



GÖTEBORGS UNIVERSITET

HANDELSHÖGSKOLAN

Undviker bolag vinstvarningar?

-

En studie om samband mellan vinstvarningar och
ägarkoncentration

Kandidatuppsats
Industriell och Finansiell Ekonomi

Författare:
Niklas Maxén 910304
Alexander Andersson 930201

Handledare:
Hans Jeppsson

Sammanfattning

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, Industriell och Finansiell Ekonomi, HT16

Författare: Niklas Maxén och Alexander Andersson

Handledare: Hans Jeppsson

Titel: Undviker bolag vinstvarningar? – En studie om samband mellan vinstvarningar och ägarkoncentration

Bakgrund och problem: I Sverige finns ett regelverk som säger att bolag ska vinstvarna om det verkliga resultatet skiljer sig markant från marknadens förväntning. Men det finns enligt regelverket ingen procentuell gräns vilket gör att en del bolag ges möjligheten att undvika annonsering av vinstvarningar.

Syfte: Studien genomförs i syfte om att kunna fastslå om ägarkoncentrationen påverkar om bolag väljer att annonsera en vinstvarning samt om resultatet skiljer sig beroende på om ägarkoncentrationen mäts i den procentuellt största ägaren för kapital eller röster.

Avgränsningar: Studien inkluderar bolagen på Large Cap OMX på Stockholmsbörsen där observationer gällande vinstvarningar och markanta avvikelser från marknadens förväntning utan vinstvarning samlas in mellan åren 2006-2016.

Metod: Studien bygger på en kvantitativ metod, där datainsamlingen gjorts i olika databaser och bolagens årsredovisningar. Studiens resultat presenteras i form av beskrivande statistik, korrelationsmatris och probitanalyser.

Resultat och slutsatser: Resultatet av studien visar att man med statistiska belägg kan påstå att bolag med en högre ägarkoncentration annonserar färre vinstvarningar. Dessutom visar resultatet att en tydlig bakomliggande faktor till att bolag inte vinstvarnar är skuldsättningsgraden.

Förslag till vidare forskning: Förslag på framtida forskning är att inkludera fler börslistor i Sverige men också applicera denna studie på utländska börser för att se om liknande slutsatser kan dras där. Dessutom undersöka hur den abnormala avkastningen skiljer sig i Sverige beroende på om bolag släpper dåliga nyheter i en vinstvarning jämfört med en kvartalsrapport. Även genomföra en kvalitativ studie med intervjuer för att delge bolagens motivering till beslut om vinstvarningar.

Nyckelord: vinstvarning, ägarkoncentration, agentteori, röst vs kapital, probitanalys

Förord

Vi vill framföra ett stort tack till vår handledare Hans Jeppsson för ditt engagemang, stöttning och värdefulla kommentarer under hela arbetets gång. Vi vill också tacka våra opponenter för era synpunkter och konstruktiva kritik.

Trevlig läsning!

Göteborg 8/1-2017

Niklas Maxén

Alexander Andersson

Innehållsförteckning

1. Inledning	4
1.1 Bakgrund	4
1.2 Problemdiskussion	5
1.3 Syfte	6
1.4 Bidrag med studien	7
1.5 Disposition	7
2. Teori	8
2.1 Tidigare forskning	8
2.2 Agent teorin	9
2.3 Röstdifferentiering	10
3. Metod	12
3.1 Introduktion till metod	12
3.2 Ägarkoncentration	13
3.3 Data och urval	14
3.4 Avgränsningar	17
3.5 Modeller	19
3.5.1 Beskrivande statistik.....	19
3.5.2 Korrelation	19
3.5.3 Probitanalys	19
3.5.4 Tolkning av resultatet	20
3.6 Beskrivning av variabler	21
3.6.1 Beroende variabel	21
3.6.2 Oberoende variabel.....	21
3.6.3 Kontrollvariabler	21
3.5 Regressionsmodell	23
3.6 Metoddiskussion	24
4. Empiriskt resultat	25
4.1 Beskrivande statistik	25
4.2 Korrelation	27
4.3 Multivariat analys	28
4.3.1 Resultat av största ägaren kapital.....	28
4.3.2 Resultat största ägaren röster	31
5. Slutsats och vidare forskning	33
5.1 Slutsats	33
5.2 Förslag till vidare forskning	35
6. Källförteckning	36
Tryckta källor:.....	36
Elektroniska källor	39

1. Inledning

I detta kapitel presenteras först studiens bakgrund och därefter studiens problemdiskussion. Vidare presenteras syftet med studien och vad studien bidrar med. Kapitlet avslutas med en redogörelse över studiens fortsatta upplägg.

1.1 Bakgrund

Enligt regelverket på Stockholmsbörsen har bolag en skyldighet att så snart som möjligt offentliggöra information eller beslut som är kurspåverkande (Nasdaq OMX, 2016). Ett verktyg för detta är vinstvarningar. Genom nyhetsrapporteringen kan investerare frekvent läsa publiceringar om bolag som inför den kommande kvartalsrapporten annonserar vinstvarning. Dels ett uttalande som kan skapa oro och osäkerhet för investerare. Men det är också ett uttalande som resulterar i stora aktieprissvängningar som företagsledningen helst undviker (Spohr, 2014).

På aktiemarknaden finns det ingen bestämd procentsats för när en vinstvarning ska annonseras. Även om regelverket existerar ger det en möjlighet enligt Cox et al. 2016, som applicerade sin studie på den amerikanska börsen, för bolag att själva definiera vad som är en markant avvikelser från marknadens förväntning. Därmed kan bolag i hög grad själva bestämma om man ska utfärda en vinstvarning eller inte när resultatet avviker markant.

En vinstvarning representerar enligt Jackson & Madura (2003) inte en faktisk kvartalsrapport utan ger enbart upplysning om ändrad förväntan av allt ifrån ett företags kassaflöde, försäljning eller orderingång. Vanligtvis brukar vinstvarningar förekomma 3-4 veckor före det formella resultatets tillkännagivande (Ibid.). På Stockholmsbörsen finns det enligt regelverket ingen tidsbegränsning för när en vinstvarning måste annonseras innan utgivandet av kommande kvartalsrapporter (Nasdaq OMX, 2016).

Vinstvarningens påverkan på den abnormala avkastningen¹ är det forskningsområde som det finns mest kunskap om och därmed också något som studerats av flertalet forskare. Enligt teorin om den effektiva marknaden (Fama, 1970) anpassar sig aktiepriset till den nya

¹ En abnormal avkastning avser den avkastning som avviker från den normala avkastningen (MacKinlay, 1997)

information och i ett senare skedde återspeglas aktiepriset av vinstvarningen. Kasznik & Lev (1995) undersöker i sin studie hur den abnormala avkastningen skiljer sig beroende på om bolaget vinstvarnar kontra släpper informationen i kvartalsrapporten. Resultatet visar på en differens upp till 4.2% där vinstvarning genererar en mer negativ abnormal avkastning jämfört med om ett bolag släpper det negativa beskedet i en kvartalsrapport. Bulkley & Herrerias (2005) och Spohr (2014) studerar hur den abnormala avkastningen påverkas dagarna innan och efter annonseringen av en vinstvarning. Även andra faktorer har inkluderats i studier såsom sambandet mellan marknadsreaktionen och bolaget storlek (Jackson & Madura, 2003), skuldsättningen (Spohr, 2014) och bolagets avkastning (Church & Donker, 2010).

1.2 Problemdiskussion

Enligt Cox et al. (2016) kan dåliga nyheter ge en stor negativ avkastning vilket gör att ledningen undviker att dessa når allmänheten. Skinner (1994) undersöker i sin studie om bolag i större utsträckning annonserar vinstvarningar vid väldigt dåliga nyheter. Resultatet av studien visar att bolag gör vinstvarningar i större utsträckning vid väldigt dåliga nyheter, men samtidigt utfärdas vinstvarningar väldigt sällan även om bolag innehar vetskapen om att det verkliga resultatet skiljer sig markant från marknads förväntning. Skinners (1994) forskning visar ytterligare på hur regelverket ger bolag utrymme för att själva kunna avgöra huruvida en annonsering av en vinstvarning ska genomföras.

Tidigare forskning har i hög grad fokuserat på hur vinstvarningar påverkar bolagets avkastning ur olika perspektiv. Som det redogjordes för tidigare i studien existerar en problematik där endast vissa bolag trots regelverket utfärdar en vinstvarning. För att vidga forskningsområdets perspektiv kommer därför denna studie fokusera på bakomliggande faktorer till vad som påverkar bolag att vinstvarna, där huvudfokus ligger på sambandet mellan ägarkoncentrationen och vinstvarningar.

Problematiken mellan ägarkoncentrationen och vinstvarningar grundar sig ur agentteorin som är ett förhållande mellan aktieägare och företags beslutsfattare (Jensen & Meckling, 1976). Enligt Bruce (2005) är båda parter motiverade av egen drivkraft för att kunna maximera sin egna ekonomiska vinst. Enligt Francoeur et al. (2008) som hänvisar till agentteorin kan det uppstå ett dilemma i bolag där styrelse och VD har olika intressen. En VD vill skapa

förtroende hos investerarna, vilket kan göras genom att använda sig av verktyget vinstvarning. Styrelsen och ägarens huvudintresse tenderar istället att handla om en maximering av värdet i sitt investerade kapital (Ibid.) I Francoeur et al. (2008) studie undersöker man sambandet mellan styrelse och vinstvarning. Studien visar att ju mer engagerade styrelse och ägare är i bolagets ekonomiska läge desto mindre benägen är man att utfärda information om att bolaget är övervärderat. Detta resultat tyder på att bolag som har större ägare vinstvarnar mer sällan, även om dessa bolag enligt regelverket har samma skyldighet att delge information om en avvikelse från marknadens förväntning.

Dessutom har Sverige en modell med röstdifferentiering kombinerat med pyramidägande vilket leder till att de som har kontrollen i bolag inte per automatik äger störst kapital (Söderström et al., 2003). Detta kan skapa motsättningar då det skapas en konflikt mellan innehavarna av röster och kapital då de kan ha olika särintressen i bolaget (Ibid.). Detta tyder på att resultatet av studien kan skilja sig om det ägarkoncentrationen mäts i kapital eller röster.

