sambandet mellan de två variablerna är negativt. I regression (1) och (2)

är variabeln inte signifikant, nollhypotesen kan inte accepteras. Koefficienten är i samma riktning i samtliga modeller, så påverkan är fortfarande densamma.

H4: Negativt samband mellan substansrabatt och förvaltningskostnader som del av substansvärde

Den sista hypotesen testar för ett negativt samband mellan substansvärde och förvaltningsavgift i förhållande till substansvärde, koefficienten är negativ i samtliga regressioner, vilket tyder på att en högre kvot mellan de två variablerna minskar substansrabatten. Resultatet är insignifikant i samtliga modeller. Nollhypotesen kan därmed inte accepteras.

Kontrollvariabler

Variabeln för bolagsstorlek är signifikant i regression (2) och (3) och koefficienten hade samma riktning i samtliga modeller. Storleken på investmentbolaget påverkade substansrabatten negativt. Jämfört med resultaten i tidigare forskning där slutsatserna var mer skilda. Resultatet går i linje med Brounen and ter Laak (2005) som fann ett negativt samband mellan företagsstorlek och substansrabatt. Större företag verkar därmed värderas mer korrekt, vilket kan bero på större krav och mer transparens.

Inga slutsatser kan göras från resultaten på resterande variabler men koefficientens riktning talar för att variabeln påverkar substansrabatten likt hur den har gjort i tidigare studier.

Skuldsättningsgraden påvisade positiva koefficienter i samtliga regressioner, en högre skuldsättningsgrad resulterar därmed i en större substansrabatt, resultatet är överensstämmande med Barber (1996) som fann att en högre skuldsättningsgrad kännetecknade en större rabatt, med hänsyn till att den statistiska signifikansen var känslig.

8. Slutsats

Vi har undersökt ett flertal variablers påverkan på substansrabatten. Val av variabler grundade sig på tidigare gjord forskning, teorier och pilotstudien. Vi undersökte faktorer som kunde bidra att fylla kunskapsgapet inom värderingen av investmentbolag. Av de faktorer vi undersökte var det direktavkastning, diversifiering genom variabeln för de 5 största innehaven, historisk avkastning mot index 12 månader, och bolagsstorleken som påverkade substansvärdet i linje med de konstruerade hypoteserna. Även fast bara fyra variabler visade signifikans betyder inte det att de andra variablerna inte påverkar substansrabatten, det betyder bara att vi inte kan påvisa det med statistisk säkerhet med det dataunderlaget vi har.

Något som har en stor påverkan på differensen mellan substansvärde och marknadsvärde är de mjuka tal som inte går att mäta på ett precist sätt, marknadens förtroende för bolagets ledning är kanske den viktigaste faktorn.

Substansvärdet av respektive bolag har använts i flera av variablerna, det kan påverka att det blir stora skillnader i våra data. Exempelvis kvoten förvaltningskostnader som en del av substansvärde, om bolaget har ett dåligt år och deras innehav sjunker så ökar kvoten men det betyder inte att förvaltningskostnaderna har ökat.

Substansrabatten påverkas mest av marknadens syn på respektive bolag, det finns inte en allmän accepterad syn på hur substansrabatten ska bedömas. Det innebär att substansrabatten kommer fortsätta att variera utan att det finns ett statistiskt samband mellan substansrabatt och marknadsvärde. Inte förrän marknaden följer och värderar både substansrabatt och marknadsvärde kommer ett samband att uppstå och påverkas.

Det blir sanning när en tillräckligt stor del av marknaden finner det sant.

8.1 Förslag till vidare forskning

Förslag till fortsatt forskning är att studera hur de olika investmentbolagen redovisar substansvärdet för sina onoterade innehav, hur det skiljer sig åt och varför de i så fall skulle tänkas göra det på olika sätt. Det hade också varit intressant att undersöka liknande variabler men över en längre period och kvartalsvis, samtidigt som man konstruerar en variabel på det mjuka värdet för marknadens tro på bolaget, som exempelvis skulle kunna vara historisk rabatt eller premie, alternativt en enkätundersökning. En fördjupning inom bolagets interna effektivitet, till exempel antal transaktioner och avslut över marknadsvärde. En annan variabel som hade varit relevant att ta med skulle vara antal aktier tillgängliga för handel och dess påverkan på marknadsvärdet.

