

# Institutionella ägares inverkan på redovisningskonservatism

---

En empirisk studie av företag noterade på Stockholmsbörsen

**Adrian Strömberg**  
22127@student.hhs.se

**Victor Wänerfjord**  
22120@student.hhs.se

## Abstract

The increasing holdings by institutional investors have raised concerns about the institutions passive investment strategies and the implications for corporate governance. A way for investors to address moral hazard and opportunistic behaviour of management is to demand conservatism in accounting practices. This paper analyses the relation between institutional ownership and accounting conservatism in the Swedish market by studying firms on the Nasdaq OMX Stockholm over a three-year period. Furthermore, the study investigates whether ownership by institutions with high probability of monitoring managers leads to higher conservatism in financial reporting. To measure accounting conservatism this study uses the asymmetric timeliness measure developed by Basu (1997). The results from the empirical analysis find a positive association between institutional ownership and accounting conservatism. However, the results do not show any significant difference between monitoring institutions and other institutions. The study provides a deeper understanding of how institutional investors influence accounting practices in Swedish publicly traded companies.

**Nyckelord:** Institutional investors, accounting conservatism, information asymmetry

**Handledare:** Katerina Hellström

**Framläggning:** 29 maj 2013

# Innehållsförteckning

---

|                                                                             |    |
|-----------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. Inledning .....                                                          | 3  |
| 1.1 Syfte och bidrag.....                                                   | 4  |
| 1.2 Avgränsningar.....                                                      | 4  |
| 1.3 Struktur och disposition .....                                          | 4  |
| 2. Tidigare forskning.....                                                  | 5  |
| 2.1 Presentation av begreppet redovisningskonservatism .....                | 5  |
| 2.1.1 Basu (1997).....                                                      | 6  |
| 2.1.2 Ytterligare mått på redovisningskonservatism .....                    | 7  |
| 2.2 Agentteorin och redovisningens roll .....                               | 9  |
| 2.3 Institutionella investerare.....                                        | 12 |
| 2.3.1 Bushee (2001).....                                                    | 12 |
| 2.3.2 Brickley et al. (1988) .....                                          | 14 |
| 2.4 Hypotes och testlogik .....                                             | 15 |
| 3. Metod .....                                                              | 16 |
| 3.1 Urval och datainsamling.....                                            | 16 |
| 3.2 Basus mått på redovisningskonservatism .....                            | 17 |
| 3.2.1 Vidareutvecklad regressionsmodell .....                               | 18 |
| 3.2.2 Tillvägagångssätt.....                                                | 19 |
| 3.3 Klassificering av institutioner .....                                   | 19 |
| 4. Resultat.....                                                            | 25 |
| 4.1 Samband mellan institutionellt ägande och redovisningskonservatism..... | 26 |
| 4.2 Övervakande institutioners inverkan på redovisningskonservatism .....   | 30 |
| 5. Analys och slutsatser .....                                              | 34 |
| 5.1 Analys av resultaten .....                                              | 34 |
| 5.2 Implikationer för investerare.....                                      | 36 |
| 5.3 Metodproblem och validitet.....                                         | 36 |
| 5.4 Diskussion av urval .....                                               | 37 |
| 5.5 Slutsatser .....                                                        | 38 |
| 5.6 Förslag på fortsatta studier .....                                      | 39 |
| 6. Litteraturförteckning.....                                               | 40 |
| 7. Figur- och tabellförteckning .....                                       | 43 |
| 8. Bilagor.....                                                             | 44 |

# 1. Inledning

---

Institutionella investerare har under en längre period ökat sin del av det förvaltade kapitalet på aktiemarknaden. I slutet av 2011 kontrollerade institutioner över 80 procent av kapitalet på Stockholmsbörsen (Nachemson-Ekwall, 2012). Den ökande andelen institutionellt ägande har skapat intresse kring hur bolagsstyrningen och redovisningen påverkas av dessa marknadsaktörer. Det har länge funnits en oro för att institutioner agerar som fripassagerare och inte aktivt deltar i bolagsstyrningen (Grossman & Hart, 1980).

Efter den senaste finansiella krisen 2008-2009 har det förts en debatt kring redovisningens pålitlighet. Informationsasymmetri mellan aktieägare och företagsledning, som diskuteras inom agentteorin, kan leda till otillbörligt agerande och resultatmanipulering från ledningens sida om de agerar utifrån egenintressen (Basu, 1997). Konservativ redovisning begränsar ledningens förmåga att utöva resultatmanipulering och Watts (2003) menar att kapitalinvesterar är en viktig aktör i efterfrågan av redovisningskonservatism. Ramalingegowda och Yu (2012) har i en studie på den amerikanska marknaden funnit ett positivt samband mellan ägande av institutioner med benägenhet att övervaka sina investeringar och konservativ redovisning.

De svenska och amerikanska marknaderna skiljer sig åt gällande aspekter såsom ägartradition och marknadsreglering. Detta tillsammans med institutionernas ökande inflytande på den svenska kapitalmarknaden och redovisningskonservatismens roll som ett verktyg för övervakning, gör det intressant att undersöka huruvida ett samband mellan institutionellt ägande och redovisningskonservatism även existerar i Sverige. Få kvantitativa studier inom området redovisningskonservatism är gjorda på den svenska marknaden vilket särskiljer vår studie från tidigare forskning som i stor utsträckning baseras på amerikansk data.

Studien avser att genom kvantitativ analys av data från svenska börsnoterade bolag undersöka huruvida det existerar ett positivt samband mellan institutionellt ägande och redovisningskonservatism. Resultatet från den empiriska undersökningen indikerar ett signifikant positivt samband och de mått som använts i studien för att mäta redovisningskonservatism baseras på Basus publikation från 1997.

## 1.1 Syfte och bidrag

Vi studerar företag noterade på Nasdaq OMX Stockholm, Large- och Mid Cap under perioden 2009-2011, för att öka förståelsen för hur institutioner har en inverkan på företagens redovisning ur ett resultatrapporteringsperspektiv. Syftet är att öka förståelsen för hur institutionella ägare på den svenska marknaden utövar övervakning av sina investeringar samt bidra till ökad förståelse för analytiker och investerare gällande hur företagsrapporter ska tolkas beroende av vilka typ av ägarstruktur företagen har.

## 1.2 Avgränsningar

Följande avgränsningar kommer att göras i studien:

- Uppsatsen kommer endast att fokusera på hur institutionellt ägande inverkar på redovisningskonservatism och inte undersöka huruvida institutioner söker sig till företag som redan tillämpar konservativ redovisning.
- Studien kommer att grundas på data från företag listade på Nasdaq OMX Stockholm, Large- och Mid Cap.
- Studien avser ej att fokusera på orsaker till olika typer av institutioners inverkan på redovisningskonservatism. Ämnet kan dock komma att beröras som bakgrund till studiens syfte.

## 1.3 Struktur och disposition

I nästkommande kapitel presenteras tidigare forskning inom området redovisningskonservatism och institutionellt ägande. Vidare kommer forskning avseende institutioners inverkan på bolagsstyrning och redovisning att behandlas. Teorier gällande klassificering av institutioner samt mätning av redovisningskonservatism kommer att beskrivas för att ligga till grund för vårt metodval. Kapitel tre innehåller en presentation av den metod som använts och hur modeller för analys har utarbetats. Här beskrivs även hur den analyserade datamängden samlats in och strukturerats. Sedermera framställs resultaten av våra tester i kapitel fyra och i kapitel fem ges en analys av resultaten och en diskussion förs kring studiens relevans. Studien avslutas med sammanfattande slutsatser och förslag på fortsatt forskning.

## 2. Tidigare forskning

---

I det här kapitlet kommer vi att diskutera redovisningskonservatism, institutionellt ägande samt redovisningens roll inom agentteorin. Avsnittet avslutas med en hypotes baserad på den forskning som tidigare presenterats. I första avsnittet diskuterar vi begreppet redovisningskonservatism och varför det uppstått utifrån olika perspektiv samt ett antal metoder som finns för att mäta konservatism inom redovisning. Sedermera kommer vi att diskutera redovisningens roll ur ett principal-agent perspektiv med avstamp i teorier gällande vilken roll kapitalinvestorer och institutioner har i efterfrågan av konservativ redovisning. Avslutningsvis diskuterar vi institutionellt ägande och ett antal teorier gällande hur institutioner kan klassificeras utifrån olika egenskaper och karaktärsdrag.

### 2.1 Presentation av begreppet redovisningskonservatism

Konservatism inom redovisning har funnits under en lång tid och haft stor inverkan på redovisningspraktik genom åren. Den traditionella regeln är ”förvänta dig inga vinster men förvänta dig alla förluster” (Bliss, 1924). Basu (1997) tolkar denna regel som att beteckna revisorernas tendens att kräva en högre nivå av verifiering för att erkänna goda nyheter som vinster än att erkänna dåliga nyheter som förluster. Redovisningskonservatism har kritiserats av såväl marknadsregulatorer och lagstiftare som akademiker då det leder till en undervärdering av tillgångar. Vidare kan underdrift av resultatet i en period leda till överdrift av resultatet i nästa period (Watts 2003).