1.3 Syfte

Studien genomförs i syfte om att kunna fastslå om ägarkoncentrationen påverkar om bolag väljer att annonsera en vinstvarning samt om resultatet skiljer sig beroende på om ägarkoncentrationen mäts i den procentuellt största ägaren för kapital eller röster. Detta leder fram till följande frågeställning:

- Påverkar ägarkoncentrationen huruvida bolag utfärdar vinstvarningar?
- Skiljer sig resultatet av studien beroende på om ägarkoncentrationen mäts i den procentuellt största ägaren för kapital eller röster?

1.4 Bidrag med studien

Målet med studien är att ge investerare och aktiemarknaden i stort en förståelse för sambandet mellan ägarkoncentrationen och vinstvarning. Detta kan skapa en medvetenhet om när och varför bolagen undviker vinstvarning när marknaden egentligen enligt regelverket ska delges med information om en avvikelse från marknads förväntning. Ingen studie har tidigare studerat hur ägarstrukturen och övriga faktorer påverkar annonsering av vinstvarningar på Stockholmsbörsen. Studien applicerar också mått på ägarkoncentration som inte använts i någon tidigare studie inom ämnesområdet vinstvarningar. Men studien kommer också applicera kontrollvariabler som använts i tidigare forskning på andra utländska börser för att se om liknande tendenser existerar på Stockholmsbörsen. Enligt Overland (2012) är det viktigt att vi applicerar forskning från andra länder på svenska bolag. Men även utländska läsare borde intressera sig för forskning applicerad på Stockholmsbörsen då förutsättningarna skiljer sig i jämförelse med exempelvis de anglosaxiska länderna USA och Storbritannien (Ibid.). Sverige är ett av få länder där tre instrument för separation mellan röster och kapital tillåts (Söderström et al., 2003). Sverige är också ett av länderna med störst differentiering av röster, A och B aktier (Ibid.) Röstdifferentieringen presenteras mer ingående i teoriavsnittet.

1.5 Disposition

Kommande delen av rapporten är fördelad enligt följande. Först presenteras teoridelen som börjar med en presentation av tidigare forskning. Sist i teoridelen så presenteras studiens olika teorier som knyter an till studiens hypoteser. Därefter kommer metodavsnittet som först introduceras med en motivering till kvantitativ data och valet av mått på ägarkoncentration motiveras. Sen beskrivs dataurvalet. Senare i metodavsnittet presenteras avgränsningar och de modeller som kommer användas för att tolka resultatet. Sen beskrivs och förklaras de variabler som inkluderas i studien och regressionsmodellen. Kapitlet avslutas med en metoddiskussion. Sedan kommer det empiriska resultatet där resultatet av studien presenteras. Rapporten avslutas med slutsats samt förslag på framtida studier.

2. Teori

I detta kapitel presenteras först tidigare forskning om huruvida bolag vinstvarnar. Kapitlet avslutas med redogörelse över studiens teori som knyter an till studiens hypoteser.

2.1 Tidigare forskning

Det finns delade åsikter i tidigare forskning om företag borde vinstvarna eller inte ur ett marknadsreaktions perspektiv. Enligt Skinner (1994) så vill företag i ett tidigt stadie utfärda dåliga besked då det skapar ett förtroende hos investerare och marknaden samtidigt som det motverkar en negativ marknadspåverkan. Enligt Spohr (2014) undviker företag att vinstvarna då det genererar större negativa aktieprissvängningar jämfört med om de dåliga nyheterna släpps i en kvartalsrapport, vilket påverkar både företagsledning och investerare negativt.

Företag kan enligt Jackson & Madura (2003) genom att vinstvarna reducera risken för att information läcker ut som kan utnyttjas till insideraffärer. Det är bra för företag menar Jackson & Madura (2003) att göra vinstvarningar för att skydda sig själva mot att bli anklagade för att undanhålla viktig information från allmänheten och deras investerare. Genom att vinstvarna kan företag stärka sina relationer med investerare samtidigt som förtroende för bolaget inges (Ibid.).

Kasznik & Lev (1995) påstår liksom Spohr (2004) att bolag undviker att vinstvarna då det skapas en överreaktion från marknaden. I studien samlade man in data för alla bolag som haft en positiv eller negativ avvikelse från marknads förväntning med 1 % eller mer i det fjärde kvartalet mellan 1988-1990. Sedan delade man in datan i tre kategorier beroende på om och hur de vinstvarnat: kvantitativa vinstvarningar, kvalitativa vinstvarningar och inga vinstvarningar. Man genomförde senare i studien en regressionsanalys som visar att det är signifikant skillnad på marknads reaktion beroende på om bolagen i studien utfärdar vinstvarning eller inte.

2.2 Agent teorin

Teorin som ligger till grund för studiens samband mellan ägarkoncentration och vinstvarningar är agentteorin. Agentteorin beskrivs av Jensen & Meckling (1976) som ett kontrakt där en eller flera investerare anställer en agent som skall utföra tjänster eller göra kontroller för investerarens räkning. Agentens ansvar menar Jensen & Meckling (1976) är att fördela ut beslutsfattande till chefen eller ledningen. Teorin grundar sig ur ett förhållande mellan aktieägare och företags beslutsfattare.

Agentteorin gör enligt Bruce et al. (2005) ett antagande om att båda parter är motiverade av egen drivkraft för att kunna maximera sin egna ekonomiska vinst vilket kan gör att olika incitament kan föreligga och skapa intressekonflikt. Investerarna kan begränsa skillnaden av intressekonflikter genom att upprätta lämpliga incitament mellan investerare och agenten genom att implementera övervakningskostnader för att begränsa avvikande aktiviteter mellan chefer och investerare (Jensen & Meckling, 1976). För att försäkra sig om att agenten agerar i investerarnas intresse kan investerare enligt Jensen & Meckling (1976) betala agenten att förbruka fler resurser för att säkerställa att ingen skada sker och att agerande från agenten tar hänsyn till investerarna. Även om implementering görs menar Jensen & Meckling (1976) att det är svårt för investerarna att vara helt säkra på att agenten kommer att agera sitt bästa utifrån investerarnas intresse.

Francoeur et al. (2008) undersöker i sin studie sambandet mellan styrelsen och huruvida bolag genomför vinstvarningar. Studien genomförs på den kanadensiska börsen. Studiens huvudsyfte är att undersöka om styrelsens kvalitet påverkar om bolag väljer att göra vinstvarning. Insamlingen av bolagens kvalitet görs genom en betygsskala som färdigställts av *Globe and Mail Report on Business*. Resultatet visar att bolag med en starkare kvalitet på styrelsen utfärdar fler vinstvarningar. Även fler parametrar i form av kontrollvariabler tas med i regressionsanalysen. Exempelvis hur mängden aktiekapital som befattningshavare/direktörer äger, bolagets storlek eller konkurrenskraft påverkar deras benägenhet att göra vinstvarning. Ett av de resultat som avviker mest i deras analys är ägarstrukturen. Studien visar att ju mer aktiekapital de ledande befattningshavarna eller direktörerna äger desto mindre troligt är det att bolag annonserar för vinstvarning. Detta resultat ligger till grund för denna studies första hypotes. I Francoeur et al. (2008) studie mäts befattningshavare och direktörers ägande i bolag genom ett index framtaget av *Globe and*

Mail Report on Business. Denna studie fokuserar på ägarkoncentrationen och använder som det tidigare redogjorts för största ägaren som mått, där största ägaren i den första hypotesen mäts av procentuellt kapitalinnehav. Enligt agentteorin som presenterats ovan förväntas ett resultat där de bolag som har en hög procentuell största ägare är mindre benägna att vinstvarna, då de har ett större egenintresse i företaget (Bruce, 2005). Detta leder fram till studiens första hypotes:

H0₁: Bolags procentuellt största ägare mätt i kapital har ingen signifikant skillnad på om de gör fler eller färre vinstvarningar.

H1₁: Bolags procentuellt största ägare mätt i kapital har signifikant skillnad på om de gör fler eller färre vinstvarningar.

2.3 Röstdifferentiering

Sverige är det land i Europa som har högst andel företag med röstdifferentiering, oftast indelat i A och B aktier (Söderström et al., 2003). Tidigare kunde bolag i Sverige ha en röstdifferentiering upp till 1:1000 mellan klasserna av aktier (Carlsson, 2007). Idag finns det en reglering som tillåter en differentiering upp till 1:10 (Ibid.).

Sverige har liksom Europa ett kontrollägarsystem som ger ett mer koncentrerat ägande, till skillnad från de anglosaxiska länderna USA och Storbritannien där de större bolagen oftast har ett marknadsbaserat system som bygger på spritt ägande (Söderström et al., 2003). Det finns både fördelar och nackdelar med båda systemen menar Söderström et al. (2003), men ett kontrollägarsystem har visat sig fördelaktigt under perioder av ekonomisk stabilitet. I Sverige har bolagsrätten av tradition lämnat stort utrymme för den kontrollerande aktieägaren, medan i andra länder som exempelvis Storbritannien måste storägare hålla sig på "armlängds avstånd" till styrelsen (Ibid.).

Historiskt sett började den koncentrerade ägarstrukturen efter Kreugerkraschen på 1930-talet och även om det genomförts avregleringar har ägarstyrningen förblivit i stort sett densamma (Söderström et al., 2003). De tre huvudinstrumenten för separation av ägande och kontroll är röstvärdedifferentiering, pyramidägande och korsvist ägande. I de flesta europeiska länderna tillåts åtminstone något av dessa instrument, men Sverige är ett av få länder där alla tre

metoder tillåts (Ibid.). Enligt Holmén & Högfeldt (2009) är grunden till att det överhuvudtaget ska få existera en politisk acceptans. Pyramidägande är det mest effektiva sättet för att separera röster från kapital. Den svenska modellen med röstdifferentiering kombinerat med pyramidägande leder till att de som besitter kontrollen i bolag inte per automatik äger störst kapital. Detta kan skapa motsättningar då det skapas en konflikt mellan innehavarna av röster och kapital då de kan ha olika särintressen i bolaget (Söderström et al., 2003).