Tabell och figurförteckning

Tabell 1 – Investmentbolagens substansrabatt	-sida 23
Tabell 2 – Investmentbolagens bolagsstorlek	-sida 24
Tabell 3 – Investmentbolagens skuldsättningsgrad	-sida 25
Tabell 4 – Investmentbolagens direktavkastning	-sida 26
Tabell 5 – Investmentbolagens differentiering branscher	-sida 27
Tabell 6 – Investmentbolagens differentiering 5 största innehav	-sida 28
Tabell 7 – Investmentbolagens avkastning mot index 12	-sida 29
Tabell 8 – Investmentbolagens avkastning mot index 36	-sida 30
Tabell 9 – Investmentbolagens avkastning mot index 60	-sida 31
Tabell 10 – Investmentbolagens förvaltningskostnader i relation till substansvärde	-sida 32
Tabell 11 – Regressionsdata	-sida 33
Tabell 12 – Hypotessammanställning med resultat	-sida 35

Källförteckning

Tryckta källor

- Anderson, R. C. & Reeb, D. M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500
- Anderson, R., Conner, P. & Liang, Y. (2001). Dimensions of REIT Pricing: Size, Growth and Leverage, *Prudential Real Estate Investors*, Newark, NJ.
- Barber, B. (1996). Forecasting the discounts of market prices from appraised values for real estate limited partnership, *Real Estate Economics* 471-91.
- Barkham, R.J. & Ward, C.W.R. (1999). Investor sentiment and noise traders: discount to net asset value in listed property companies in the UK. *Journal of Real Estate Research* 18(2), 291-312.
- Bleaney, M. & Smith, T.R. (2010). Is prior performance priced through closed-end fund discounts. *International Journal of Finance & Economics* 15, 153-164.
- Bond, S.A. & Shilling, J.D. (2004). An evaluation of property company discounts in Europe, unpublished working paper, EPRA, University of Cambridge, Cambridge.
- Brounen, D. & ter Laak, M. (2005). Understanding the discount: evidence from European property shares, *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 11(3), 241-52.
- Breusch, T. S. Pagan, A. R. (1979). A Simple Test for Heteroskedasticity and Random Coefficient Variation, *Econometrica*. 4(5), 1287–1294.
- Bryman, A. & Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Liber. Malmö.
- Cassar, G. & Gibson, B. (2008). Budgets, Internal Reports, and Manager Forecast Accuracy, *Contemporary Accounting Research*, 25(3) 707-738.
- Chan, K., Wan Kot, H. & Li, D. (2007). Portfolio Concentration and Closed-End Fund Discounts: Evidence from the China Market. *Emerging Markets Review*, 9, 129-143.
- Domian, D. L., Louton, D. A. & Racine, M. D. (2007). Diversification in Portfolios of Individual Stocks: 100 Stocks Are Not Enough. *The Financial Review*, 42.

Gompers, P., Kovner, A. & Lerner, J. (2009). Specialization and Success: Evidence from Venture Capital. *Journal of Economics & Management Strategy* 18(3) 817–844.

Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics, *Econometrica*, 1251–1271.

Hjelström, T. (2007). The closed-end investment company premium puzzle: model development and empirical tests on Swedish and British data, Stockholm, Economic Research Institute, Stockholm School of Economics.

Holmén M & Högfeldt P. (2009). Pyramidal discounts: Tunneling or overinvestment? *International Review of Finance* 9, 133–175.

Hult M. (1998). *Värdering av företag*, Liber: Stockholm.

De Long, J Bradford, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers & Robert J. Waldmann. (1990). Noise Trader Risk in Financial Markets. *Journal of Political Economy, University of Chicago* 98(4), 703-738.

Jensen, M C & Meckling, W H. (1976). Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3(4).

Johnson, Shane A. & Lin, Ji-Chai and Song, Kyojik. (2006). Dividend Policy, Signaling, and Discounts on Closed-End Funds. *Journal of Financial Economics* 81(3).

Karlsson, I. (1998). *Introduktion till intern redovisning*. Lund: Studentlitteratur.

Kim, Y. & Lee, B.S. (2007). Limited participation and the closed-end fund discount. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 21(2).

Kyle, Albert S. (1985). Continuous Auctions and Insider Trading, *Econometrica*, 53(6).

Malkiel, Burton G. (1977). *The Valuation of Closed-End Investment-Company Shares*, *The Journal of Finance* 32(3).

Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection, *The Journal of Finance* 7(1) 77–91.

J. Sloman & A. Wride. (2009). *Economics* 7th edition, Trans-Atlantic Publications.

S. S. Shalit & U. Sankar. (1977). The Measurement of Firm Size. *The Review of Economics and Statistics* 59(3).

Essen, Reinhold Von. (1997). Investmentbolag - Med eller utan Existensberättigande, Trycksaksbyrå: Stockholm.

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

Internetkällor:

Cassel, Filip. (2014). Vart är revisionen påväg?
<http://www.tidningenbalans.se/fordjupning/vart-ar-revisionen-pa-vag/>
(Hämtat 2017-03-28)

Karlsson, Arne. (1999). Svarta lådan- Om substansrabatten. Ratos
<http://www.ratos.se/Diverse-sidor/Svarta-ladan/>
(Hämtat 24/11-2016)