Forskare har funnit olika förklaringar till varför redovisningskonservatism existerar, men de flesta menar att det gynnar användare av företagsrapporter. En del forskare anser att redovisningskonservatism uppstår för att hantera *moral hazard*<sup>1</sup> när det finns informationsasymmetri, asymmetrisk avkastning och skilt risktagande. *Moral hazard* existerar så länge finansiell rapportering informerar investerarna om ledningens prestation och påverkar tillgångsallokering samt ledningens kompensation. Konservatism begränsar ledningens opportunistiska beteende och förmåga att redovisa partiskt, genom de osymmetriska igenkännandekraven av vinster och förluster. Den underdrift av tillgångsvärde som uppstår vid konservativ redovisning ses av vissa som en nödvändig komponent i effektiv finansiell redovisning vilket gör konservatismen till något positivt (Watts 2003).

---

<sup>1</sup> *Moral hazard* uppstår då en part inte drabbas fullt ut av de negativa effekterna av sitt eget handlande. Detta medför att parten får incitament att handla mindre försiktigt än annars.

Watts (2003) diskuterar tre ytterligare orsaker till konservativ redovisning varav den första är risken för rättstvister. Han menar att en överdrift av tillgångar mer sannolikt resulterar i rättskostnader än en underdrift av tillgångar. Vidare finns det skattemässiga skäl för att redovisa konservativt. Att försena redovisningen av vinster och påskynda igenkännandet av förluster skjuter upp skattebetalningar. Till sist menar Watts att även lagstiftare gynnas av konservativ redovisning då de riskerar att utsättas för mer kritik om företag övervärderar sina tillgångar än undervärderar dem. Man bör ha i åtanke att de determinanter för konservatism som Watts diskuterar i första hand är framtagna utifrån amerikanska förhållanden. Dock är det högst troligt att dessa orsaker även är gällande för andra marknader eftersom *moral hazard*, skatteplanering och politisk risk inte är exklusiv problematik för USA. Av de determinanter som Watts presenterar är det risken för rättstvister som skiljer sig mest mellan den amerikanska och den svenska marknaden.

Det finns i huvudsak två typer av mått på konservatism, villkorliga mått samt ovillkorliga mått. De villkorliga måtten är resultatbaserade och hit räknas bland annat modellen från Basu (1997) och *C\_score* som bygger på Basus modell. Till de ovillkorliga måtten räknas bland annat *Market-to-Book* (MTB), *Book-to-Market* (BTM) som inte involverar resultat, utan är balansräkningsmått (Beaver & Ryan, 2005). Vi kommer att börja fokusera på Basus *Asymmetric Timeliness Measure* (AT), som är centralt i denna uppsats, för att sedermera kort diskutera alternativa mått på redovisningskonservatism.

### 2.1.1 Basu (1997)

*Asymmetric Timeliness Measure* (AT) är det mått på redovisningskonservatism som är mest använt inom forskning på området (Wang, 2009). Måttet har använts i en rad studier för att undersöka olika samband såsom kontrakts-, företagslednings- samt revisorers inverkan på redovisningskonservatism. I rapporten från Basu (1997) där måttet presenteras granskas konservatismprincipen inom redovisning genom att undersöka fyra hypoteser där Basu sedan drar slutsatser om resultatet. Basus utgångspunkt ligger i att redovisningskonservatism förekommer om resultatet påverkas snabbare och är känsligare för dåliga nyheter, som har en negativ effekt på aktiepriset, än bra nyheter, som har en positiv effekt på aktiepriset.

Basu använde sig av aktieavkastning som mått på nyheter och fann att känsligheten i resultatet för negativ avkastning var två till sex gånger högre än för positiv avkastning. Vidare undersöktes om positiva resultatändringar är mer ihållande än negativa resultatändringar.

Orealiserade förluster redovisas vanligtvis i ett tidigare stadium än orealiserade vinster vilket gör att resultatet reagerar mer fullständigt och snabbt på dåliga nyheter än på bra nyheter.

Eftersom revisorer vanligtvis rapporterar det kapitaliserade värdet av dåliga nyheter som förluster, är de dåliga nyheternas resultat mer aktuellt men mindre ihållande. Omvänt är de goda nyheternas resultat mindre aktuellt men mer ihållande beroende på revisorernas krav på mer verifierbar information för redovisning av goda nyheter. Detta asymmetriska ihållande av resultat kan också undersökas genom att studera resultatrapporter över flera tidsperioder. Basu fann att detta asymmetriska ihållande förekom i hans studie.

Det sista Basu valde att undersöka var hur mycket marknaden reagerar på det redovisade resultatet vilket förklaras med termen *Earnings Responce Coefficient* (ERC). Han förutspådde att ERC skulle vara mindre vid dåliga resultatnyheter än vid bra resultatnyheter. När nyheter släpps reagerar marknaden avseende dess inverkan på nuvarande och framtida resultat. Följaktligen är marknadsens reaktion per enhet av oväntat resultat större för ihållande nyheter. Detta leder till hög ERC vid bra nyheter vilket Basu fann stöd för i sin studie.

Basus mått lämpar sig väl för tvärsnittsstudier med stora datamängder och har visat sig framgångsrikt inom internationell forskning (Wang, 2009). Det har även i många studier gett det teoretiskt förväntade resultatet vilket lett till en stor tilltro till måttet (Ryan, 2006). Det finns dock en del kritik mot måttet. Givoly, et al., 2007 menar att Basus metod inte fungerar bra på data som sträcker sig över flera perioder, så kallad paneldata. Det finns ett samtidighetsproblem i förhållandet mellan vinster och aktieavkastning (Beaver, et al., 2012). Missprissättning på marknaden kan även leda till att aktieavkastningen felaktigt reflekterar omfattningen av de underliggande ekonomiska nyheterna (Beatty, 2007).

### 2.1.2 Ytterligare mått på redovisningskonservatism

Som redogjorts tidigare finns det en del kritik mot Basus mått och därför har andra metoder för att mäta redovisningskonservatism växt fram. Khan och Watts presenterar ett mått som bygger på Basus metod, men som på ett bättre sätt kan visa graden av redovisningskonservatism för varje företag och redovisningsår, vilket författarna valt att kalla *C\_Score*. Det är ett mått som dels fångar in variation i konservatism, men även förutser osymmetriska inkomster upp till en treårsperiod framöver. *C\_Score* kan även mäta redovisningskonservatism för företag som endast har haft positiv avkastning, vilket inte är möjligt med Basus metod.

I sin rapport uppmärksammar Khan och Watts problem med Basus metod som beräknas antingen för ett industriår och grundar sig då på ett tvärsnitt av företag inom industrin, eller för ett företag och grundar sig då på tidsserier för företagsår. Den förstnämnda metoden brister i att visa en rättvis bild av enskilda företag genom att anta att alla företag i en industri är homogena. Det individuella måttet med endast företag döljer tidpunkten för förändringar av redovisningskonservatism hos enskilda företags finansiella rapporter genom att anta att det studerade företags operativa karaktär är statisk (LaFond & Watts, 2008). Resultat i studien av Khan och Watts visar inte helt förvånande, med tanke på likheterna mellan måtten, på ett signifikant samband mellan högt *C\_Score* och hög *asymmetric timeliness*.

Eftersom *C\_Score* är ett mått som har tagits fram utifrån Watts (2003) determinanter, som tidigare diskuterats, kan det möjligtvis därför vara mindre lämpligt att använda när redovisningskonservatism skall mätas i länder där marknadens utformning skiljer sig ifrån den amerikanska (Khan & Watts, 2009).

Av de icke resultatbaserade måtten på redovisningskonservatism är *Market-to-Book* (MTB) och *Book-to-Market* (BTM) de vanligaste (Wang, 2009). Bakgrunden till dessa mått ligger i att en konservativ redovisning tenderar till nedtryckning av det bokförda värdet i förhållande till marknadsvärdet. Detta synsätt är starkt rotat i analytiskt arbete i samband med *Residual income valuation model* (RIVM) och introducerades i sambandet av Feltham och Ohlson (1995).

En stor fördel i måttet MTB är att det kan göras på företagsspecifik nivå vilket Basus metod har svårt att åstadkomma. Ett annat faktum som gynnar metoden är att den grundar sig på Feltham och Ohlsons RIVM (1995) som är av de mest rigorösa värderingsmodellerna inom redovisningslitteratur (Wang, 2009). Kritik har riktats mot MTB från Roychowdhury och Watts (2007) som hävdar att måttet överskattar redovisningskonservatismen inom företag. Detta eftersom företag ofta har *economic rents*<sup>2</sup> vilket gör att det totala marknadsvärdet i regel överstiger det totala bokförda värdet kraftigt eftersom framtida övervinster generellt sätt inte kan tas upp i redovisningen.

Skillnaden mellan MTB och Basus *asymmetric timeliness* är att MTB visar till vilken grad det bokförda värdet underskattar *equity value*<sup>3</sup>, medan Basus mått mäter *asymmetric earnings*

---

<sup>2</sup> *Economic rents* är den del av priset som överstiger kostnaden för att tillverka en produkt eller en tjänst.

<sup>3</sup> *Equity value* är marknadsvärdet av företaget, räknas vanligtvis ut genom att ta priset per aktie multiplicerat med antalet aktier.



*response* till positiva och negativa förändringar i *equity value*. Det finns många studier som visat på ett negativt samband mellan måtten MTB och *asymmetric timeliness*. Roychowdhury och Watts (2007) menar att det negativa sambandet mellan ingående MTB och *asymmetric timeliness* beror på en buffert i MTB. Misslyckandet att ta upp vinster leder till ett ökat MTB, och detta fungerar som ett skydd mot att behöva rapportera efterföljande förluster.