Enligt teorin om röstdifferentiering kan resultatet av studien skilja sig beroende på om sambandet mellan ägarkoncentrationen och vinstvarningar mäts i ägandet av kapital eller röster. Därför är det viktigt för studiens tillförlitlighet och för att kunna dra slutsatser om ägarkoncentrationens samband med vinstvarningar att båda måtten inkluderas i studien. Detta leder fram till studiens andra hypotes där syftet är att undersöka hur ägarstrukturen mänt i röster påverkar om bolag utfärdar vinstvarning:

H0₂: Bolags procentuella största ägare mänt i röster har ingen signifikant skillnad på om de gör fler eller färre vinstvarningar

H1₂: Bolags procentuellt största ägare mänt i röster har signifikant skillnad på om de gör fler eller färre vinstvarningar.

3. Metod

Detta kapitel startar med en introduktion till metod där valet av kvantitativ metod förklaras. Därefter presenteras måttet av ägarkoncentration och därefter studiens data samt dess urval. Vidare presenteras studiens avgränsningar och de modeller som denna studies resultat bygger på. Sedan förklaras alla de variabler som ingår i studien med hänvisning till tidigare studier samt att regressionsmodellen presenteras. Kapitlet avslutas med en metoddiskussion.

3.1 Introduktion till metod

Insamlandet av data begränsades till ett tidsintervall för att finna en balansgång mellan aktualitet och ett tillräckligt stort observationsunderlag för att öka studiens reliabilitet. Det slutgiltiga tidsintervallet för studien blev 2006 till 2016. Då publiceringar av vinstvarningar mestadels annonseras på större bolag i Sverige är dataurvalet begränsas till börslistan Large Cap på Stockholmsbörsen för att kunna garantera att alla vinstvarningar inkluderas, där endast de bolag som när studien genomförs 2016 var listade på Large Cap är inkluderade. Eftersom studien använder historisk data tio år tillbaka i tiden för de bolag som ingår i börslistan 2016 påverkas urvalet av "Survivorship Bias". Det innebär att bolag som har blivit uppköpta, likviderats eller försvunnit från börslistan på andra sätt under tidsperioden är exkluderade från dataurvalet, bara de bolag som överlevt inkluderas (Banz & Breen, 1986). För de bolag som vinstvarnat betyder detta att bolag som var listade på Large Cap innan 2016 och valde att vinstvarna är exkluderade. För de bolag på Large Cap 2016 som inte vinstvarnat trots avvikelse från marknadens förväntning finns det mestadels bara data från det året man äntrade Large Cap, därmed inkluderas sällan data från bolagen när man inte var ett Large Cap bolag.

I studien används en kvantitativ metod. Studien bygger på insamlad sekundärdata från databaserna Retriever Business, Bloomberg och de berörda bolagens årsredovisningar. Den insamlade datan studeras med statistiska tester och analys av historisk finansiell data, där fokus ligger på regressioner i form av probitanalys. Enligt Bryman & Bell (2013) kan den kvantitativa forskningen betraktas som en forskningsstrategi som lägger tonvikten på kvantifiering när det gäller insamling och analys av data samt att den innehåller ett deduktivt synsätt på förhållandet mellan teori och praktisk forskning.

3.2 Ägarkoncentration

För att säkerhetsställa studiens tillförlitlighet användes tidigare forskning för att motivera valet av mått på ägarkoncentration. Overland et al. (2012) analyserar i sin studie olika mått på ägarkoncentration som använts i tidigare litteratur och studier. Målet i studien var att sammanställa en omfattande jämförelse mellan olika mått på ägarkoncentration för att ge klarhet i vilken dimension av ägarskap måttet fångar. Här följer en sammanställning av de ägarkoncentrationsmått som Overland et al. (2012) inkluderade i sin forskning:

Tabell 1. Mått på ägarkoncentration sammanställt av Overland et al. (2012)

Mått	Definition/beskrivning
Gini-koefficient	Ett mått som inkluderar ägarspridning, totala antalet ägare och varje ägares röstandel (Deaton, 1997)*
Herfindahl	Ett mått där man summerar de kvadrerade värdet av alla aktieägarnas röstandelar
First/Second	Största ägarens röstandel dividerat med summan av den näst största ägarens röstandel
Sumfive	De fem största ägarnas totala röstandel
First/Twofour	Största ägarens röstandel dividerat med summan av den andra till fjärde största ägarnas röstandel
Largest Owner	Största ägarens röstandel

Notiser: *En modifierad version av Gini-koefficienten är framtagen av Deaton (1997) för att göra den applicerbar på ägarkoncentration. Tabellen visar definitioner av ägarkoncentration som Overland et al. (2012) sammanställt. Även The Shapley-Shubik index och Banzhaf indices inkluderas i studiens jämförelse men då inga tidigare empiriska studier enligt Overland et al. (2012) använt dessa mått exkluderas dessa ur sammanställningen.

Man kan i studien inte fastslå vilken mått på ägarkoncentration som är bäst utan det beror på vilken aspekt man vill mäta. I studien görs flertalet regressionsanalyser där korrelationen undersöks mellan de olika måtten. Största ägaren (Largest Owner) är ett mått som använts flitigt i publicerade artiklar där ägarkoncentrationen sätts i relation till andra parametrar. Exempelvis definierade Ramli (2010) ägarkoncentration som största ägaren i sin studie som behandlar sambandet mellan utdelning och ägarkoncentration. I studien av Overland et al. (2012) resulterar också största ägaren (Largest Owner) i en hög korrelation i relation till övriga mått, vilket tyder på att det i hög grad är utbytbart och därmed ett mått som effektivt mäter ägarkoncentration.

3.3 Data och urval

Första urvalskriteriet för insamlandet av data är bolag på Stockholmsbörsen som släppt vinstvarningar vid ett eller flera tillfällen. Tillvägagångssättet för datainsamlingen är att använda Retriever Business, en sökmotor med gamla tidningsartiklar. Förutom att studien begränsas med ett tidsintervall är studien begränsad till två tidningskällor, Dagens Industri och Svenska Dagbladet. Utan denna begränsning skulle det bli ett för stort urval att hantera då flertalet tidningar skriver om samma händelse. För att säkerhetsställa att restriktionen av studiens tidningskällor inte ledde till att vinstvarningar exkluderades ur studien inkluderades alla tidningskällor en begränsad tid. Detta gav inte några fler observationer. Sökordet som användes vid insamlingen av artiklar var "vinstvarningar". Sökordet genererade både positiva och negativa vinstvarningar, men i denna studie som det redogörs för senare ligger fokus endast på negativa vinstvarningar. Varje artikel som sökordet genererade lästes igenom noggrant för att undvika att samma vinstvarningar togs med dubbelt och att det inte var spekulation om en vinstvarning utan ett officiellt meddelande från det berörda bolaget. Efter insamlingen exkluderades de bolag som inte är listade på Large Cap. Liksom Bulkley & Herrerias (2005) inkluderas bara en observation från samma bolag i de fall som bolaget utfärdat vinstvarning flera gånger under samma år, då dessa bolag kan leda till en orättvis statistisk slutsats.

I tabell 2 presenteras en överblick över alla vinstvarningar som är med i observationsunderlaget fördelat på vilken bransch de tillhör. Noterbart är att branscherna industrivaror & tjänster samt material tillsammans utfärdar majoriteten av alla vinstvarningar i Sverige på Large Cap.

Tabell 2. Observationsunderlaget för vinstvarningar

Branscher	Antal observationer	% av observationer
Industrivaror & tjänster	19	30.6%
Material	17	27.4%
Informationsteknik	8	12.9%
Sällanköpsvaror och tjänster	5	8.1%
Dagligvaror	4	6.5%
Energi	4	6.5%
Hälsovård	3	4.8%
Telekomoperatör	2	3.2%
Totalt	62	100%

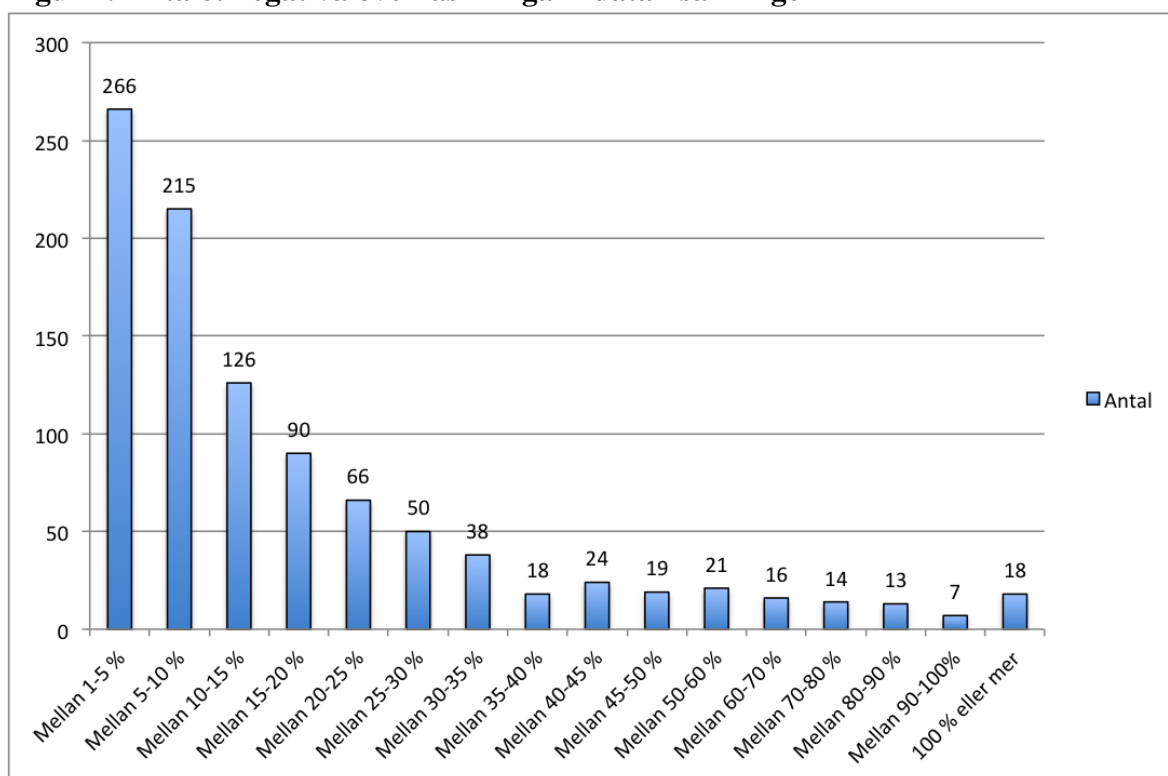
Notiser: Tabellen visar antalet vinstvarningar på Stockholmsbörsen Large Cap mellan 2006-2016 fördelat på olika branscher i antal och procentuellt. Urvalet för 2016 omfattas fram till 2016-12-10. Branschernas kategorier och vilken kategori de tillhör är hämtat från avanza.se.