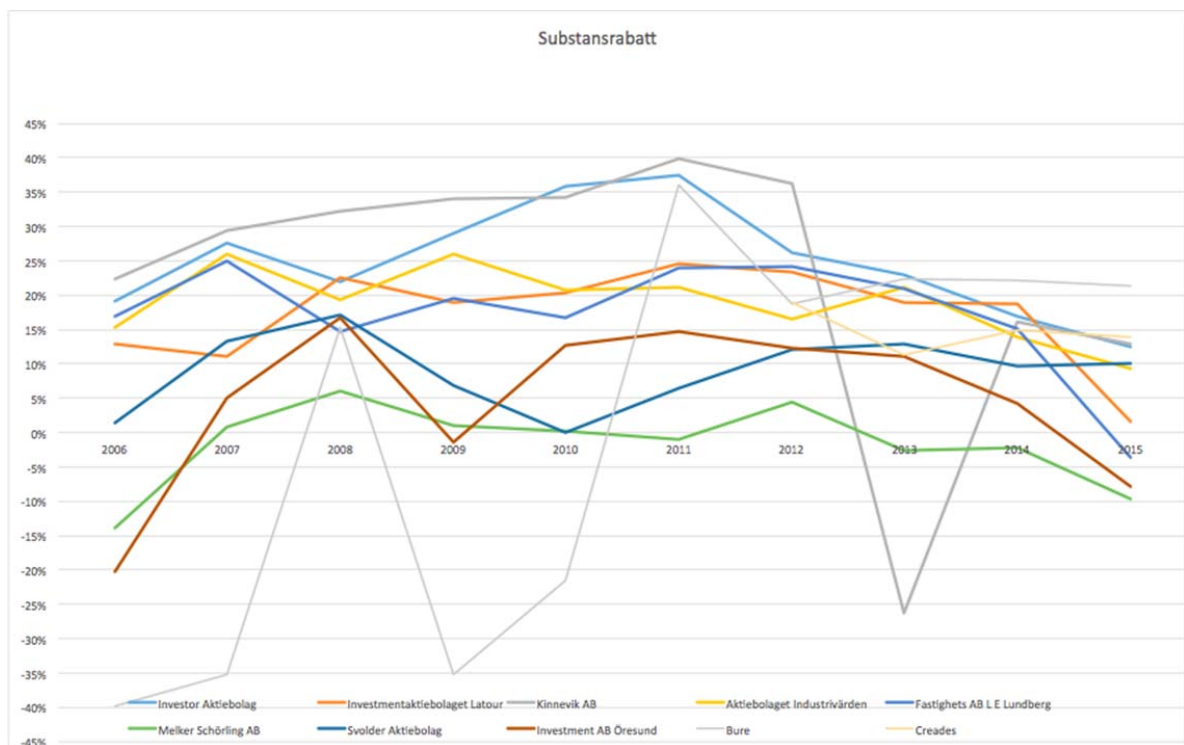
Sidea, Emanuel. (2013). Investor - Maktbolag med maktproblem
<http://sidea.se/emanuel/2013/02/26/investor-maktbolag-med-maktproblem/>
(Hämtat 10/12-2016)

SOU 1988:38. Inkomstskattelagen SFS 1999:1229
https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/inkomstskattelag-19991229_sfs-1999-1229
(Hämtat 19/12-2016)