Det finns även andra mått på redovisningskonservatism såsom *Asymmetric Accrual to Cash-flow Measure*, *The Hidden Reserves Measure* och *Negative Accruals Measure* vilka vi har valt att inte diskutera i denna uppsats då dessa mått är mindre etablerade (Wang, 2009).

## 2.2 Agentteorin och redovisningens roll

Agentteorin bygger på separation mellan ägande och kontroll. Ett kontrakt upprättas mellan ägaren (principalen) och den anställda (agenten) för att reglera relationen. Inom bolagsstyrning existerar agentteorin på flera nivåer. En av de vanligaste situationerna att applicera agentteorin på är relationen mellan ägare och ledning. En situation där ledningen ska styra och leda företaget utifrån ägarnas direktiv.

Inom agentteorin går det att identifiera en rad olika problem och situationer som kan leda till ineffektivitet och övervakningskostnader i samband med bolagsstyrningen. Agenten kan ha olika incitament för att manipulera resultatrapporter och på andra sätt uppträda oärligt gentemot principalen. Mycket av problematiken grundar sig i informationsasymmetrin som finns mellan principalen och agenten. De båda parterna har ofta tillgång till olika mängd information, vilket inom bolagsstyrning visas genom att ledningen är mer informerad än ägarna gällande verksamheten och framtida investeringsmöjligheter (Basu, 1997). Detta är något som ställer agenten i en maktposition gentemot principalen då den selektivt kan välja att framföra information till ägarna och fatta beslut utifrån sina egenintressen.

Agentteorin utvecklad av Jensen och Meckling (1976) riktar in sig på att lösa två elementära problem inom agentrelationer. Det första problemet orsakas av potentiella intressekonflikter mellan principal och agent, medan det andra behandlar skilda riskpreferenser mellan de två parterna. Principalen kan genom övervakning och kontrakt som bland annat bygger på prestationsbaserad ersättning försöka kontrollera så att agentens agerande är i linje med principalens egenintressen. Dock kan detta inte fullständigt eliminera alla potentiella intressekonflikter mellan principal och agenten (Jensen & Meckling, 1976).

En central källa för information som kan leda till minskad informationsasymmetri är redovisning. Redovisning kan uppfylla ett antal syften beroende på situationen, vilket leder till att ledningen kan ha olika målsättningar med att manipulera redovisningen. Chen, et al., (2007) visar att om redovisningen uppfyller flera funktioner (exempelvis inom värdering och styrning) finns det risk för framväxande av olika typer av otillbörligt agerande. Ur ett värderingsperspektiv har den nuvarande ägaren anledning att manipulera intäkterna i förhoppning om att höja marknadsvärdet på företaget, medan ledningen använder redovisningen för att påverka styrningen i den riktning de gynnas av.

Hur företag förhåller sig till redovisning påverkas även av lagstiftning samt hur ägartraditionen och marknaden i landet ser ut. Ball, et al., (2000) visar att redovisningen är mer konservativ ur ett resultaträkningsperspektiv i länder där *common law* appliceras (t.ex. USA och Storbritannien), än i länder där lagsystemet är grundat på *code law* (ex. Frankrike och Tyskland). Sveriges lagstiftning anses tillhöra en särskild grupp inom den kontinentaleuropeiska rättsfamiljen bl. a. därför att de saknar kodifikationer liknande den franska och tyska civillagen men på grund av historiska släktskapsband eller andra skäl uppvisar påtagliga inbördes likheter (Bogdan, 2013). I USA och Storbritannien tenderar ledningen att ha ett relativt stort ägande i företaget de arbetar inom och investerare i dessa länder är diversifierade och förlitar sig i hög grad på redovisningen som underlag för värdering. Detta står i kontrast till investerare i Frankrike och Tyskland där ägarskapet är mer koncentrerat och direktövervakning förekommer i högre utsträckning (Ball, et al., 2000).

Sedan år 2005 ska alla svenska noterade bolag redovisa i enlighet med *International Financial Reporting Standards* (IFRS) som är framtagna av *International Accounting Standards Board* (IASB). Ramverket för förberedelse och presentation av finansiella rapporter, som utfärdades av *International Accounting Standards Committee* (IASC) år 1989 och antogs av IASB år 2001, utgår från en balansräkningsansats. Detta innebär ett fokus på att definiera, registrera samt mäta tillgångar och skulder på ett lämpligt sätt, snarare än periodisk matchning av kostnader och intäkter vilket är associerat med en resultaträkningsansats. Dock har det inte varit möjligt för IASB att helt och hållet implementera en balansräkningsansats och matchningsprincipen kopplad till resultaträkningsansatsen finns kvar (Hellman, 2008). Detta innebär att de redovisningsregler, som svenska börsbolag lyder under, baseras på båda dessa ansatser.

Kwon, et al., (2001) har funnit att konservativ redovisning uppkommer naturligt i principal-agent situationer som en metod för att motivera agenter då möjligheter till repressalier är begränsade. I en studie av LaFond och Roychowdhury (2008) konstaterar de att konservatism är större när det finns en mer uttalad skiljelinje mellan ägande och kontroll av bolaget. LaFond och Watts (2008) finner i sin undersökning ett positivt samband mellan informationsasymmetri och konservatism i redovisningen samt att förändringar i informationsasymmetri leder till förändringar i konservatism, men inte tvärtom. Vidare visar författarna att ledningens möjlighet till siffermanipulering, samt de dödviktsförluster som förknippas med övervakning, tenderar att minska då graden av redovisningskonservatism ökar. Chen, et al., (2007) menar även att en konservativ redovisningspolicy minskar inverkan av nyheter på aktievärdet och därmed reducerar fördelarna med inkomstmanipulering. Dessa upptäckter innebär att krav på redovisningskonservatism fungerar som en metod för övervakning gentemot ledningen då det begränsar dess förmåga att handla utifrån egna intressen. Detta är i linje med att kapitalinvestorer ofta efterfrågar en konservativ redovisning samt tyder på att konservativ redovisning också används som ett styrmedel från ägarnas sida (Watts, 2003; Ball, 2001).

Institutionellt ägande är ett väletablerat forskningsområde och det finns ett flertal erkända publikationer inom ämnet. En rad studier (Odean, 1999; Barber & Odean, 2000; Barber & Odean, 2008; Barber, et al., 2009) tyder på att individuella investerare är små och os sofistikerade samt handlar i begränsad utsträckning på bas av redovisningsinformation. Institutioner är däremot mer sofistikerade investerare (Hand, 1990; Walther, 1997; Sias, et al., 2006) vilket innebär att de kan dra mer nytta av konservativ redovisning än individuella investerare.

Ramalingegowda och Yu (2012) har i en undersökning på den amerikanska marknaden funnit ett positivt samband mellan andel ägande av övervakande institutionella investerare och redovisningskonservatism. De undersöker även föreliggandet av kausalitet och finner inga belägg för att institutioner söker sig till företag som idag eller tidigare haft en konservativ redovisning. Vidare visar deras resultat att sambandet är starkare för företag med större tillväxtmöjligheter och högre informationsasymmetri, där övervakning är svårare och konservatismens styrningseffekt har större inverkan. Forskning av Bushee & Noe, (2000) visar att företag med hög *disclosure*<sup>4</sup> ranking attraherar mer institutionella investerare. Resultaten från dessa studier tyder på att institutionella investerare föredrar en öppen och förutsägbär

---

<sup>4</sup> *Disclosure* innebär offentliggörande av information. Företag med hög *disclosure* ranking uppvisar i regel en hög grad av öppenhet och redovisar information utöver vad som krävs enligt lagstiftning.

redovisning. Företag med hög *disclosure* och hög grad av redovisningskonservatism anses ha lägre risk för misslyckande och upplever i regel lägre räntekostnader (Sengupta, 1998; Zhang, 2008). Vidare visar Watts och Zuo (2012), i en rapport där de studerat 2 983 icke finansiella företag i USA, att företag med högre redovisningskonservatism hanterat den finansiella krisen bättre avseende bland annat aktieprisutveckling och fortsatta investeringar.

## 2.3 Institutionella investerare

En institution definieras som en sammanslutning eller grupp av personer som har ett namn med vilket den kan identifieras samt uppträda självständigt. *U.S. Security and Exchange Commission* (SEC) definierar en institutionell investerare som:

1. Ett företag som investerar i, eller köper och säljer, finansiella tillgångar för sin egen räkning.
2. En person eller ett företag som utövar diskretionär förvaltning för en annan person eller företag.

Institutionella investerare kan enligt SEC inkludera investeringsrådgivare, banker, försäkringsbolag, fondkommissionärer, pensionsbolag samt företag (U.S. Securities and Exchange Commission, 2013). Detta är i linje med klassificeringen gjord av Svenskt Näringsliv i en rapport om institutionellt ägarskap (Nachemson-Ekwall, 2012). Olika typer av institutionella investerare skiljer sig åt organisationsmässigt och investeringsmässigt. Investeringsmönstret en institution använder kan påverkas av många faktorer såsom avsikt med investeringen, lagar de måste följa och den relation de har till företaget som de investerar i. Genom att klassificera institutionella investerare kan man undersöka hur olika karaktärsdrag hos institutionerna påverkar redovisningen i företagen där de är andelsägare. Det finns ett antal tillvägagångssätt att applicera vid gruppering av institutionella investerare beroende på vilka parametrar man väljer att använda. I denna studie har vi valt att fokuserat på två metoder som utvecklats för att klassificera institutionella investerare.