Nästa steg i datainsamlingen behandlade de bolag som presterat sämre än marknadens förväntning på Stockholmsbörsen Large Cap men som inte vinstvarnat. Denna insamling gjordes i databasen Bloomberg. I Bloombergs databas finns en sammanställning där man visar på det rapporterade värdet för EPS (Earnings per Share) och marknadens förväntning på EPS vid dagen för bolagens kvartalsrapporter. Det finns också en variabel som visar differensen mellan det rapporterade värdet och marknadens förväntning, en procentuell överraskning (surprise) av EPS. För att få en överblick över hur ofta bolag presteras sämre än marknadens förväntning samlades alla observationer in där bolagen på Large Cap mellan åren 2006-2016 har en negativ procentuell överraskning över 1 % av EPS, liksom Kasznik and Lev (1995). De negativa avvikelserna under 1 % anses för låga för att inkludera. Då denna del av datainsamlingen endast intresserar sig av de bolag som inte vinstvarnat tas givetvis de bolag som utfärdat vinstvarning bort från observationsunderlaget.

I figur 1 presenteras alla observationer som samlades in där bolag haft en negativ procentuell överraskning på 1 % eller sämre. Sammanställningen visar på en problematik i Sverige som går i samma riktning som studien av Skinner (1994), där det visade sig att bolag vinstvarnar väldigt sällan även om man innehar vetskapen om att det verkliga resultatet skiljer sig

markant från marknadens förväntning. De tillfällen bolag har presterat sämre än marknadens förväntning är åtskilligt fler än de tillfällen bolag vinstvarnat.

Figur 1. Antalet negativa överraskningar i datainsamlingen



Notiser: Figuren visar alla de observationer som presenterat en negativ överraskning av EPS på 1 % eller sämre på Stockholmsbörsen Large Cap mellan 2006-2016. Observationerna är hämtade från Bloombergs databas.

Då regelverket säger att bolag ska utfärda en vinstvarning om resultatet avviker markant från marknadens förväntning blir observationsunderlaget missvisande om alla negativa procentuella överraskningar inkluderas. För att förtydliga, alla resultat som avviker från marknadens förväntning är inte markanta utan en gräns behöver dras. För att dra denna gräns användes tidigare studier. Den bästa sammanställningen som används som underlag i denna studie presenterar Kasznik & Lev (1995) som visar att bolag i genomsnitt vinstvarnar vid en negativ procentuell överraskning på -10,6 %. Med detta som mått inkluderas bara de observationer i studien där den negativa procentuella överraskningen är -10,6 % eller sämre. Fortsatt i studien betyder presterat sämre än marknadens förväntning att det berörda bolaget redovisat en negativ procentuell överraskning som är just -10,6 % eller sämre. Liksom i dataurvalet för bolag som vinstvarnat inkluderas bara en observation från samma bolag i de fall som bolaget presterat sämre än marknadens förväntning flertalet gånger under samma år.

I tabell 3 presenteras alla observationer som är med i studien, både för de som vinstvarnat och inte vinstvarnat. Det sammanlagda antalet är 202 stycken.

När alla observationer var fastställda blev nästa steg att samla in studiens data. Den data som samlades in var den procentuellt största ägaren för röster och kapital, den procentuellt näst största ägaren för röster och kapital, summa tillgångar, skuldsättningsgrad och avkastning på totalt tillgångar. Liksom i tidigare studier hämtades siffrorna från året innan man utfärdade vinstvarning eller presterat sämre än marknadens förväntning. Insamlingen av olika mått på ägarstruktur hämtades från bolagens årsredovisningar. Bolagens summa av tillgångar, skuldsättningsgrad och avkastning på totalt kapital hämtades från Retrievers databas. Siffrorna kompletterades i årsredovisningen för de bolag som saknade data i Retriever.

Tabell 3. Överblick över alla observationer i studien

Vinstvarnat		Ej Vinstvarnat	
År	Antal	År	Antal
2006	4	2006	9
2007	5	2007	10
2008	8	2008	15
2009	6	2009	14
2010	4	2010	15
2011	5	2011	13
2012	7	2012	14
2013	4	2013	10
2014	8	2014	10
2015	4	2015	15
2016	7	2016	15
Total	62	Total	140

Notiser: Denna tabell presenterar alla studiens observationer, både de bolag som har vinstvarnat och de bolag som inte har vinstvarnat fördelat per år. Urvalet för 2016 omfattas fram till 2016-12-10.

3.4 Avgränsningar

I likhet med tidigare forskning är att alla banker på Large Cap exkluderade ur studien. Det beror på att bankernas data saknades i Retriever samt att de inte presenterade de siffror studien bygger på i sina årsredovisningar. Bankerna det avser är Handelsbanken, Nordea, SEB och Swedbank. Inga av dessa banker har vinstvarnat trots hög avvikelse från marknadens förväntan.

Studien skulle kunna ha problem med endogenitet, vilket kan påverka studiens resultat. Men i avsaknad av en valid instrumentvariabel adresseras inte detta i studien.

Vinstvarningar kan vara både negativa och positiva. Denna studie inkluderar endast negativa vinstvarningar. Anledningen till denna avgränsning, förutom det bristande observationsunderlaget av positiva vinstvarningar, är att tidigare forskning visar på en större abnormal avkastning för negativa vinstvarningar. Skinner (1994) som undersökte hur aktiepriset påverkas av bra och dåliga nyheter visar att bra nyheter ger en abnormal avkastning på 2,46 % jämfört med dåliga nyheter som ger en abnormal avkastning på -6,06 %. En liknande studie gör Spohr (2014) på Nasdaq OMX Nordic. Resultatet av studien ger en abnormal avkastning på 4,8 % för positiva vinstvarningar och en abnormal avkastning på -6,1 % för negativa vinstvarningar. Fler studier med samma riktning har presenterats. Eftersom bolag påverkas i större utsträckning av negativa vinstvarningar blir vitaliteten av en ökad förståelse inom dessa större.

Det finns två klasser av vinstvarningar, kvalitativ vinstvarning och kvantitativ vinstvarning (Bulkley & Herrerias, 2005). Kvalitativa vinstvarningar innehåller endast information om ett avvikande resultat från nuvarande förväntningar medan kvantitativa vinstvarningar också, förutom det avvikande resultatet, inkluderar kommande resultatprognoser (Ibid.). I Bulkley & Herrerias (2005) studie undersöker man hur den abnormala avkastningen skiljer sig mellan de två klasserna av vinstvarningar. Resultatet av deras forskning visar att en kvalitativ vinstvarning genererar en abnormal avkastning på -9,6 % de första tre månaderna efter utfärdandet, medan den kvantitativ vinstvarning genererar en abnormal avkastning på -2,2 % de första tre månaderna efter utfärdandet. Alltså visar studien att marknadsreaktion blir kraftigare vid en kvalitativ vinstvarning. Även exempelvis Skinner (2004) och Kasznik & Lev (1995) har i sina studier samma uppdelning mellan kvalitativa och kvantitativa vinstvarningar, med samma markanta skillnad i resultatet. Detta visar att det är en viktig parameter att inkludera inom forskningsområdet. Denna studie kommer inte ta hänsyn till denna separation då resultatet av studiens huvudfråga om sambandet mellan ägarkoncentrationen vinstvarningar inte påverkas av kvalitativa och kvantitativa vinstvarningar. Studiens syfte är inte att analysera skillnader på abnormal avkastning, därför blir det irrelevant att inkludera de två klasserna av vinstvarningar.

3.5 Modeller

Resultatet av studien presenteras i form av beskrivande statistik, korrelationsmatris och probitanalyser i det empiriska resultatet. I denna del presenteras dessa modeller för att öka förståelsen och förenkla tolkningen av resultatet.

3.5.1 Beskrivande statistik

Den beskrivande statistiken presenterar en sammanställning av variabelernas medelvärde, median och standardavvikelse. Siffrorna presenteras för de bolag som vinstvarnat, ej vinstvarnat och en differens mellan dessa med en signifikans på 10 %, 5 % och 1 % nivå.

3.5.2 Korrelation

Korrelation är ett mått av samhörighetsgraden mellan variabler (Cortinhas & Black, 2012). Det finns flera olika korrelationsmått och vilka som används är beroende på vilken data som blir analyserad. En av de vanligaste korrelationsmått som finns och som kommer användas i denna studie är Pearsons produktmomentkorrelationskoefficient (Ibid.). Pearsons produktmomentkorrelationskoefficient är ett fönster eller nummer som sträcker sig från -1 till +1 som speglar styrkan eller trovärdigheten mellan variabelernas förhållande. Ett r värde av +1 anger en perfekt positiv korrelation mellan två variabler medan ett r värde av -1 signalerar en perfekt negativ korrelation, vilket indikerar ett omvänt förhållande mellan två variabler. Om en variabel blir större så blir den andra mindre. Ett r värde av 0 betyder inget linjärt förhållande är representerat mellan de två observerade variablerna (Ibid.)

3.5.3 Probitanalys

För att testa studiens hypoteser med den insamlade datan används regressionsanalys i form av en probitanalys. Enligt Cortinhas & Black (2012) kan en regressionsanalys beskrivas som “processen att konstruera en matematisk modell eller funktion som kan användas till att förutse en variabel genom en eller flera andra variabler”. Regressionsanalysen undersöker om det finns ett linjärt samband mellan två variabler vilket behövs för att kunna jämföra beroende variabler med utfallet från de oberoende variablerna (Cortinhas & Black, 2012).

Studiens beroende variabel förklarar om bolag har utfärdat vinstvarningar. Om bolaget har utfärdat vinstvarning får observationen värde 1, om inte får observationen värde 0. Då studien bygger på en binär variabel som tar värde 1 och 0 kan inte en vanligt linjär regressionsmodell användas. Därför kommer denna studie liksom Francoeur et al. (2008) använda sig av en probitanalys.