Appendix

Bilaga 1 – En kort introduktion av investmentbolagen

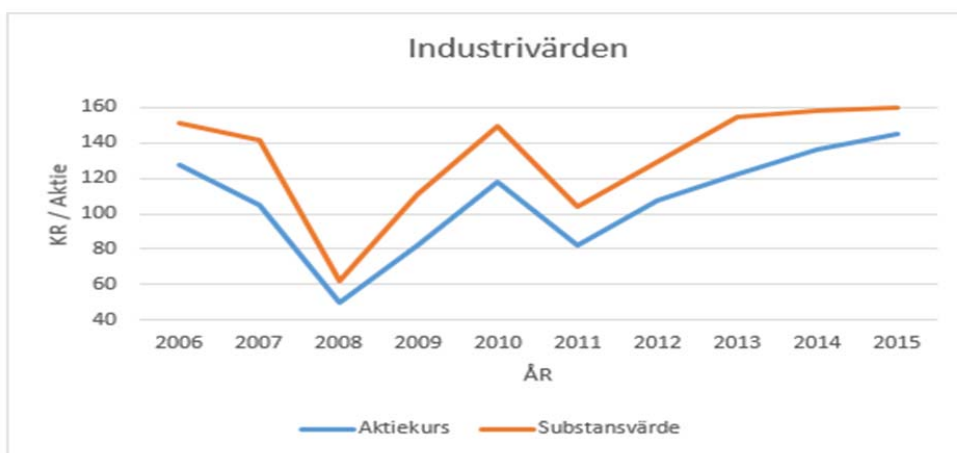
Graf 1



Grafen visar de studerade investmentbolagens substansrabatt åren 2006-2015

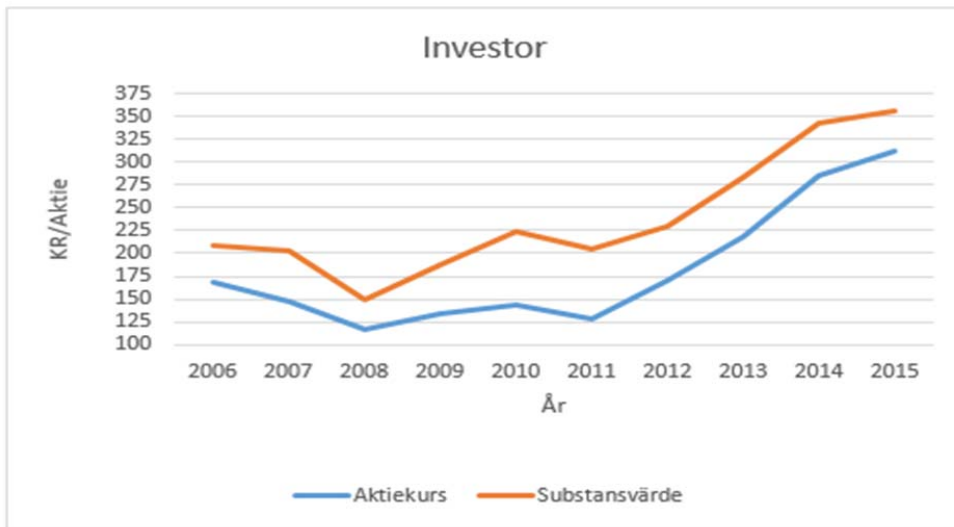
Industrivärden

Industrivärden är ett svenskt investmentbolag, investeringsstrategin är att gå in i medelstora och stora bolag som en långsiktig och aktiv ägare. Majoriteten av deras innehav återfinns i OMX30, ett index för de 30 mest omsatta bolagen på Stockholmsbörsen. Industrivärdens portfölj består bland annat av Sandvik, Handelsbanken, SSAB, SCA, Volvo. Industrivärdens genomsnittliga substansrabatt 2006-2015 var 19 %.



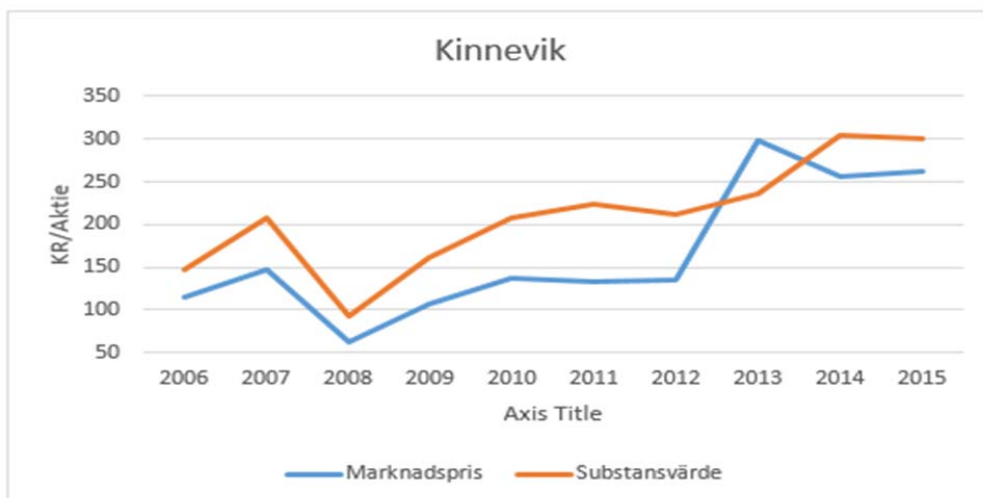
Investor

Investor som är starkt förknippat med SEB och Wallenbergfamiljen har till största del investerat i svenska storbolag, exempelvis ABB, Astra Zeneca , Atlas Copco, Electrolux, Ericsson, Husqvarna, Saab, och Nasdaq, de äger även onoterade bolag som Mölnycke Healthcare och Grand hotell. Investors genomsnittliga substansrabatt åren 2006-2015 var 25 %.