### 2.3.1 Bushee (2001)

I en studie från 2001 har Bushee utifrån två kriterier undersökt hur man klassificerar institutioner. Det första kriteriet baseras på institutionernas investeringshorisont, om den är kort- eller långsiktig. Kortsiktighet kan beskrivas som ett beteende där bolagets intressenter, (investerare, företagsledning, styrelseledamöter och revisorer) föredrar investeringsstrategier som är mindre värdeskapande, men återbetalas på kortare sikt jämfört med investeringsbeslut som skulle kunna skapa ett lika högt eller högre värde men längre fram i tiden (Jackson &

Petraki, 2011). En anledning till institutioners preferens för kortsiktiga vinster är ofta en kortsiktig investeringshorisont (Graves & Waddock, 1990; Porter, 1992). Bushee har utifrån detta kriterium identifierat tre typer av institutioner:

- *Transient institutions*, som karaktäriseras av hög portföljomsättning och stor diversifiering i sina innehav. Dessa institutioner anses göra kortsiktiga investeringar och deras investeringsbeslut baseras på företagets förmåga att skapa vinster inom en snar framtid (Porter, 1992).
- *Dedicated institutions*, karaktäriseras av stora investeringar och låg portföljomsättning, vilket är förenligt med relationsbaserade investeringar och ett åtagande att förse företag med långsiktigt kapital (Porter, 1992; Dobrynski, 1993). Till skillnad från *Transient institutions* har *Dedicated institutions* ett mer långsiktigt mål med sina investeringar.
- *Quasi-indexers*, är institutioner som också klassificeras av låg portföljomsättning. De använder en *buy and hold* strategi där investeringarna placeras i flera olika företag, till skillnad från *Dedicated institutions*, tenderar de att ha mer diversifierad portfölj. (Porter, 1992).

Då dessa två sistnämnda institutioner har en längre investeringshorisont, och därmed inte samma fokus på kortsiktiga vinster som *Transient institutions*, är deras preferenser sannolikt mer okänsliga gentemot distribution av närliggande framtida värden. Under denna metod klassificerar Bushee institutionerna individuellt per enskild tidsperiod i förhållande till varje företag, baserat på variabler som exempelvis historiskt och nutida aktieinnehav.

Det andra kriteriet Bushee valt att klassificera utifrån är *fiduciary standards* (förvaltningsansvarsnormer). En förklaring till att institutioner beter sig olika kan enligt författaren vara olika typer av förvaltningsansvar som institutionernas investerare har från kunderna gällande att investera eftertänksamt. Investerarna och dess klienter använder sig ofta av nutida intäkter hos portföljföretagen som ett objektiva kriterium för att avgöra försiktigheten i en investering (Del Guercio, 1996). Detta är något som även kan leda till en kortsiktig investeringshorisont då företag med en förutspådd stor andel av sitt värde i närliggande intäkter kan anses som säkrare investeringar än företag vars värde till stor andel består i mer osäkra långsiktiga förväntningar om tillväxt. För att testa inverkan av investeringsrestriktioner delar författaren in institutionerna utifrån juridisk form i fyra grupper: banktruster, pensions- och donationsförvaltare, försäkringsbolag samt investeringsrådgivare (inkluderat fondförvaltare).

Tidigare forskning visar på att denna klassifikation belyser skillnader mellan institutioners preferenser för nutida inkomstnyheter samt specifik företagsinformation såsom storlek och tillväxtpotential (Del Guercio, 1996; Abarbanell, et al., 2003).

Banker hanterar kapital från individer samt andra institutioner och möter mycket investeringsrestriktioner vilket motiverar dem att undvika aktier som en domstol skulle kunna anse som oförsiktiga (Del Guercio, 1996; Badrinath, et al., 1989). Pensions- och donationsförvaltare är också en grupp med strikta investeringsrestriktioner, även om standarden för försiktighet inte är lika hård som för banktruster (Del Guercio, 1996). Försäkringsbolag håller kapital som ett investeringshjul för sina premier och förvaltar även vissa privata pensionsfonder. Dessa institutioner har mindre investeringsrestriktioner jämfört med banker samt pensions- och donationsinstitutioner. Sista gruppen, investeringsbolag eller investeringsrådgivare, hanterar individuella investeringar genom *mutual funds*<sup>5</sup>. Dessa har historiskt haft minst restriktioner av de olika typerna av institutionella investerare (Del Guercio, 1996). Baserat på skillnaderna ovan är det störst sannolikhet att närliggande intäkter är mest attraktivt för institutioner med höga investeringsrestriktioner.

### 2.3.2 Brickley et al. (1988)

I en artikel av Brickley et al. (1988) presenteras en teori för att klassificera institutioner som fokuserar på sambandet mellan ägarskapsstruktur och röstning vid olika uppköpsituationer. Författarna har funnit att institutioner röstar olika i dessa frågor beroende på vilken relation de har till företaget inom vilket de placerat kapital. En institutionell ägare som även gör affärer med företaget de investerat i har svårare att säga emot ett förslag som förespråkas av företagsledningen, än en institution som inte har några affärsförbindelser med företaget. Enligt Heard (1987) har dessa mellanhänder traditionellt följt ”*Wall street rule*”, vilket innebär att det antingen röstat för företagsledningens förslag eller sålt sina aktier om de inte varit överens med ledningen.

Utifrån situationen gällande potentiella affärsförbindelser har Brickley et al. delat in institutioner i tre olika kategorier baserat på deras känslighet för ledningsinflytande:

- Tryckkänsliga institutioner; försäkringsbolag, banker samt *non-bank trusts*<sup>6</sup> som äger minst en procent i företaget.

---

<sup>5</sup> *Mutual funds* är professionellt förvaltade fonder som samlar medel från både företag och privatpersoner för att investera i olika finansiella tillgångar.

<sup>6</sup> *Non-bank trusts* sköter förvaring, administration och förvaltning av olika värdepapper, och kategoriseras varken som bank eller försäkringsbolag.

- Tryckmotståndiga institutioner; publika pensionsfonder, *mutual funds* samt donationer och stiftelser som äger minst en procent av företagets aktier.
- Institutioner med oviss tryckkänslighet; företags egna pensionsfonder, mäklarhus, investeringsrådgivare, diverse oidentifierade institutioner samt institutioner som äger mindre än en procent av företagets aktier.

Vilken grupp en institution tillhör beror mycket på branschen de verkar inom samt hur brett affärsområde de har. Banker och försäkringsbolag som både bedriver investerings- och tjänsteverksamhet är mer känsliga för ledningsinflytande än publika pensionsfonder som endast bedriver investeringsverksamhet.

## 2.4 Hypotes och testlogik

Som det diskuterats i detta avsnitt finns forskning och resultat som tyder på att det existerar ett positivt samband mellan institutionellt ägande och redovisningskonservatism. Som tidigare nämnts har Ramalingegowda och Yu (2012) funnit att övervakande institutioner påverkar redovisningen i en konservativ riktning inom amerikanska bolag. Med avstamp i tidigare forskning avser denna studie att undersöka om det existerar ett samband mellan institutionellt ägarskap och redovisningskonservatism i Sverige. Då förhållanden på den amerikanska marknaden skiljer sig från den svenska bland annat gällande ägarstruktur, marknadsförhållanden och lagstiftning, finner vi intresse i att undersöka huruvida de samband som Ramalingegowda och Yu (2012) funnit på den amerikanska marknaden även förekommer i Sverige.

Med anledning av redovisningskonservatismens funktion som verktyg att övervaka ledningsarbete samt dess förmåga att begränsa dödviktsförluster förknippade med informationsasymmetri kommer vi först att testa om ett samband existerar mellan institutionellt ägande och redovisningskonservatism.

$H_1$ : Institutionellt ägande är positivt korrelerat med redovisningskonservatism.

Vidare finner vi det intressant att undersöka huruvida olika typer av institutioner har olika inverkan på redovisningskonservatism och kommer likt Ramalingegowda och Yu (2012) undersöka övervakande institutioners inverkan på redovisningskonservatism.

$H_2$ : Det positiva sambandet mellan institutionellt ägande och redovisningskonservatism är starkare för övervakande institutioner än för icke övervakande institutioner.

## 3. Metod

---

I denna studie kommer vi analysera redovisningskonservatism ur ett resultaträkningsperspektiv där konservatism bygger på verifikation för igenkännande av resultatnyheter. Två regressionsmodeller kommer att användas för att avgöra hur institutioner inverkar på redovisningskonservatism. Dels använder vi oss av Basus grundmodell för att mäta graden av redovisningskonservatism, och vidare kommer vi att använda oss av en utvecklad modell inspirerad av Ramalingegowda och Yu (2012), innehållande ett antal kontrollvariabler som bygger på Basus metod, men där man istället mäter institutioners inverkan på redovisningskonservatism. Den metod som används i denna uppsats skiljer sig dock på flertalet sätt från Ramalingegowda och Yu (2012) och vi har utvecklat tillvägagångssätt vi funnit lämpliga i förhållande till de data vi tillgått och de förhållanden som råder på den svenska marknaden. Vi har valt att utgå från Basus resultatbaserade mått då det använts framgångsrikt på liknande studier tidigare samt att det visat sig framgångsrikt på studier utanför USA (Ramalingegowda & Yu, 2012; LaFond & Watts, 2008; Wang, 2009).