Liksom en vanlig linjär regressionsmodell testas probitanalysen om det finns något samband mellan en beroende variabel och en eller flera oberoende variabler. I en probitanalys kan inte koefficienten tolkas på samma sätt. För att analysera sambandet mellan beroende och oberoende variabler används marginaleffekten. Marginaleffekten ges av koefficientens värde av dy/dx som visar hur mycket sannolikheten ökar eller minskar om en oberoende variabel tar värde 1 (Williams, 2015).

En probitanalys resulterar också i ett Pseudo R^2 värde. Måttet är anpassat för en probitanalys och liknar ett justerat R^2 värde som tar ett värde mellan 0 och 1, men istället för att förklara andelen varians anger ett högre Pseudo R^2 värde att de oberoende variablerna bättre förklarar den beroende variabeln (Hu et al., 2006).

3.5.4 Tolkning av resultatet

Studien kommer använda sig av en dubbelsidig hypotesprövning med en signifikansnivå på 5 %. Om p-värdet är under 0,05 i det 95-procentiga konfidensintervallet är det signifikant, vilket betyder att det finns statistiska belägg för att förkasta nollhypotesen. Marginaleffekten i probitanalysen genererar till skillnad från en vanlig regressionsmodell inte ett t-värde, utan ett z-värde som visar om variabeln skiljer sig signifikant från noll, där det i denna studie presenteras på 10 %, 5 % och 1 % nivå.

3.6 Beskrivning av variabler

I denna del kommer de variabler som inkluderas i studiens regressionsanalys presenteras. Kapitlet är uppdelat i beroende-, oberoende- och kontrollvariabler.

3.6.1 Beroende variabel

Den beroende variabeln i regressionsanalysen är binär och beskriver huruvida bolagen har utfärdat vinstvarning. Om en observation har utfärdat en vinstvarning får den värde 1, om observationen inte utfärdat en vinstvarning får den värde 0.

3.6.2 Oberoende variabel

Studiens oberoende variabel är ägarkoncentrationen. För att mäta ägarkoncentrationen används den procentuellt största ägaren för kapital och röster.

3.6.3 Kontrollvariabler

I studien används flertalet kontrollvariabler för att minimera risken för felaktiga slutsatser. Enligt Djurfeldt et al. (2010) används en kontrollvariabel för att säkerställa att ingen tredje variabel påverkar korrelationen mellan de andra två variablerna.

3.6.3.1 Näst största ägaren röster och kapital

Maury & Pajuste (2002) och Ramli (2010) som också definierat ägarkoncentrationen med största ägaren för röster, men applicerat sin forskning på utdelningspolicy, kommer även denna studie använda dummyvariabler för näst största ägaren. Dummyvariabler har skapats både för näst största ägaren för kapital och röster. Om den näst största ägaren har 10 % eller mer för den värde 1, om näst största ägaren har under 10 % får den värde 0.

3.6.3.2 Bolagsstorlek

Tidigare studier har visat på ett samband mellan bolagets storlek och vinstvarningar. Detta bevisas i studier av Jackson & Madura (2003), Bulkley & Herrerias (2005) och Church & Donker (2010) vars resultat visar att bolagens storlek påverkar hur stark marknadsreaktionen blir. Ju större bolaget är desto mindre blir den negativa marknadsreaktionen av den annonserade vinstvarningen. Dessutom visar studien av Francoeur et al. (2008) att större bolag vinstvarnar mer frekvent. Liksom i de flesta tidigare studier mäts bolagets storlek genom summan av tillgångar i denna studie.

3.6.3.3 Skuldsättning

Skuldsättningsgradens påverkan på vinstvarningar är också en parameter som tidigare forskning inom området inkluderat. Studier visar att marknadsreaktion blir starkare om bolaget som annonserar vinstvarningen har en högre skuldsättningsgrad. Spohr (2014) undersöker denna teori i sin studie på den nordiska aktiemarknaden där han definierar skuldsättningsgrad som skulder genom totala tillgångar. Resultatet av studien visar att marknadsreaktion blir starkare om vinstvarningen är utfärdad av en firma med högre risk. Detta resultat öppnar upp för en spekulativ hypotes huruvida bolag undviker att vinstvarna om deras skuldsättningsgrad är hög. Francoeur et al. (2008) undersökte detta i sin studie där man studerade sambandet mellan skuldnivå och vinstvarningar. Resultatet visade att högt skuldsatta bolag undvek att vinstvarna. Skuldsättningsgrad mäts genom summan av totala skulder dividerat med eget kapital.

3.6.3.4 Avkastning

En annan kontrollvariabel som inkluderas i studien är avkastning på totala tillgångar. Church & Donker (2010) studie visar på ett negativt samband mellan avkastning på totala tillgångar och den abnormala avkastningen. Enligt Church & Donker (2010) kan det bero på att marknaden blir mer överraskad när en vinstvarning annonseras av ett bolag som presenterat en stark avkastning på totala tillgångar året innan, vilket då skapar en överreaktion. Även Francoeur et al. (2008) inkluderade avkastning på totala tillgångar i sin regressionsanalys i syfte om att kontrollera för bolagens konkurrenskraft.

3.5.3.5 Teknologiska

Tidigare studier av Francoeur et al. (2008) och Kaznik & Lev (1995) visar att högteknologiska bolag i genomsnitt vinstvarnar mer frekvent. Detta samband inkluderar också i studien där en dummyvariabel skapas. Om bolaget är högteknologiskt får det värde 1, om bolaget inte högteknologiskt får det värde 0. Definitionen av högteknologiskt är hämtat från avanza.se där man beskriver de berörda bolagens aktiviteter.

I tabell 4 sammanställs alla variabler mer överskådligt för att underlätta när resultatet ska tolkas i det empiriska resultatet.

Tabell 4. Variabeldefinition

Variabler	Definition/beskrivning
Vinstvarning	Binär variabel som tar värde 1 om ett bolag har vinstvarnat eller värde 0 om ett bolag inte har vinstvarnat.
Största ägaren kapital	Den procentuellt största ägaren räknat i kapitalinnehav.
Största ägaren röster	Den procentuellt största ägaren räknat i röster.
Näst största ägaren kapital	Den procentuellt näst största ägaren räknat i kapitalinnehav.
Näst största ägaren röster	Den procentuellt näst största ägaren räknat i röster.
Bolagsstorlek	Summan av totala tillgångar
Skuldsättning	Skuldsättningsgraden som summan av totala skulder dividerat med eget kapital.
Högteknologiska	En dummyvariabel som tar värde 1 om bolaget är högteknologiskt och värde 0 om bolaget inte är högteknologiskt.
Avkastning	Avkastning på totala tillgångar.

Notiser: Denna tabell definierar studiens variabler. All data som avser variablerna i tabellen är hämtade i årsredovisningen året innan observationens event skedde.

3.5 Regressionsmodell

Med ovan nämnda variabler byggs studiens probitanalys upp enligt följande:

$$\text{Probit}(Y) = \alpha + B_1X_1 + B_2X_2 + B_3X_3 + B_4X_4 + B_5X_5 + B_6X_6 + \varepsilon$$

där,

$$\text{Probit}(Y) = \text{Vinstvarningar}$$

$$\alpha = \text{Konstant}$$

$$B_1X_1 = \text{Största ägaren}$$

$$B_2X_2 = \text{Näst största ägaren}$$

$$B_3X_3 = \text{Bolagsstorlek}$$

$$B_4X_4 = \text{Skuldsättningsgrad}$$

$$B_5X_5 = \text{Avkastning på totala tillgångar}$$

$$B_6X_6 = \text{Högteknologiska bolag}$$

$$\varepsilon = \text{Felterm}$$

3.6 Metoddiskussion

Metoden för datainsamlingen och datakällan är viktig för att säkerhetsställa reliabiliteten och validiteten för en kvantitativ studie med sekundärdata (Saunders et al., 2009). Reliabilitet värdesätter enligt Bryman & Bell (2013) den utsträckning i vilket måttet på ett begrepp är stabilt eller pålitligt. Informationen i studien har hämtats från Retriever Business, Bloomberg samt bolagens årsredovisningar som är väl ansedda och trovärdiga källor. Därmed kan resultatet av studien anses pålitligt.

Litteraturen om teorier och tidigare forskning som gjorts inom området vinstvarningar som används i studien är primärt vetenskapligt förankrad i publicerade tidskrifter. Reliabiliteten anses vara hög emellertid. Om framtida studier skulle göras på Large Cap Stockholmsbörsen är det sannolikt men inte garanterat att resultatet blir samma då nya bolag antrår och lämnar Large Cap på Stockholmsbörsen. Resultatet av studien skulle också kunna skilja sig beroende på vilken börslista eller land som studien genomförs.

Validitet innebär enligt Bryman & Bell (2013) att slutsatsen hänger ihop med det som forskaren har som avsikt att undersöka. Det vill säga, kommer forskaren fram till slutsatser på de frågor som ställs i början av studien. Målet med studien är att undersöka om ägarkoncentrationen påverkar om bolag gör vinstvarningar. För att säkerställa att slutsatserna kopplas samman till studiens syfte används hypoteser som besvaras i det empiriska resultatet. Vid en utvärdering av resultat besvaras det om studien anses ge ett resultat som var förväntat (Ibid.). Forskningen anses ha en hög validitet om studien ger svar på undersökningens syfte och är förankrad i tidigare vetenskaplig forskning (Ibid.)

4. Empiriskt resultat

I detta kapitel presenteras resultatet av studien. Kapitlet börjar med en presentation av den beskrivande statistiken. Därefter presenteras en överblick över korrelationen mellan de olika variablerna. Kapitlet avslutas med en redogörelse och tolkning av resultatet.

4.1 Beskrivande statistik

I tabell 5 presenteras en sammanställning av alla variablers beskrivande statistik. Tabellen ger en jämförelse och överblick över de olika värdena som den insamlade datan genererar.

Noterbart i sammanställningen är att differensen mellan de två gruppernas positiva eller negativa värde i hög grad följer tidigare studier. Sammanställningen visar att ägarkoncentrationen är högre för de bolag som inte vinstvarnar, och det gäller den procentuellt största ägaren för både kapital och röster. Samtidigt visar sammanställningen att differensen mellan de två grupperna är större om man mäter ägarkoncentrationen som största ägaren kapital jämfört med största ägaren röster.