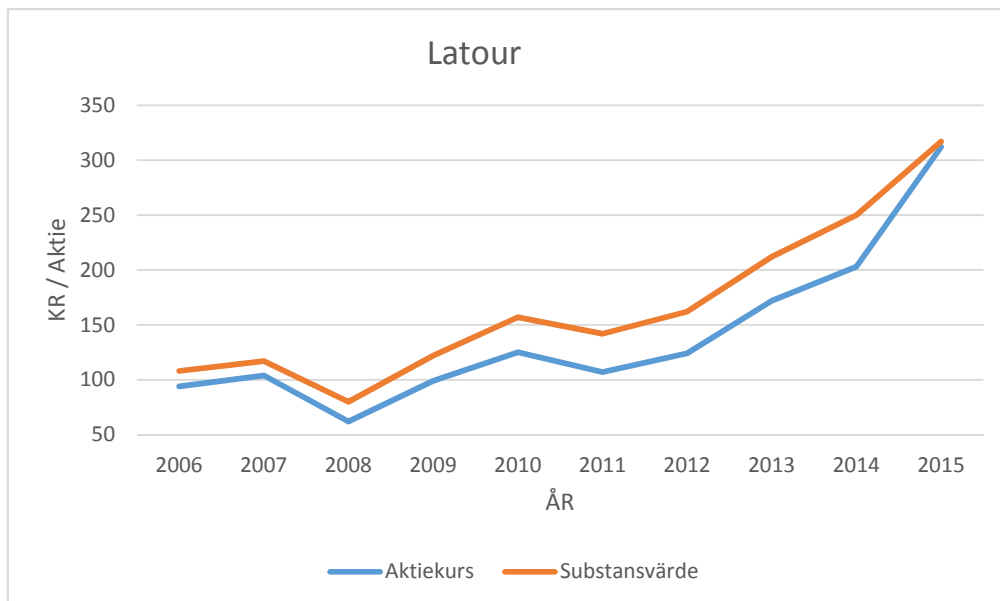
Kinnevik

Kinneviks bildades 1936 och har en stark ägare i form av familjen Stenbeck, Kinneviks fokus ligger på digitala konsumentverksamheter, de har bland annat innehav i Zalando, Qliro Group, Millicom, Tele2, och Mtg. Deras genomsnittliga substansrabatt åren 2006-2015 var 23 %.



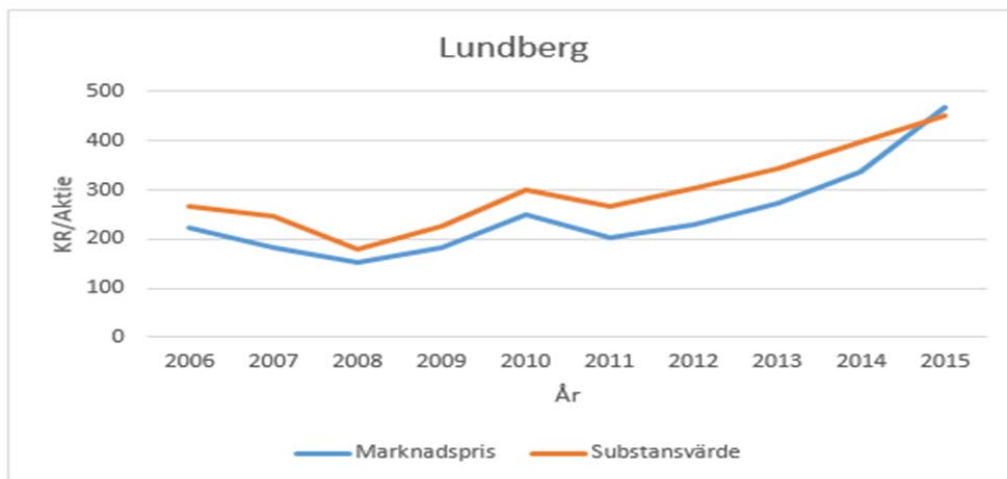
Latour

Investmentbolag startat av Gustaf Douglas, familjen Douglas äger fortfarande en majoritet av aktierna i bolaget. Deras innehav består av en helägd industri och handelsrörelse, och finansiella investeringar i både onoterade och noterade bolag. Assa Abloy, ABB och Sweco motsvarar en majoritet av portföljen. Deras genomsnittliga substansrabatt åren 2006-2015 var 17 %.



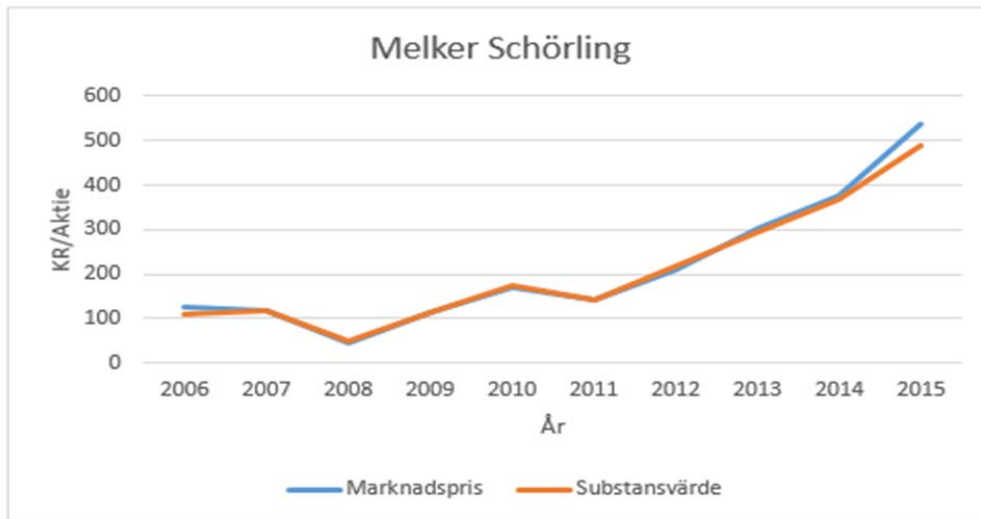
Lundberg

Investmentbolaget Lundberg börsnoterades 1983 och styrs idag av Fredrik Lundberg, som även är huvudägare. Bolaget har ett fokus på fastigheter, dels genom det helägda dotterbolag Fastighets AB L E Lundberg, och genom deras noterade dotterbolag i Holmen och Hufvudstaden. Deras andra noterade kärninvesteringar ligger i Handelsbanken, Industrivärden och Indutrade. Deras genomsnittliga substansrabatt åren 2006-2015 var 17 %.