Vi avser, genom att undersöka institutioners inverkan på redovisningskonservatism under varje tidsperiod, få en ökad förståelse för sambandet mellan institutionellt ägande och redovisningskonservatism. Valet att använda oss av resultatbaserade mått grundar sig i att dessa mått, enligt oss, ger en bättre bild av företagens redovisningsaktiviteter för varje tidsperiod än de balansräkningsbaserade måtten som vi anser påverkas mer av tidigare års redovisning. Med detta sagt är vi medvetna om att även resultatbaserade mått kan påverkas av tidigare års redovisningsaktiviteter. Nedan beskrivs inledningsvis hur vi samlat in data för studien och därefter fortsätter avsnittet med att vi presenterar de mått som valts för att mäta redovisningskonservatism och slutligen förklaras tillvägagångssättet för klassificeringen av olika typer av institutioner.

### 3.1 Urval och datainsamling

I vårt urval har vi valt att inkludera företag listade på Nasdaq OMX Stockholm, Large- och Mid Cap eftersom en förutsättning för vår undersökning är tillgång till ägarinformation samt aktieprisutveckling. Vid nedladdning av data har vi för företag med olika aktieslag valt att använda oss av kurser från den mest omsatta aktien. Detta då vi anser att den mest omsatta aktien bäst återspeglar marknadens reaktioner på nyheter samt värdet på bolaget. Vi har valt



att exkludera banker, försäkringsbolag och investmentbolag då deras resultat är svagt kopplade till rörelsen och därmed kan ge väldigt avvikande värden (Penman & Zhang, 2002).

Ägarskapsdata har hämtats från SIS ägarservice, en tjänst som erbjuder information om ägarbildens inom svenska börsföretag som främst riktar sig mot professionella aktörer på aktie- och finansmarknaden. Vi ser ingen anledning att befara att informationen från SIS ägarservice skulle vara felaktig eller vinklad då det är en välrenommerad aktör inom området som levererar information till flertalet större företag. Data på aktiekursutveckling, redovisade resultat, balansrapporter och marknadsvärden har hämtats från *Thomson Reuters Datastream*, som är en ledande leverantör av företagsinformation. För att fånga upp perioder av uppåt- och nedåtgående marknadstrender har vi valt att analysera data tre år tillbaka i tiden.

### 3.2 Basus mått på redovisningskonservatism

Modellen framtagen av Basu bygger som tidigare nämnts på hur företag registrerar negativa resultatnyheter i förhållande till positiva. En högre benägenhet att redovisa negativa nyheter i förhållande till positiva nyheter indikerar en högre grad av redovisningskonservatism. Basus modell för att bestämma redovisningskonservatism ser ut enligt följande:

$$\frac{X_{it}}{P_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 DR_{it} + \beta_2 R_{it} + \beta_3 R_{it} \times DR_{it} + \varepsilon$$

$X_{it}$  = Nettoresultat för företag  $i$  under år  $t$ .<sup>7</sup>

$P_{it-1}$  = Marknadsvärde av eget kapital för företag  $i$  vid  $t - 1$ .

$RET_{it}$  = Avkastning vid en *buy and hold* strategi för företag  $i$  under år  $t$ .

$DR_{it}$  = Dummyvariabel som antar ett (1) om  $RET_{it}$  är negativt, annars noll (0).

I ekvationen fångar  $\beta_2$  *timeliness* av vinster avseende bra nyheter, och  $\beta_3$  fångar *asymmetric timeliness* med avseende på dåliga nyheter i förhållande till bra nyheter och är måttet på redovisningskonservatism.

För att kunna testa hypotes ett kommer data att delas in i grupper beroende på hur stor del av företagen som ägs av institutionella investerare. Vid test av hypotes två grupperas istället data på andel ägande av övervakande institutionella investerare. För att få tydliga skillnader

---

<sup>7</sup> Inom tidigare forskning har ofta resultat före extraordinära poster använts. Vi kommer dock i vår studie inte använda oss av resultat före extraordinära poster eftersom detta mått inte är tillämpligt för länder som lyder under IFRS.

mellan de olika grupperna har vi valt att formulera tre grupper och jämföra gruppen med störst andel ägarskap av institutioner med gruppen med lägst andel ägande av institutioner.

Vi kommer statistiskt testa hypoteserna genom att jämföra de båda gruppernas koefficientvärden avseende  $DR\_RET$  med hjälp av ett Z-test. Resultaten av testen kommer att presenteras i kapitel fyra och de fullständiga testen går att finna i bilaga fyra.

### 3.2.1 Vidareutvecklad regressionsmodell

Den utvecklade regressionsmodell vi använt oss av baseras på Basus modell, och med inspiration från tidigare forskning har vi utvecklat den för att inkludera ett antal kontrollvariabler (Ramalingegowda & Yu, 2012; LaFond & Watts, 2008; LaFond & Roychowdhury, 2008). Den utvecklade modellen följer nedan:

*Regressionsmodell:*

$$\frac{X_{it}}{P_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 DR_{it} + \beta_2 RET_{it} + \beta_3 DR_{it} RET_{it} + \beta_{4-8} KONTROLL_{it-1} + \beta_{9-13} DR_{it} KONTROLL_{it-1} + \beta_{14-18} RET_{it} KONTROLL_{it-1} + \beta_{19-23} DR_{it} RET_{it} KONTROLL_{it-1} + \varepsilon$$

*Kontrollvariablerna i ekvationen ovan listas och beskrivs nedan:*

$STDEV_{it-1}$  = Standardavvikelse för daglig avkastning för företag  $i$  under  $t - 1$ .

$Age_{it-1}$  = Ålder på företag  $i$  vid slutet av år  $t - 1$  mätt i antalet år som företaget varit listat på Nasdaq OMX Stockholm.

$Size_{it-1}$  = Naturliga logaritmen till börsvärdet avseende företag  $i$  vid slutet av år  $t - 1$ .

$MTBV_{it-1}$  = Marknadsvärde dividerat med bokfört värde för företag  $i$  vid år  $t - 1$ .

$LEV_{it-1}$  = Hävstång (Totala skulder/Totala tillgångar) för företag  $i$  vid år  $t - 1$ .

Variablerna innehållande  $DR \times RET \times KONTROLL$  visar hur mycket varje kontrollvariabel påverkar redovisningskonservatismen.

De kontrollvariabler vi inkluderat har i tidigare studier visat sig haft påverkan på redovisningskonservatism. Ålder ( $Age$ ) och standardavvikelse ( $STDEV$ ) är faktorer som hör samman med företagens informationsflöde och påverkar i sin tur redovisningskonservatism. Khan och Watts (2009) har funnit att ju äldre företagen är desto lägre blir informations-

asymmetrin och nivån av konservatism i redovisningen minskar. Hög variation i aktiepriset indikerar en högre informationsasymmetri vilket bör leda till ett positivt samband mellan standardavvikelse och redovisningskonservatism. Ett högre börsvärde (*Size*) indikerar lägre informationsasymmetri (LaFond & Watts, 2008). Variabeln marknadsvärde dividerat med bokfört värde (*MTBV*) reflekterar tidigare *asymmetric timeliness* samt tillväxtmöjligheter, faktorer som båda påverkar framtida redovisningskonservatism (Roychowdhury & Watts, 2007). Hävstång (*LEV*) är inkluderat för att kontrollera för långivarnas krav på konservatism.

### 3.2.2 Tillvägagångssätt

Inledningsvis har vi kontrollerat data för att uppmärksamma avvikande observationer som potentiellt kan ha stor enskild inverkan på resultatet. Vi använde oss av Bacon-test för att detektera dessa observationer och har valt att exkludera de som avvikit. Vi har använt oss av så kallat tvärsnittsdata för flera perioder som samlats ihop till en paneldatamängd. För att undvika att resultaten påverkas av autokorrelation då flera företag återkommer från år till år har vi valt att kontrollerat för *fixed effects* avseende år i våra regressioner. Autokorrelation uppstår när observationerna i en tidsperiod beror på observationerna i den föreliggande tidsperioden. Regressionerna är även testade för heteroskedasticitet (dvs. att variansen i feltermen inte är konstant). White-test har utförts för att kontrollera detta, och i de grupper där fenomenet förekommit har robusta regressioner använts. De robusta regressionerna medför att signifikansnivåerna sjunker men att estimeringen av den beroende variabeln blir bättre. Data har även kontrollerats för multikollinearitet som uppstår då det finns ett linjärt samband mellan de förklarande variablerna. Multikollinearitet kan leda till att koefficienterna blir instabila samt en betydande överskattning av regressionens förklaringsvärde ( $R^2$ ). Kontroll för multikollinearitet har skett genom VIF-test vilket hjälpt oss att bättre förstå utfallet av våra regressioner. White-test och VIF-test har utförts innan alla regressioner, men då utfallet av dessa är relativt enhetliga mellan olika datagrupper har endast de mest intressanta resultaten inkluderats i bilaga ett.

### 3.3 Klassificering av institutioner

Vi har valt att dela in institutioner utifrån olika aspekter i två grupper, de mer övervakande och de mindre övervakande. För att göra detta har vi dels studerat institutionernas investeringshorisont utifrån Bushee (2001), samt hur känsliga institutionerna är för ledningsinflytande från de företag de investerat i utifrån Brickley et al. (1988). Forskning tyder på att institutionella karaktärsdrag som långsiktig investeringshorisont samt oberoende från

företagsledningen leder till ökat övervakande av investeringar (Shleifer & Vishny, 1986; Brickley, et al., 1988; Chen, et al., 2007).