I tabellen presenteras näst största ägaren för både röster och kapital i procent. Senare i regressionsanalysen kommer, som tidigare nämnts, dessa parametrar tas med i dummyvariabler. Men den beskrivande statistiken visar att den procentuella differensen mellan de två grupperna är väldigt liten. Differensen för näst största ägaren röster tar till och med ett positivt värde på 0.21 vilket går emot studiens förväntning. Medelvärdet och medianen för både röster och kapital är dessutom under 10 %, vilket är värdet som avgör observationernas värde i dummyvariabeln.

De bolag som vinstvarnat har en större bolagsstorlek. Medelvärdet för bolagsstorleken är mer än dubbelt så stort jämfört med medianen. Vidare visar sammanställningen att bolag som inte vinstvarnat har en högre skuldsättningsgrad. En differens på 0.68 mellan de två grupperna är markant då skuldsättningsgraden genererar låga siffror. Sammanställningen för högteknologiska bolag presenteras med dummyvariabelns siffror, det vill säga att de bolag som är högteknologiska tar värde 1. Alltså är det fler högteknologiska bolag i gruppen som vinstvarnar.

Tidigare studien av Church & Donker (2010) visade på en starkare negativ marknadsreaktion för bolag med en högre avkastning på totala tillgångar. Tabellen visar dock liksom i Francoeur et al. (2008) studie att gruppen som vinstvarnar har en högre avkastning på totala tillgångar.

Noterbart är att de variablernas medelvärde som skiljer sig signifikant från noll på 1 % -nivån är största ägaren kapital, skuldsättning, högteknologiska och största ägaren röster. Bolagsstorleken skiljer sig signifikant från noll på 5 % -nivån. Vid en jämförelse av signifikansen mellan medelvärde och median visar det sig att medianen inte genererar signifikans i lika hög grad.

Tabell 5 - Beskrivande statistik

	Vinstvarnat			Ej Vinstvarnat			Differens	
	Medelvärde	Median	Std	Medelvärde	Median	Std	Medelvärde	Median
Största ägaren kapital	16.56	15.85	7.25	23.17	17.65	16.46	-6.52***	-1.8
Näst största ägaren kapital	7.67	6.55	3.97	7.84	6.65	4.72	-0.16	-0.75
Största ägaren röster	26.55	23.8	12.29	31.01	29.6	20.52	-4.46***	-8.23
Näst största ägaren röster	9.57	7.45	6.22	9.36	7.48	7.16	0.21	-0.03
Bolagsstorlek	36.76	17.83	54.67	22.8	11.48	34.98	13.96**	6.35
Skuldsättningsgrad	1.18	1.08	0.89	1.86	1.215	1.89	-0.68***	-0.135*
Högteknologiska	0.371	0.00	0.487	0.214	0.00	0.412	0.157***	0.00
Avkastning	12.21	8.75	12.43	8.91	5.65	12.99	3.3	3.1**

Notiser: Variablerna är beskrivna i tabell 4. *, ** och *** visar om differensen i medelvärde och median skiljer signifikant från noll på respektive 10 procent, 5 procent och 1 procent nivå.

4.2 Korrelation

Tabell 6 ger en överblick över hur variablerna korrelerar med varandra. För den beroende variabeln vinstvarning är det ett negativt samband för största ägaren kapital, skuldsättningsgrad, största ägaren röster och näst största ägaren röster. Det betyder att ju högre procentuell del ett bolag har på dessa parametrar, desto mindre sannolikhet är det att dessa bolag utfärdar en vinstvarning. Samtidigt är desto mer sannolikt att bolag utfärdar en vinstvarning om bolaget har en högre procentuell del på parametrarna bolagsstorlek, avkastning på totala tillgångar och om det är ett högteknologiskt företag.

Tabell 6. Korrelationsmatris

	Vinstvarning	Största ägaren kapital	Näst största ägaren kapital	Bolagsstorlek	Skuldsättning	Avkastning	Högteknologiska	Största ägaren röster	Näst största ägaren röster
Vinstvarning									
Största ägaren Kapital	-0.209*** (0.003)								
Näst största ägaren kapital	0.027 (0.703)	0.127* (0.072)							
Bolagsstorlek	0.158** (0.025)	-0.142** (0.044)	0.078 (0.273)						
Skuldsättning	-0.188*** (0.007)	-0.392*** (0.000)	-0.095 (0.177)	0.0130 (0.854)					
Avkastning	0.118* (0.094)	-0.052 (0.466)	-0.039 (0.576)	-0.0634 (0.369)	-0.166** (0.018)				
Högteknologiska	0.164** (0.019)	0.018 (0.794)	0.267*** (0.000)	0.038 (0.586)	-0.117* (0.098)	0.125* (0.076)			
Största ägaren röster	-0.112 (0.114)	0.739*** (0.000)	-0.083 (0.242)	-0.090 (0.201)	-0.336*** (0.000)	-0.005 (0.942)	0.042 (0.551)		
Näst största ägaren röster	-0.004 (0.959)	0.000 (0.999)	0.695*** (0.000)	0.123* (0.081)	-0.149** (0.034)	-0.023 (0.741)	0.080 (0.259)	-0.071 (0.315)	

Notiser: Variablerna är beskrivna i tabell 4. Denna tabell visar på parvisa korrelationer för regressionsanalysens variabler. *, ** och *** visar om den parvisa korrelationen skiljer sig signifikant från noll på respektive 10 procent, 5 procent och 1 procent nivå. Parenteserna innehåller p-värdet.

Noterbart är att korrelationen är hög mellan största ägaren röster och största ägaren kapital, vilket inte är förvånande då båda dessa variabler är mått på ägarkoncentration. Men den höga korrelationen tyder på att det inte är osannolikt att man får ett liknande resultat för måtten på kapital och röster. Näst största ägaren för röster har ingen stark korrelation mot huruvida

bolag utför vinstvarningar, det är nästan inget samband alls då korrelationen är 0.004. Den variabel som korrelerar bäst med vinstvarning är största ägaren kapital.

I tabellen presenteras också om den parvisa korrelationen skiljer sig signifikant från noll. För beroende variabeln vinstvarning är korrelationen med största ägaren kapital och skuldsättningsgrad signifikant från noll på 1 % -nivån. Skuldsättningsgraden är också signifikant från noll på 1 % -nivån korrelerat med största ägaren kapital och största ägaren röster.

4.3 Multivariat analys

I denna del presenteras studiens probitanalyser. Först redogörs det för resultatet av studien när beroende variabeln utgörs av största ägaren mätt i kapital. Därefter presenteras resultatet av studien när beroende variabeln utgörs av största ägaren mätt i röster, samt en jämförelse av resultatet mellan måtten av ägarkoncentration.

4.3.1 Resultat av största ägaren kapital

I tabell 7 presenteras resultatet av studiens första probitanalys där studiens beroende variabel vinstvarning påverkas av studiens oberoende variabel och dess kontrollvariabler. I det första testet presenteras utfallet när den oberoende variabeln ägarkoncentrationen definierat av största ägaren kapital enskilt påverkar den beroende variabeln vinstvarning. För att få en förståelse över hur de olika kontrollvariablerna påverkar utfallet presenteras dessa tillsammans med studiens beroende och oberoende variabel var för sig i modell 2-5.

I det sjätte testet presenteras utfallet när alla variabler är inkluderade. Resultatet för ägarkoncentrationen definierat av största ägaren i kapitalinnehav visar att koefficienten uppgår till -4.257 och att marginaleffekten är -1.351 (z-värde = -5.08), med en signifikans på 1 %-nivån. Således kan man med statistiska belägg påstå att studiens första nollhypotes, *bolags procentuellt största ägare mätt i kapital har ingen signifikant skillnad på om de gör fler eller färre vinstvarningar*, ska förkastas. Alltså har ägarkoncentrationen definierat av största ägaren kapital en signifikant betydelse för om bolag utfärdar vinstvarning. Detta är ett resultat som ligger i linje med tidigare forskning av Francoeur et al. (2008), men som med sitt mått av ägarkoncentration fick en signifikans på 5 % -nivån. Marginaleffekten för största ägaren kapital i det sjätte testet visar att sannolikheten att bolag utfärdar vinstvarning minskar med 1.351 om den oberoende variabeln största ägaren kapital ökar med en enhet.

Noterbart i regressionsanalysen är att kontrollvariabeln skuldsättningsgrad resulterar i en koefficient som uppgår till -41.03 och att marginaleffekten är -13.02 (z-värde = -3.18), med en signifikans på 1 % -nivån. Alltså är det tydligt att skuldsättningsgraden är en parameter som starkt påverkar huruvida bolag väljer att vinstvarna. Men att skuldsättningsgraden är en faktor som har en stor betydelse finns det belägg för i tidigare forskning. I Francoeur et al. (2008) studie antar kontrollvariabeln samma negativa riktning och är signifikant på 5 % -nivån.

Den sista kontrollvariabeln som man med statistiska belägg kan påstå påverkar om bolag utfärdar vinstvarning är teknologiska bolag, som resulterar i en signifikans på 5 % -nivån vilket är i samma positiva riktning som Kasznik & Lev (1995) och Francoeur et al. (2008). Bolagsstorleken däremot kan man i det sjätte testet inte med statistiska belägg påstå påverkar om bolag vinstvarnar, men när bolagsstorlek enskilt påverkar den beroende och den oberoende variabeln i det andra testet resulterar det i en signifikans på 10 % -nivån. Detta går inte i linje med tidigare forskning. Bolagsstorlek som kontrollvariabel har inkluderats frekvent i tidigare studier som dels studerat hur vinstvarningar påverkar den abnormala avkastningen, exempelvis Kasznik & Lev (1995) Jackson & Madura (2003), Bulkley & Herrerias (2005) vars studier har visat på ett starkt samband mellan bolagsstorlek och vinstvarningar. Men även Francoeur et al. (2008) som studerade bakomliggande faktorer visar på samma positiva riktning som resulterar i en signifikans på 1 % -nivån. Men detta resultat kan också bero på att endast Large Cap bolag är inkluderade i studien, vilket gör att spridningen av bolagsstorleken blir begränsad.