Melker Schörling

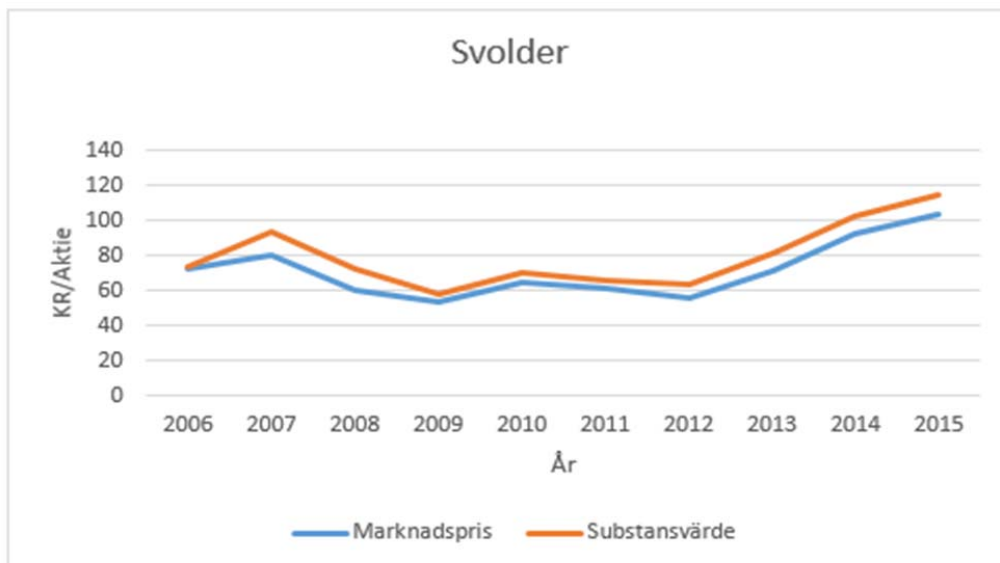
Melker Schörling har innehav i både onoterade och noterade bolag, deras absolut största innehav är Hexagon där de har en majoritet av rösterna, andra stora noterade innehav är AAK, Securitas, Assa Abloy och Loomis. Deras genomsnittliga substansrabatt åren 2006-2015 var -2%, det vill säga att de har handlats till en premie om 2%.



Svolder

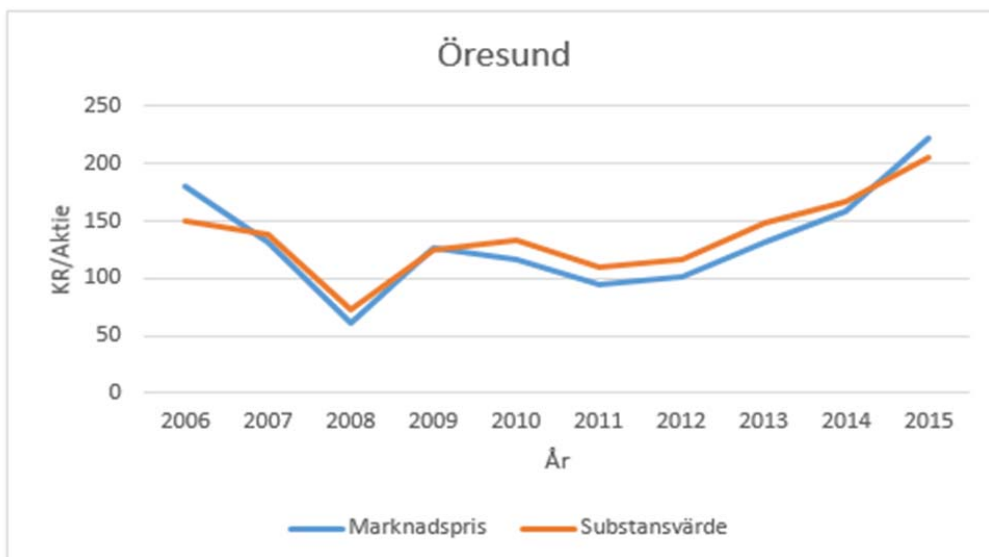
Svolder placerar huvudsakligen i noterade små och mellanstora bolag. Deras innehav är bland annat Beijer Alma, Acando, Saab och B&B tools.