Tryckkänsliga eller beroende institutioner, som vi även valt att kalla dem, är mindre sannolika att övervaka sina investeringar genom redovisning och har troligtvis mer direktkontakt med-, samt påverkas mer av ledningen i de företag de investerat i, än icke tryckkänsliga institutioner (Ramalingegowda & Yu, 2012). Vidare anses företag med en längre investeringshorisont att ha mer att vinna på att övervaka sina investeringar än företag som investerar mer kortsiktigt. Övervakande aktiviteter är förknippade med kostnader och för att det ska vara lönsamt krävs att investeringen är av betydande storlek vilket ger visst inflytande över bolagsstyrningen. Även en lång investeringshorisont ses som en förutsättning för att övervakande aktiviteter ska bedrivas.

För amerikanska institutioner finns ett klassificeringsschema utifrån Bushees uppdelning kopplat till *Thomson Reuters 13F Holdings Database*. Att göra en sådan klassificering för svenska bolag ligger dock utanför ramen för detta arbete. Som övervakande institutioner kommer vi att räkna oberoende institutioner med en lång investeringshorisont. I uppdelningen av institutioner har vi valt att utgå från omständigheterna på den svenska marknaden och studerat konkurrensförhållanden och lagstiftning som kan inverka på institutioners beteende. Detta innebär en viss förenkling och förutsätter att majoriteten av de stora institutionella ägarna på Stockholmsbörsen är svenska.

Efter att ha analyserat de största institutionella ägarna på Stockholmsbörsen har vi identifierat följande institutionella huvudgrupper:

- Aktiefonder
- Allmänna pensionsfonder
- Pensionsfonder förvaltade av försäkringsbolag
- Hedgefonder
- Stiftelser och investmentbolag
- Stater

Dessa grupper har olika investeringsprinciper och går under olika lagstiftningar som till stor del styr hur de investerar. I följande stycken beskrivs hur vi valt att klassificera var och en av grupperna ovan.

Aktiefonderna är den största aktörgruppen på Stockholmsbörsen med bland annat de fyra svenska storbankernas fondbolag, Swedbank Robur, SEB Fonder, Nordea Fonder och Handelsbanken Fonder (Nachemson-Ekwall, 2012). Gruppen aktiefonder regleras i Sverige under Lag (2004:46) om investeringsfonder (Riksdagen, 2010). Lagen säger bland annat att fondbolag inte får investera mer än fem procent av fondens tillgångar i ett och samma företag. Vidare finns begränsningar gällande fondbolagens tillåtna inflytande i bolag, ett enskilt fondbolag får inte äga mer än tio procent av aktierna i ett enskilt företag.

En aktiefond ska även ständigt agera med den enskilde spararens omedelbara intresse för ögonen och får därmed inte ta beslut som kan leda till att fondens kortsiktiga värde sjunker. Aktiefonder utsätts ständigt för konkurrens där förmågan att överträffa ett jämförelseindex kan leda till inflöde eller utflöde av kapital. Lagstiftning och den rådande konkurrens-situationen leder till att banker ständigt söker kortsiktiga investeringar som anses som säkra av myndigheter (Del Guercio, 1996).

Aktiefonder bör enligt detta ses som en grupp med ett kortsiktigt investeringsperspektiv. Brickley et al. (1988) klassificerar aktiefonder kontrollerade av banker som beroende institutioner då sannolikheten är stor att de även har affärsrelationer med de företag där de har ett ägarintresse. Detta medför att vi klassificerar denna grupp som icke övervakande.

Första, andra, tredje, fjärde och sjunde AP-fonderna lyder under Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder), där det tydligt framgår att deras ägarroll endast utövas i syfte att förbättra möjligheterna till högre avkastning på lång sikt för de försäkrade i ålderspensions-systemet (Riksdagen, 2010). Dessa AP-fonder har även en del investeringsrestriktioner som bland annat innebär att maximalt två procent av tillgångarna får investeras i ett enskilt bolag (fastighetsbolag undantaget), samt att ägarandelen i ett enskilt bolag inte får överstiga tio procent av rösterna. Dessa fonder ska ha en låg risknivå och målet är en långsiktig hög avkastning. Sjätte AP-fonden regleras i Lag (2000:193) om Sjätte AP-fonden, och likt de övriga AP-fonderna har fonden mål om långsiktig avkastning med begränsad riskexponering (Riksdagen, 2010).

Då AP-fonderna är oberoende statliga myndigheter vars uppgift är att öka värdet på den inkomstgrundade ålderspensionen för svenska folket anser vi att de bör ses som oberoende institutioner, vilket är förenligt med Brickley et al. (1988) klassificering av publika pensions-fonder. AP-fondernas verksamhetsområde är begränsat till investeringar vilket innebär en

liten sannolikhet för affärsrelationer med de företag där de innehar ägarandelar. Därför klassificerar vi allmänna pensionsfonder som övervakande institutioner.

En stor andel av de svenska pensionsfonderna förvaltas av försäkringsbolag, varav de största aktörerna är Alecta, AFA försäkring och AMF pensionsförsäkring. Dessa beskrivs som de korporativistiska pensionsfonderna då de är ömsesidigt ägda och allt kapital återinvesteras med syfte att överskottet i förlängningen ska tillfalla kunderna. Hit hör även Folksam som dock skiljer från de andra avseende en viktig aspekt, vilket vi återkommer till i nästa stycke. Det finns även privata aktörer däribland Skandia Liv och Länsförsäkringar som förvaltar pensionsfonder. Pensionsbolagen regleras i Lag (2010:2043) om försäkringsrörelser (Riksdagen, 2013). En stor skillnad mellan bankernas aktiefonder och försäkringsbolagens pensionsfonder är att slutkunden är mer inlåst i försäkringsbolagens pensionsfonder vilket ökar möjligheten till en längre investeringshorisont. Försäkringsbolagen har även krav på att förvalta sitt kapital med försiktighet, men de har inte lika hårda restriktioner som bankernas aktiefonder.

Brickley et al. (1988) klassificerar försäkringsbolag som beroende institutioner. Dock anser vi att de svenska korporativistiska pensionsfonderna bör utvärderas annorlunda med tanke på deras ägarform samt verksamhetsbeskrivning. Både Alecta och AMF är företag som uteslutande arbetar med pensionslösningar, vilket minskar sannolikheten att de skulle ha affärsrelationer med de företag där de är andelsägare (AMF, 2013; Alecta, 2013). AFA jobbar med kollektivavtalade försäkringar, vilket vi anser minskar deras grad av beroende i förhållande till försäkringsbolag som har ett bredare affärsområde vilket ökar den potentiella nyttan av affärsrelationer (AFA, 2013). Nämda faktorer gör att vi anser att dessa bolag agerar mer som publika pensionsbolag och bör därför klassificeras som oberoende och övervakande. Folksam är också en kollektivt ägd pensionsförvaltare, men till skillnad från de tre tidigare nämnda har Folksam ett bredare affärsområde som inkluderar såväl privata som företagsförsäkringar. Med tanke på detta anser vi att Folksam bör ses som en beroende och icke övervakande aktör tillsammans med de privata försäkringsbolagen.

Det finns en stor bredd av hedgefonder som följer olika investeringsstrategier. Dessa typer av fonder har friare placeringsregler än klassiska aktiefonder och har absolut avkastning som mål. Ett karaktärsdrag för hedgefonder är att förvaltningsavgiften till stor del är prestationsbaserad och grundas på fondens resultat i förhållande till sitt jämförelseindex (Rouzbehani, 2006). Den prestationsbaserade ersättningen kan ses som ett incitament för hög årlig

avkastning vilket kan leda till en kortsiktig investeringshorisont. Brickley et al. (1988) har inte gjort någon tydlig klassificering gällande hedgefonder och investeringsrådgivare. Vi bedömer att hedgefonder får anses vara relativt oberoende förutsatt att de inte förvaltas av banker eller privata försäkringsbolag. Trots oberoendet leder incitamenten för en kortsiktig investeringshorisont till att vi ser gruppen som icke övervakande.

Många stiftelser i Sverige grundades i början av 1900-talet, antingen genom privata donationer eller genom pensionsstiftelser startade av börsbolag. Bakom de donationer som grundlagt stora stiftelser i Sverige står ofta inflytelserika familjer inom näringslivet (ex. Wallenberg-stiftelserna). Vanligt förekommande är att en stiftelse styrs av personer avlägsna från den ursprungliga donatorn, vilket gör att ägande av stiftelser skiljer sig från familjeägande. Stiftelserna har ofta stora innehav i ett fåtal bolag och de behåller i regel sina positioner under en lång period. Dock baseras investeringarna ofta på direkta intentioner från donatorn och stiftelser fungerar därmed vanligtvis som en stabiliserande faktor inom de företag där de är andelsägare (Nachemson-Ekwall, 2012). Deras starka involvering i ett fåtal företag leder till att vi inte ser dessa institutioner som helt oberoende då sannolikheten torde vara låg att de lägger stor vikt vid redovisningsinformation vid övervakning. Vi väljer därför att klassificera alla stiftelser som icke övervakande institutioner trots den långa investeringshorisonten.

Likt stiftelser har investmentbolag ofta stora innehav i ett fåtal företag där de spelar en stabiliserande roll. Detta leder till att varje investering blir en viktig del av investmentbolagets verksamhet vilket ofta resulterar i en hög involvering i företagen där de äger andelar. Många investmentbolag i Sverige är även starkt kopplade till inflytelserika familjer inom näringslivet (ex. Investor-Wallenberg och Ratos-Söderberg), vilket medför att investmentbolagen ofta har innehav i företag med kopplingar till dessa familjer. Det leder till att vi ej anser dessa institutioner vara helt oberoende och likt stiftelser klassificerar vi dem som icke övervakande institutioner.