De kontrollvariabler som förklarar sämst huruvida bolag utfärdar vinstvarning är näst största ägaren kapital och avkastning på totala tillgångar. Ingen av dessa kontrollvariabler kan man med statistiska belägg påstå påverkar om bolag utfärdar vinstvarning. Tendenser till att näst största ägaren för kapital inte skulle vara en stark påverkande faktor kunde redan observeras i den beskrivande statistiken och korrelationsmatrisen. Däremot har tidigare studien av Church & Donker (2010) visat att det blir en starkare negativ abnormal avkastning vid annonseringen av en vinstvarning om bolaget redovisat en högre avkastning på totala tillgångar föregående år. Men resultatet av denna analys visar att avkastning på totala tillgångar inte är en variabel som starkt påverkar om bolag utfärdar vinstvarningar. Men variabeln genererar positiva

siffror, vilket betyder att det är fler bolag som vinstvarnar om bolaget redovisat en högre avkastning på totala tillgångar föregående år, vilket är helt i linje med Francoeur et al. (2008).

Notera också att probitanalyserna genererar låga Pseudo R²-värden. I det sjätte testet där alla variabler inkludera är värdet 16.8 %. Tidigare studier inom forskningsområdet har varit sparsamma med redovisningen av deras R²- värde. Men två studier som redovisat är Church & Donker (2010) och Spohr (2014) vars studier genererar respektive 8 % och 10 % i R² värde. Alltså följer ändå det låga Pseudo R²-värdet tidigare studier.

Tabell 7 - Probitanalys största ägaren kapital

Probit modell vinstvarning kapital

	Förväntat utfall	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Största ägaren kapital	-	-2.388 [-0.822]*** (-3.96)	-2.303 [-0.788]*** (-3.76)	-4.106 [-1.340]*** (-5.24)	-2.368 [-0.813]*** (-3.93)	-2.548 [-0.870]*** (-3.90)	-4.257 [-1.351]*** (-5.08)
Näst största ägaren kapital	-						-0.047 [-0.015] (0.20)
Bolagsstorlek	+		0.004 [0.001]* (1.68)				0.004 [0.001] (1.42)
Skuldsättningsgrad	-			-39.68 [-12.95]*** (-4.40)			-41.03 [-13.02]*** (-4.33)
Avkastning	+				1.099 [0.377] (1.53)		0.264 [0.084] (0.35)
Teknologiska bolag	+					0.519 [0.187]** (2.41)	0.482 [0.163]** (1.98)
Antal observationer		202	202	202	202	202	202
χ^2 -statistic (p-värde)		16.46*** (0.000)	20.50*** (0.000)	26.78*** (0.000)	19.20*** (0.000)	18.78*** (0.000)	43.42*** (0.000)
Pseudo R ²		0.042	0.056	0.134	0.052	0.066	0.168

Notiser: Variablerna är beskrivna i tabell 4. Denna tabell visar resultatet av probitanalysen där ägarkoncentrationen definieras av kapital. Tabellen presenterar resultatet med robusta standardfel (White). Antalet observationer är 202 stycken från Large Cap på Stockholmsbörsen, varav 64 har vinstvarnat och 164 inte har vinstvarnat. Beroende variabeln tar värde 1 för de bolag som vinstvarnat och värde 0 för de bolag som inte vinstvarnat. I tabellen presenteras summan av koefficienten, marginal effekten (inom vinkel-parantes) och z-värdet för marginal effekten (inom parenteserna). *, **och *** visar om värdet skiljer sig signifikant från noll på respektive 10 procent, 5 procent och 1 procent nivå.

4.3.2 Resultat största ägaren röster

I tabell 8 presenterar resultatet av probitanalysen där ägarkoncentrationen definieras av den procentuellt största ägaren i röster. Samma kontrollvariabler inkluderas i testet, förutom dummyvariabeln för näst största ägaren som liksom den oberoende variabeln mäts i röster. I det sjätte testet där alla variabler är inkluderade uppgår koefficienten för ägarkoncentrationen till -1.598 och en margineffekt på -0.539 (z-värde = -2.79), med en signifikans på 1 %-nivån. Således kan man också med statistiska belägg påstå att studiens andra nollhypotes, *bolags procentuella största ägare mätt i röster har ingen signifikant skillnad på om de gör fler eller färre vinstvarningar*, ska förkastas. Margineffekten visar att sannolikheten att bolag utfärdar en vinstvarning minskar med 0.539 om den oberoende variabeln största ägaren röster ökar med en enhet. Noterbart i en jämförelse mellan de två måtten på ägarkoncentration är att kapitalinnehav ger ett högre värde på koefficienten, margineffekten och z-värdet, även om båda måtten resulterar i en signifikans på 1 %-nivån.

Skuldsättningsgraden är en parameter som starkt påverkar om bolag utfärdar vinstvarning även i tabell 9, där koefficienten uppgår till -26.82 och en margineffekt på -9.051 (z-värde = -3.46), med en signifikans på 1 %-nivån. Men även för skuldsättningsgraden ger probitanalysen i tabell 7 ett högre värde på koefficienten, margineffekten och z-värdet.

Kontrollvariabeln för teknologiska bolag resulterar i samma signifikans på 5 %-nivån som probitanalysen i tabell 7. Noterbart är att kontrollvariabeln för bolagsstorlek däremot nu visar, tvärt emot från tabell 7, på samma positiva riktning som tidigare studier av Kasznik & Lev (1995) Jackson & Madura (2003), Bulkley & Herrerias (2005) och Francoeur et al. (2008) med sin signifikansnivå på 5 %.

Man kan återigen inte med statistiska belägg påstå att kontrollvariablerna för näst största ägaren kapital och avkastning på totala tillgångar påverkar om bolag utfärdar vinstvarningar. Men båda dessa kontrollvariabler genererar åtminstone ett högre värde på koefficienten, margineffekten och z-värdet jämfört med tabell 7.

Notera att Pseudo R^2 värdet är lågt även i tabell 8, där det sjätte testet genererar ett värde på 10.6%. Men som det nämndes i tabell 7 är detta i samma riktning som tidigare studier av Church & Donker (2010) och Spohr (2014).

Tabell 8 - Probitanalys största ägaren röster*Probit modell vinstvarning röster*

	Förväntat utfall	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Största ägaren röster	-	-0.887 [-0.310]* (-1.90)	-0.819 [-0.286]* (-1.72)	-1.493 [-0.511]*** (-2.60)	-0.900 [-0.314]* (-1.88)	-1.019 [-0.354]** (-2.20)	-1.598 [-0.539]*** (-2.79)
Näst största ägaren röster	-						-0.232 [-0.771] (-1.12)
Bolagsstorlek	+		0.004 [0.002]* (1.95)				0.005 [0.002]** (1.93)
Skuldsättningsgrad	-			-25.80 [-8.839]*** (-3.58)			-26.82 [-9.051]*** (-3.46)
Avkastning	+				1.181 [0.412] (1.64)		0.656 [0.221] (0.88)
Teknologiska bolag	+					0.503 [0.183]** (2.38)	0.459 [0.163]** (2.03)
Antal observationer		202	202	202	202	202	202
χ^2 -statistic (<i>p</i> -värde)		3.62* (0.057)	8.13** (0.017)	12.09*** (0.002)	6.18** (0.045)	10.59*** (0.005)	25.01*** (0.000)
Pseudo R ²		0.011	0.028	0.064	0.022	0.034	0.109

Notiser: Variablerna är beskrivna i tabell 4. Denna tabell visar resultatet av probitanalysen där ägarkoncentrationen definieras av röster. Tabellen presenterar resultatet med robusta standardfel (White). Antalet observationer är 202 stycken från Large Cap på Stockholmsbörsen, varav 64 har vinstvarnat och 164 inte har vinstvarnat. Beroende variabeln tar värde 1 för de bolag som vinstvarnat och värde 0 för de bolag som inte vinstvarnat. I tabellen presenteras summan av koefficienten, marginal effekten (inom vinkel-parantes) och z-värdet för marginal effekten (inom parenteserna). *, **och *** visar om värdet skiljer sig signifikant från noll på respektive 10 procent, 5 procent och 1 procent nivå.

5. Slutsats och vidare forskning

I detta kapitel presenteras först studiens slutsats. Kapitlet avslutas med förslag till vidare forskning.

5.1 Slutsats

Studien genomfördes i syfte om att kunna fastslå om ägarkoncentrationen påverkar om bolag väljer att annonsera en vinstvarning samt om resultatet skiljer sig beroende på om ägarkoncentrationen mäts i den procentuellt största ägaren för kapital eller röster. Som det redogjordes för i inledningen av studien ska företag enligt regelverket annonsera en vinstvarning om resultatet avviker markant från marknadens förväntning. Men tidigare forskning visade på förhand att bolag inte vinstvarnar i den utsträckning som de borde. Studiens undersökning bygger på observationer från bolag som annonserat vinstvarningar och bolag som trots en markant avvikelse från marknadens förväntningar valt att inte annonsera en vinstvarning på Stockholmsbörsen Large Cap mellan 2006-2016.

Resultatet av studien visar att det finns statistiska belägg som styrker att bolag med en högre ägarkoncentration väljer att utfärda färre vinstvarningar. Samtidigt så tyder resultatet på att om största ägaren har ett högt kapitalinnehav är bolaget ännu mindre villigt att annonsera en vinstvarning jämfört med om största ägaren mäts i röster, då kapitalinnehav ger ett markant högre värde på koefficienten, marginaleffekten och z-värdet. Dessutom visar z-värdet på -5.08 att största ägaren mätt i kapital till och med är signifikant på 0.1 % -nivån. För att koppla denna slutsats till tidigare presenterad teori säger enligt Bruce et al. (2005) agentteorin att parterna är motiverade av egen drivkraft för att kunna maximera sin egna ekonomiska vinst. Det som då skulle kunna förklara att bolag med ett högre procentuellt kapitaläggande undviker att vinstvarna är ur egenintresse, att deras egna ekonomiska vinst minskar. Samma slutsats drar också Francoeur et al. (2008) i deras studie, där man förklarar att ju mer engagerade styrelse och ägare är i bolagets ekonomiska läge desto mindre benägen är man att utfärda information om att bolaget är övervärderat. Styrelsen och ägarens huvudintresse tenderar att handla om en maximering av värdet i sitt investerade kapital.