Deras genomsnittliga substansrabatt åren 2006-2015 var 10 %



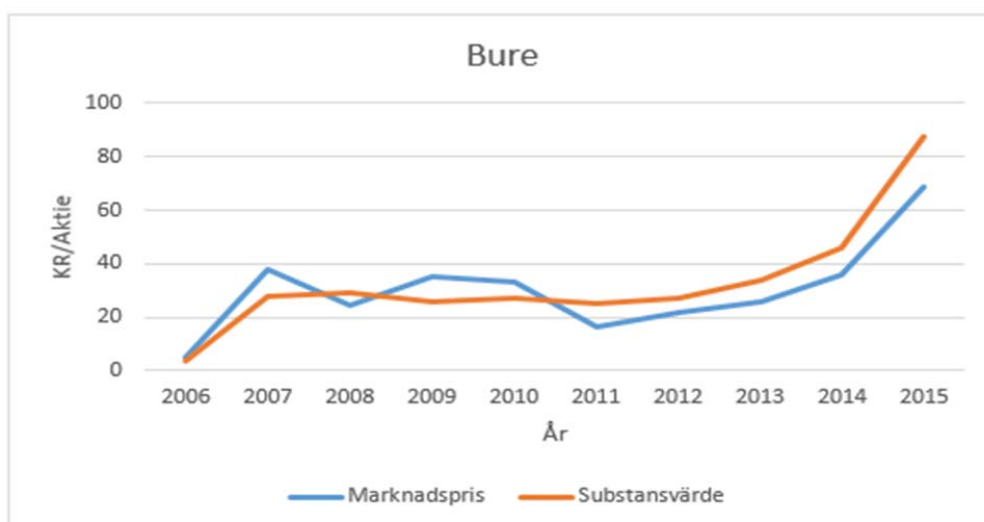
Öresund

Öresunds investeringsfilosofi går ut på att investera i stabila företag med bra kassaflöden, även om de på senare tid har investerat i en del mindre bolag och en del nya noteringar. Deras största innehav består av Bilia, Fabege, Svolder, Oriflame och SEB. Deras genomsnittliga substansrabatt åren 2006-2015 var 5 %



Bure

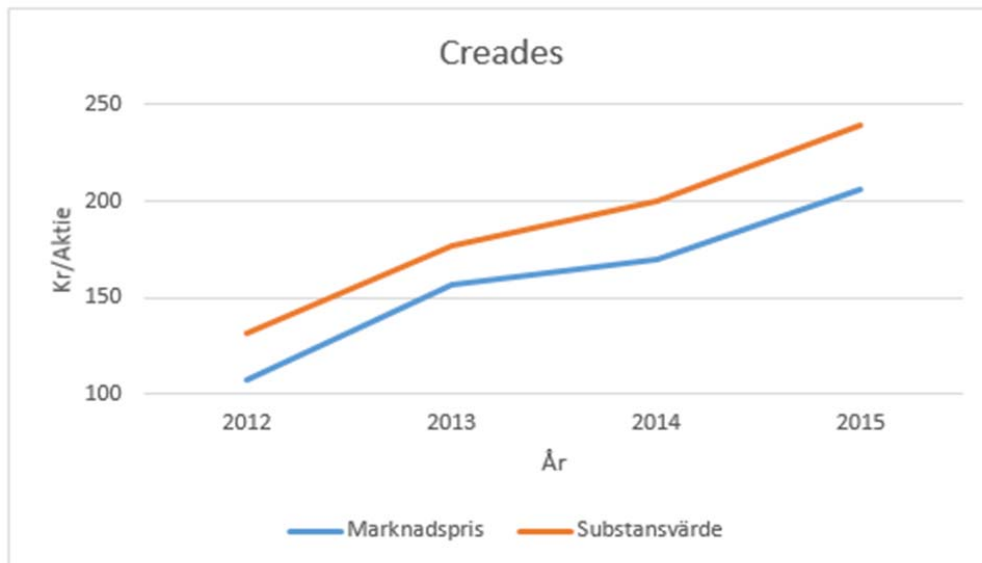
Bure noterades 1993 och har idag investeringar i både noterade och onoterade bolag, bolagen är av den mindre storleken där Bure kan arbeta som aktiva ägare för att driva en positiv utveckling. Deras största innehav består av Mycronic och Vitrolife. Deras genomsnittliga substansrabatt åren 2006-2015 var 1 %



Creades

Creades grundades 2012 då splittrades som en del av Öresund. Creades har investerat i små och medelstora bolag som är både noterade och onoterade. Deras största innehav är Avanza, Lindab och Carnegie men det har även investerat i mindre onoterade bolag som Acne.