En stat är en ägare som likt ovan nämnda ägargrupper har stora investeringar i ett fåtal bolag på börsen. Svenska statens huvudsakliga målsättning vid kapitalförvaltning är att förvalta statens tillgångar på ett sådant sätt att den långsiktiga värdeutvecklingen blir den bästa möjliga. Denna aktör verkar för att företagen där de är andelsägare följer den svenska koden för bolagsstyrning, utövar aktivt sin rösträtt samt finns representerade i valberedningar. Staten ställer även höga krav på öppenhet och professionell informationsgivning i form av

rapporter, vilket tyder på att de lägger stor vikt vid redovisningsinformation (Finansdepartementet, 2012). Rollen som förvaltare av offentliga medel och upprätthållare av lag och ordning gör att vi anser att staten agerar likt en övervakande institution som ställer höga krav på redovisning. Staten har en långsiktig investeringshorisont och bör anses som oberoende eftersom de har få affärsrelationer med de företag där de finns representerade som ägare. Även den finska och norska staten har stora innehav på Stockholmsbörsen och kommer även de att räknas till gruppen övervakande institutioner.

Med anledning av studiens genomförbarhet har vi valt att endast klassificera de 20 ägarna med störst innehav i varje företag, då denna klassificering sker manuellt. Att exkludera ägare med små innehav ligger även i linje med att institutioner måste ha ett betydande innehav för att övervakande aktiviteter ska vara lönsamt. Vid mätning av andel ägande har vi valt att studera andel av kapitalet som ägs och inte andelen av rösträtterna. Detta val baseras på tanken om att institutioners motivation att övervaka sina investeringar grundas i hur mycket kapital som är investerat i respektive investering snarare än antalet röster investeringen medför.

|                            | Beroende institution                                             | Oberoende institution                                                 |
|----------------------------|------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|
| Kort investerings-horisont | Aktiefonder                                                      | Hedgefonder                                                           |
| Lång investerings-horisont | Folksam,<br>Privata försäkringsbolag<br>Ägarsfärer<br>Stiftelser | Allmänna pensionsfonder<br>AMF, Alecta,<br>AFA Försäkringar<br>Stater |

Figur a) Klassificeringsmatris av institutioner. Rutan längst ned till höger avser övervakande institutioner, medan de övriga rutorna tillhör kategorin icke övervakande institutioner.



## 4. Resultat

I detta kapitel presenteras studiens empiriska resultat. I avsnitt 4.1 presenteras resultaten från test av hypotes ett och vidare i avsnitt 4.2 framgår resultaten från test av hypotes två. Efter bortfall av saknade och avvikande värden samt exkludering av banker, försäkringsbolag, investmentbolag från urvalet återstår 271 observationer.

I tabell i visas deskriptiv statistik avseende data som använts i studien. Bland de 20 största ägarna i de studerade företagen står institutioner i genomsnitt för 56,3 procent av ägarskapet. Majoriteten av institutionerna är klassade som icke övervakande och övervakande institutioner står i genomsnitt för ett mer blygsamt 7,1 procent av ägandet. Vid en närmare genomgång av korrelationen mellan de olika variablerna finner man att andel ägande av övervakande institutioner och icke övervakande institutioner har en relativt hög negativ korrelation. Detta tyder på att övervakande institutioner samt övriga institutioner har skilda investeringspreferenser.

Tabell i. Deskriptiv statistik, samtliga grupper  
271 observationer

|                | Medel  | Median | Minimum | Maximum | STDEV  |
|----------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| <i>XP</i>      | 0,076  | 0,078  | -0,799  | 0,514   | 0,122  |
| <i>DR</i>      | 0,314  | 0,000  | 0,000   | 1,000   | 0,465  |
| <i>RET</i>     | 0,347  | 0,250  | -0,922  | 4,174   | 0,702  |
| <i>INSTOWN</i> | 56,348 | 56,400 | 9,700   | 91,300  | 17,445 |
| <i>OIOWN</i>   | 7,111  | 5,500  | 0,000   | 51,100  | 7,556  |
| <i>IIOWN</i>   | 49,237 | 47,600 | 9,100   | 90,000  | 19,115 |
| <i>STDEV</i>   | 0,122  | 0,100  | 0,050   | 0,380   | 0,047  |
| <i>Age</i>     | 14,103 | 13,000 | 0,000   | 29,000  | 7,979  |
| <i>Size</i>    | 3,825  | 3,753  | 2,453   | 5,515   | 0,641  |
| <i>MTBV</i>    | 2,568  | 1,900  | -92,920 | 43,810  | 7,079  |
| <i>LEV</i>     | 0,264  | 0,247  | 0,000   | 0,714   | 0,193  |

Tabell ii. Korrelation mellan variablerna, samtliga grupper  
271 observationer

|                | <i>XP</i> | <i>DR</i> | <i>RET</i> | <i>DR_RET</i> | <i>INSTOWN</i> | <i>OIOWN</i> | <i>IOWN</i> | <i>STDEV</i> | <i>Age</i> | <i>Size</i> | <i>MTBV</i> | <i>LEV</i> |
|----------------|-----------|-----------|------------|---------------|----------------|--------------|-------------|--------------|------------|-------------|-------------|------------|
| <i>XP</i>      | 1         |           |            |               |                |              |             |              |            |             |             |            |
| <i>DR</i>      | -0,196*** | 1         |            |               |                |              |             |              |            |             |             |            |
| <i>RET</i>     | 0,324***  | -0,598*** | 1          |               |                |              |             |              |            |             |             |            |
| <i>DR_RET</i>  | 0,302***  | -0,762*** | 0,555***   | 1             |                |              |             |              |            |             |             |            |
| <i>INSTOWN</i> | -0,065    | 0,068     | -0,102*    | -0,081        | 1              |              |             |              |            |             |             |            |
| <i>OIOWN</i>   | -0,132**  | 0,020     | 0,024      | -0,061        | -0,015         | 1            |             |              |            |             |             |            |
| <i>IOWN</i>    | -0,007    | 0,054     | -0,103*    | -0,050        | 0,919***       | -0,409***    | 1           |              |            |             |             |            |
| <i>STDEV</i>   | -0,217*** | 0,068     | 0,084      | -0,281***     | 0,038          | 0,106*       | -0,007      | 1            |            |             |             |            |
| <i>Age</i>     | 0,077     | 0,149**   | -0,0902    | -0,038        | -0,285***      | 0,125**      | -0,309***   | -0,025       | 1          |             |             |            |
| <i>Size</i>    | -0,076    | 0,181***  | -0,347***  | -0,061        | -0,169***      | 0,433***     | -0,326***   | -0,218***    | 0,435***   | 1           |             |            |
| <i>MTBV</i>    | -0,065    | 0,041     | -0,047     | -0,046        | 0,032          | -0,041       | 0,045       | -0,030       | -0,007     | 0,002       | 1           |            |
| <i>LEV</i>     | 0,117*    | -0,006    | 0,061      | -0,016        | -0,007         | 0,021        | -0,015      | 0,142**      | -0,103*    | 0,036       | -0,139**    | 1          |

Signifikansnivåerna ovan är för två-sidigt test för statistisk signifikans

\* Signifikans på 10 procentsnivån, \*\* Signifikans på 5 procentsnivån, \*\*\* Signifikans på 1 procentsnivån

*XP* = Resultat före extraordinära poster för företag *i* under år *t*. *DR* = Dummyvariabel som antar ett om *RET* är negativt annars noll. *RET* = Avkastning vid en *buy and hold* strategi för företag *i* under år *t*. *INSTOWN* = Andel av företag *i* som ägs av institutionella investerare vid *t-1*. *OIOWN* = Andel av företag *i* som ägs av övervakande institutionella investerare vid *t-1*. *IOWN* = Andel av företag *i* som ägs av icke-övervakande institutionella investerare vid *t-1*. *STDEV* = Standardavvikelse för daglig avkastning avseende företag *i* under år *t-1*. *Age* = Antal år företag *i* varit listat på Stockholm OMX vid slutet av år *t-1*. *Size* = Naturliga logaritmen till marknadsvärdet av eget kapital avseende företag *i* vid slutet av år *t-1*. *MTBV* = Marknadsvärde dividerat med bokfört värde för företag *i* vid år *t-1*. *LEV* = Hävstång (Totala skulder/Totala tillgångar) för företag *i* vid år *t-1*.

## 4.1 Samband mellan institutionellt ägande och redovisningskonservatism

För att testa för hypotes ett gällande sambandet mellan institutionellt ägande och redovisningskonservatism har vi inledningsvis använt oss av Basus grundläggande mått. Under denna metod har data, som tidigare beskrivits, delats in i tre grupper baserat på hur stor andel av företagen som ägs av institutioner. Sedermera har grupp ett, innehållande företagen med störst andel institutionellt ägande, och grupp tre, som består av företagen med lägst andel institutionellt ägande, undersökts för att få en distinkt skillnad mellan grupperna. Genom denna metod kan vi studera om företag med mycket institutionellt ägande tillämpar en mer konservativ redovisning än företag med lägre andel institutionellt ägande. I tabell iv och v visas deskriptiv statistik från de olika grupperna som innehåller 90 observationer vardera. Grupp ett har ett genomsnittligt institutionellt ägande på 75,7 procent medan institutioner stod för 36,6 procent av ägandet i grupp tre. Förutom andel institutionellt ägande skiljer sig grupperna främst avseende ålder och avkastning där grupp tre uppvisar de högre värdena.