Teorin om röstdifferentieringen antydde att resultatet av studien kunde skilja sig beroende på om sambandet mellan ägarkoncentrationen och om bolag annonserar vinstvarningar mättes i

ägandet av kapital eller röster. Någon avsevärd skillnad kunde inte urskiljas. Däremot gav det starkare belägg för sambandet mellan ägarkoncentration och vinstvarning, då båda måtten av största ägaren var signifikanta på 1 % -nivån. Men den mest påfallande skillnaden som kunde urskiljas var att bolagsstorleken var signifikant på 5 % -nivån för måttet av röster medan ingen signifikans kunde fastslås när alla variabler inkluderades för måttet av kapitalinnehav.

En bakomliggande faktor i studien som avvek tydligt var skuldsättningsgraden. Både i probitanalysen för kapital och röster resulterade det i en signifikans på 1 % -nivån. Alltså kan man med statistiska belägg påstå att skuldsättningsgraden är en faktor som påverkar om bolag väljer att vinstvarna. Samma slutsats kan man dra av högteknologiska bolag som resulterade i en signifikans på 5 % -nivån för både kapital och röster. Däremot kan man inte med statistiska belägg påstå att näst största ägaren och avkastning på totala tillgångar påverkar i hög grad om bolag vinstvarnar.

Denna studie har belyst problematiken med att bolag undviker att vinstvarna när investerarna egentligen enligt regelverket ska delges med information om en avvikelse från marknadens förväntning. Detta bevisas dels i sammanställningen av observationer som avviker från marknadens förväntan i tabell 3, men också studiens resultat tyder på samma riktning. Denna problematik visar att ett tydligare regelverk behövs, kanske med en fast procentuell gräns, om det man eftersträvar är en rättvis och välordnad handel.

Studien har bidragit med forskning på Stockholmsbörsen och dessutom till viss del på forskningsområdet vinstvarning i stort. Studien har gett en medvetenhet för investerare och aktiemarknaden om sambandet mellan ägarkoncentration och vinstvarning, men den har också bidragit med en ökad insikt i huruvida ägandet av kapital eller röster skiljer sig och påverkar. Dessutom har studien presenterat andra faktorer som man med statistiska belägg kan påstå påverkar om bolag annonserar en vinstvarning. Studien har också bidragit med data som tidigare inte sammanställts på Stockholmsbörsen.

5.2 Förslag till vidare forskning

Denna studie undersökte skillnaden mellan de bolag som annonserade vinstvarningar jämfört med de bolag som inte annonserade vinstvarningar. En intressant vinkel inom samma ämnesområde är att liksom Kasznik & Lev (1995) undersöka hur kraftigt den abnormala avkastningen skiljer sig beroende på om man släpper dåliga nyheter via en vinstvarning jämfört med en kvartalsrapport. Denna forskning har tidigare inte applicerats på Stockholmsbörsen och det hade varit intressant att se om liknande tendenser existerar i Sverige. Dessutom var det över 20 år sedan Kasznik & Lev (1995) genomförde sin studie vilket kan ge ett annorlunda resultat idag.

I denna studie inkluderas endast börslistan Large Cap på Stockholmsbörsen. I framtida forskning hade det man kunnat inkludera eller studera andra börslistor, exempelvis Mid Cap och Small Cap, för att se om liknande slutsatser kan fastslås. Då inte ägarkoncentrationen med största ägaren som mått har studerats tidigare inom ämnesområdet vinstvarning hade det också varit intressant att applicera denna studie på andra utländska börser för att se liknande tendenser existerar där. Resultatet kan framförallt skilja sig om den utländska börs man undersöker inte har en historik med ett lika differentierat röstsystem som Sverige.

I denna studie drogs gränsen för när bolag avviker markant från marknadens förväntning vid 10.6 %, med hänvisning till tidigare studien av Kasznik and Lev (1995). Då det inte enligt regelverket finns någon procentuell gräns skulle de vara intressant att se om resultatet ger samma tendenser om gränsen sätts högre eller lägre.

När slutsatser dras om att bolag med hög ägarkoncentration gör färre vinstvarningar så undrar man varför. Enligt agentteorin som studien nämnt kan det bero på att de stora ägarna har ett större egenintresse i bolaget och därför vill undvika en vinstvarning då det påverkar deras egna kapitalinnehav. Men ett förslag till framtida forskning är att göra en kvalitativ studie med intervjuer. I studien intervjuar man bolag för att ta del av deras resonemang om när man vinstvarnar, med extra fokus på de bolag som har en hög ägarkoncentration.

6. Källförteckning

Tryckta källor:

Banz, R.W. & Breen, W.J. 1986, "Sample-Dependent Results Using Accounting and Market Data: Some Evidence", *The Journal of Finance*, vol. 41, no. 4, pp. 779-793.

Bell, E., Bryman, A. (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Stockholm: Liber

Bulkley, G. & Herrerias, R. 2005, "Does the precision of news affect market underreaction? Evidence from returns following two classes of profit warnings", *EUROPEAN FINANCIAL MANAGEMENT*, vol. 11, no. 5, pp. 603-624.

Bruce, A., Buck, T., & Brian, M. G. (2005). *Top Executive Remuneration: A view from Europe*. Nottingham: Blackwell Publishing Ltd.

Carlsson, R.H. 2007, "Swedish Corporate Governance and Value Creation: owners still in the driver's seat", *Corporate Governance: An International Review*, vol. 15, no. 6, pp. 1038-1055.

Church, M. & Donker, H. 2010, "Profit warnings: will openness be rewarded?", *Applied Economics Letters*, vol. 17, no. 7, pp. 633-637.

Clark A.E., Georgellis Y., & Sanfey P. (2001). Scarring: The Psychological Impact of Past Unemployment. *Economica*, 68, 221-241.

Collett, N. 2004, "Reactions of the London Stock Exchange to Company Trading Statement Announcements", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 31, no. 1-2, pp. 3-35.

Cortinhas, C. & Black, K. (2012). *Statistics for business and economics*, Wiley, Chichester.

Cox, R.A.K., Dayanandan, A. Donker, H. & Nofsinger, J. (2016). The Bad, the boom and the bust: Profit warnings over the business cycle. *Journal of Economics and Business*.

Djurfeldt, G. & Sivaramakrishnan, K. (2012), "Board Monitoring, Consulting, and Reward Structure", *Contemporary Accounting Research*, 29 (2), 453-86.

Fama, E.F. 1970, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, vol. 25, no. 2, pp. 383-417.

Francoeur, C., Labelle, R. & Martinez, I. 2008, "Governance and the decision to issue a profit warning", *Canadian Journal of Administrative Sciences / Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, vol. 25, no. 4, pp. 317-333.

Förstasida. 2016. Kursslakt för Ericsson efter oväntad vinstvarning. *Svenska Dagbladet*. 13 oktober

Hofbauer, Cathrine. 2014. Kollaps för Getinge. *Dagens Industri*. 8 mars

Holmén, M. & Högfeldt, P. 2009, "Pyramidal Discounts: Tunneling or Overinvestment?", *International Review of Finance*, vol. 9, no. 1-2, pp. 133-175.

Jackson, D. & Madura, J. 2003. "Profit Warnings and Timing", *The Financial Review*, vol. 38(4), s. 497-513.

Jackson, D. & Madura, J. 2007, "Impact of regulation fair disclosure on the information flow associated with profit warnings", *Journal of Economics and Finance*, vol. 31, no. 1, pp. 59-74.

Kasznik, R. Lev, B. (1995). To Warn or Not to Warn: Management Disclosures in the Face of an Earnings Surprise. *American Accounting Association*, 70(1), 113-134.

MacKinlay, A.C. 1997. "Event Studies in Economics and Finance", *Journal of Economic Literature*, vol. 35(1), s. 13-39.

Maury, B. & Pajuste, A. (2002), "Controlling Shareholders, Agency Problems and Dividend Policy in Finland", *Finnish Journal of Business Economics*, 51, 15-45.

Meckling, W. H., & Jensen, M. C. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Costs and Ownership Structure*. Cambridge: Harvard Business School.

Overland, C. & Göteborgs universitet 2012, *Essays on ownership and control: shareholder wealth effects in takeovers and the measurement of ownership concentration / [Elektronisk resurs]*, BAS, University of Gothenburg, Göteborg.

Overland, C., Mavruk, T & Sjögren, S. 2012, "*Keeping it real or keeping it simple?: Ownership concentration measures compared*

Ramli, N. (2010) "Ownership structure and dividend policy: Evidence from Malaysian companies" *International Review of business research papers* vol.6,No.1 February 2010, 170-180.

Saunders, M., Lewis, P. & Thornhill, A. 2012. *Research methods for business students*. Essex: Pearson Education.

Skinner, D.J. 1994, "Why Firms Voluntarily Disclose Bad News", *Journal of Accounting Research*, vol. 32, no. 1, pp. 38-60.

Spohr, J. 2014, "The share is down 8% after the profit warning, is it time to buy?", *APPLIED ECONOMICS LETTERS*, vol. 21, no. 8, pp. 556-559.

Söderström, H.T., Berglöf, E., Sandström, S. & Studieförbundet Näringsliv och samhälle 2003, *Ägarmakt och omvandling: den svenska modellen utmanad*, 1. uppl. edn, SNS förl, Stockholm.

Elektroniska källor

Avanza, 2016. "Aktielistan"

<https://www.avanza.se/aktier/lista.html> (Hämtad 2016-11-15)

Nasdaq OMX Nordic, 2016. "Regelverk för emittenter"

http://business.nasdaq.com/Docs/Nasdaq-Stockholm-Rule-Book-for-Issuers_SV.pdf

(Hämtad 2016-12-22)

Williams, R. 2016. *Marginal effects for continuous variables*. University of Notre Dame.

<https://www3.nd.edu/~rwilliam/stats3/Margins02.pdf> (Hämtad 2017-01-04)

Hu, B., Shao, J & Palta, M. (2006) *Pesudo- R2 in logistic regression model*. University of

Wisconsin – Madison. <http://www3.stat.sinica.edu.tw/statistica/oldpdf/a16n39.pdf>

(Hämtad 2017-01-04)