Deras genomsnittliga substansrabatt åren 2012-2015 var 15 %



Bilaga 2 – Tabeller tillhörande regressionen

Tabell 1

	Storlek	skuld	DA	Bransch	5	12	36	60	förvaltning
Bolagsstorlek	1								
Skuldsättningsgrad	0,007	1							
Direktavkastning	-0,156	-0,104	1						
Branscher	0,242	0,217	-0,128	1					
5 största innehaven i % av portföljen	0,171	0,520	-0,410	0,341	1				
Avkastning mot sex30 return index 12 månader	-0,030	-0,062	-0,212	-0,013	0,072	1			
Avkastning mot sex30 return index 36 månader	-0,030	-0,007	-0,138	0,013	0,179	0,469	1		
Avkastning mot sex30 return index 60 månader	-0,049	0,138	-0,003	0,242	0,364	0,441	0,562	1	
Förvaltningskostnad i % av substansvärde	-0,401	-0,353	0,238	-0,495	-0,495	-0,174	-0,312	-0,369	1

Tabellen visar den parvisa korrelationen mellan urvalets oberoende variabler.

Tabell 2 - Hausmantest

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) .		
direktavka~g	.125542	.1139137	.0116283	.1361761
Branscher	.0304216	.0010269	.0293947	.0277204
störstainn~l	.4039231	.1783063	.2256168	.1911728
avkastning~n	-.1198224	-.0808269	-.0389955	.0232792
K	-.123988	-.1790839	.0550959	.0239335
L	.0559715	.0170179	.0389536	.022109
förvaltnin~e	-10.94196	-2.51757	-8.424393	5.320219
lgfirmsize	-.0040244	.0282513	-.0322757	.0533741

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(8) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 17.50
 Prob>chi2 = 0.0253

Variablerna i fallande ordning, direktavkastning, branscher, 5 största innehav, avkastning mot index 12 månader, avkastning mot index 36 månader, avkastning mot index 60 månader, förvaltningskostnader i relation till substansvärde och bolagstorlek

Tabell 3 Breuach – Pagan-test

skuldsättningsgrad	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
direktavkastning	.1815714	.1768791	1.03	0.308	-.1713852	.5345281
Branscher	.0097243	.0150188	0.65	0.520	-.0202453	.0396939
störstainnehaviavportföl	.1147094	.1087754	1.05	0.295	-.1023485	.3317672
avkastningmotindexinkludeln	.0067027	.0338073	0.20	0.843	-.0607586	.074164
K	-.001769	.0270773	-0.07	0.948	-.055801	.0522629
L	-.0031151	.0216341	-0.14	0.886	-.0462853	.0400551
förvaltningssubstansvärde	-5.388884	3.052764	-1.77	0.082	-11.48058	.7028118
lgfirmsize	-.0898699	.0262147	-3.43	0.001	-.1421805	-.0375593
_cons	2.135829	.6502598	3.28	0.002	.8382562	3.433402
sigma_u	.16873569					
sigma_e	.06361572					
rho	.87554973	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(8, 68) = 12.48 Prob > F = 0.0000

. xttest3

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (9) = 705.00
Prob>chi2 = 0.0000

Variablerna i fallande ordning, direktavkastning, branscher, 5 största innehav, avkastning mot index 12 månader, avkastning mot index 36 månader, avkastning mot index 60 månader, förvaltningskostnader i relation till substansvärde och bolagsstorlek

Tabell 4 - Regressionsdata

VARIABLES	Utan Svolder			
	Med alla	Utan Creades	Utan Svolder	och Creades
	Modell 1	Modell 2	Modell 3	Modell 4
skuldsättningsgrad	-0.0597 (0.103)	-0.0553 (0.0980)	0.0197 (0.0734)	0.0197 (0.0734)
direktavkastning	0.136 (0.338)	0.138 (0.338)	0.0995 (0.408)	0.0995 (0.408)
Branscher	0.0310 (0.0353)	0.0311 (0.0353)	0.0291 (0.0446)	0.0291 (0.0446)
Fem största innehaven / totalt innehav	0.411*** (0.0899)	0.412*** (0.0880)	0.443*** (0.108)	0.443*** (0.108)
Avkastning 12 månader	-0.119 (0.0667)	-0.120 (0.0662)	-0.144* (0.0674)	-0.144* (0.0674)
Avkastning 36 månader	-0.124 (0.0747)	-0.124 (0.0748)	-0.134 (0.0739)	-0.134 (0.0739)
Avkastning 60 månader	0.0558 (0.0752)	0.0555 (0.0748)	0.0676 (0.0845)	0.0676 (0.0845)
Förvaltningsavgift / Substansvärde	-11.26 (8.969)	-0.112 (0.0897)	-0.113 (0.119)	-0.113 (0.119)
Bolagstorlek	-0.00939 (0.0319)	-0.00728 (0.0297)	-0.00291 (0.0362)	-0.00291 (0.0362)
Konstant	0.0774 (0.813)	0.0259 (0.759)	-0.115 (0.963)	-0.115 (0.963)
Observations	85	85	75	75
Number of firmid	9	9	8	8
R-squared	0.277	0.277	0.313	0.313

Regressionsdata för regressioner med samtliga observationer, respektive utan Creades, utan Svolder, och utan Svolder och Creades.