Tabell iii. Deskriptiv statistik, grupp ett, grupperat på INSTOWN  
90 observationer

|                | Medel  | Median | Minimum | Maximum | STDEV  |
|----------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| <i>XP</i>      | 0,059  | 0,076  | -0,473  | 0,298   | 0,120  |
| <i>DR</i>      | 0,344  | 0,000  | 0,000   | 1,000   | 0,478  |
| <i>RET</i>     | 0,251  | 0,204  | -0,644  | 4,029   | 0,605  |
| <i>INSTOWN</i> | 75,696 | 74,600 | 64,700  | 91,300  | 6,706  |
| <i>OIOWN</i>   | 6,331  | 3,150  | 0,000   | 51,100  | 10,279 |
| <i>IIOWN</i>   | 69,364 | 69,800 | 16,500  | 90,000  | 13,192 |
| <i>STDEV</i>   | 0,124  | 0,100  | 0,050   | 0,380   | 0,059  |
| <i>Age</i>     | 9,944  | 9,500  | 0,000   | 28,000  | 7,095  |
| <i>Size</i>    | 3,606  | 3,595  | 2,520   | 5,379   | 0,545  |
| <i>MTBV</i>    | 2,497  | 2,010  | 0,390   | 19,650  | 2,448  |
| <i>LEV</i>     | 0,244  | 0,231  | 0,000   | 0,694   | 0,197  |

Tabell iv. Deskriptiv statistik, grupp tre, grupperat på INSTOWN  
90 observationer

|                | Medel  | Median | Minimum | Maximum | STDEV  |
|----------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| <i>XP</i>      | 0,094  | 0,083  | -0,222  | 0,514   | 0,107  |
| <i>DR</i>      | 0,278  | 0,000  | 0,000   | 1,000   | 0,450  |
| <i>RET</i>     | 0,468  | 0,287  | -0,761  | 4,174   | 0,837  |
| <i>INSTOWN</i> | 36,592 | 38,450 | 9,700   | 49,200  | 9,346  |
| <i>OIOWN</i>   | 6,691  | 6,150  | 0,000   | 20,500  | 5,318  |
| <i>IIOWN</i>   | 29,901 | 31,000 | 9,100   | 47,700  | 9,469  |
| <i>STDEV</i>   | 0,118  | 0,100  | 0,075   | 0,230   | 0,033  |
| <i>Age</i>     | 16,400 | 14,000 | 3,000   | 29,000  | 7,203  |
| <i>Size</i>    | 3,913  | 3,823  | 2,453   | 5,372   | 0,718  |
| <i>MTBV</i>    | 2,464  | 1,945  | -92,920 | 43,810  | 11,463 |
| <i>LEV</i>     | 0,261  | 0,223  | 0,000   | 0,714   | 0,212  |

*XP* = Resultat före extraordinära poster för företag *i* under år *t*. *DR* = Dummyvariabel som antar ett om *RET* är negativt annars noll. *RET* = Avkastning vid en *buy and hold* strategi för företag *i* under år *t*. *INSTOWN* = Andel av företag *i* som ägs av institutionella investerare vid *t-1*. *OIOWN* = Andel av företag *i* som ägs av övervakande institutionella investerare vid *t-1*. *IIOWN* = Andel av företag *i* som ägs av icke-övervakande institutionella investerare vid *t-1*. *STDEV* = Standardavvikelse för daglig avkastning avseende företag *i* under år *t-1*. *Age* = Antal år företag *i* varit listat på Stockholm OMX vid slutet av år *t-1*. *Size* = Naturliga logaritmen till marknadsvärdet av eget kapital avseende företag *i* vid slutet av år *t-1*. *MTBV* = Marknadsvärde dividerat med bokfört värde för företag *i* vid år *t-1*. *LEV* = Hävstång (Totala skulder/Totala tillgångar) för företag *i* vid år *t-1*.

Resultaten från regressionerna av dessa två grupper presenteras i tabell v och vi. Grupp ett uppvisar ett koefficientvärde på 0,271 för *DR\_RET* medan grupp tre visar ett koefficientvärde på -0,336. Under tabellerna presenteras resultatet från Z-testet där koefficientvärdena från de båda grupperna jämförs, och som det går att se är igenkännandet av negativa nyheter större i grupp ett än i grupp tre. Både resultaten från regressionerna och Z-testet uppvisar bra

signifikans<sup>8</sup>. Studerar man igenkännande av positiva nyheter är koefficientvärdena relativt lika och uppvisar bra signifikans, för de båda grupperna.<sup>9</sup> Anmärkningsvärt är att företagen i grupp tre uppvisar en negativ koefficient för igenkännandet av dåliga nyheter medan koefficienten för igenkännandet av positiva nyheter är positiv, något som indikerar en icke konservativ redovisning. Regressionerna ger ett förklaringsvärde på cirka 21 procent vilket kan avläsas under "R-sq: within" i tabellerna v och vi. Vid regressioner med *fixed effects* beräknas ett  $R^2$  som inte är justerat, de vill säga ingen hänsyn är tagen till antalet observationer.

Tabell v. Regression av Basus grundmodell, grupp ett, grupperat på INSTOWN

| Fixed-effects (within) regression |              |              |              | Number of obs    | 90                   |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|------------------|----------------------|
| Group variable: Year              |              |              |              | Number of groups | 3                    |
| R-sq: within                      |              |              |              | 0,210            |                      |
| XP                                | Coef,        | R Std, Err,  | t            | P>t              | [95% Conf, Interval] |
| <i>DR</i>                         | 0,018        | 0,085        | 0,21         | 0,86             | -0,350 0,385         |
| <i>RET</i>                        | 0,065        | 0,006        | 10,66        | 0,01             | 0,039 0,092          |
| <b><i>DR_RET</i></b>              | <b>0,271</b> | <b>0,026</b> | <b>10,47</b> | <b>0,01</b>      | <b>0,160 0,383</b>   |
| <i>_cons</i>                      | 0,063        | 0,030        | 2,1          | 0,17             | -0,066 0,192         |

Tabell vi. Regression av Basus grundmodell, grupp tre, grupperat på INSTOWN

| Fixed-effects (within) regression |               |              |               | Number of obs    | 90                   |
|-----------------------------------|---------------|--------------|---------------|------------------|----------------------|
| Group variable: Year              |               |              |               | Number of groups | 3                    |
| R-sq: within                      |               |              |               | 0,211            |                      |
| XP                                | Coef,         | R Std, Err,  | t             | P>t              | [95% Conf, Interval] |
| <i>DR</i>                         | -0,036        | 0,029        | -1,24         | 0,34             | -0,160 0,088         |
| <i>RET</i>                        | 0,064         | 0,010        | 6,38          | 0,02             | 0,021 0,107          |
| <b><i>DR_RET</i></b>              | <b>-0,336</b> | <b>0,009</b> | <b>-37,72</b> | <b>0,00</b>      | <b>-0,374 -0,298</b> |
| <i>_cons</i>                      | 0,052         | 0,011        | 4,59          | 0,04             | 0,003 0,102          |

*XP* = Resultat före extraordinära poster för företag *i* under år *t*. *DR* = Dummyvariabel som antar ett om *RET* är negativt annars noll. *RET* = Avkastning vid en *buy and hold* strategi för företag *i* under år *t*.

$$\text{Grupp ett } DR\_RET > \text{Grupp tre } DR\_RET$$

$$p - \text{värde} = 0,000$$

Vidare har vi undersökt hypotes ett genom att testa för vilken inverkan institutionellt ägande har på konservatism inom redovisning. Variabeln av störst intresse i tabellen vii nedan är *DR\_RET\_INSTOWN* som visar hur mycket redovisningskonservatism påverkas av institutionellt ägande. Vid denna regression har samtliga 271 observationer inkluderats varvid ingen gruppering gjorts. Många av de förklarande variablerna uppvisar svaga signifikansnivåer.

<sup>8</sup> Tabell v och vi visar signifikanta resultat på 1 procentsnivå för variabeln *DR\_RET*

<sup>9</sup> Tabell v och vi visar signifikanta resultat på 5 procentsnivå för variabeln *RET*

Dock uppvisar *DR\_RET\_INSTOWN* en signifikans på 1 procentsnivå och även ett positivt koefficientvärde, vilket tyder på ett positivt samband mellan institutionellt ägande och redovisningskonservatism.

Det kan finnas olika förklaringar till svaga signifikansnivåer, däribland liten datamängd och homogenitet bland observationerna. Detta kommer att diskuteras vidare i analyskapitlet.

Tabell vii. Regression av den utvecklade modellen, samtliga grupper, avseende *INSTOWN*

|                                   |       |                  |     |
|-----------------------------------|-------|------------------|-----|
| Fixed-effects (within) regression |       | Number of obs    | 271 |
| Group variable: Year              |       | Number of groups | 3   |
| R-sq: within                      | 0,400 |                  |     |

  

| XP                           | Coef,        | R Std, Err,  | t            | P>t         | [95% Conf, Interval] |              |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|----------------------|--------------|
| <i>DR</i>                    | -0,217       | 0,194        | -1,12        | 0,38        | -1,054               | 0,619        |
| <i>RET</i>                   | 0,167        | 0,058        | 2,91         | 0,10        | -0,080               | 0,415        |
| <i>DR_RET</i>                | -1,416       | 0,122        | -11,59       | 0,01        | -1,941               | -0,890       |
| <i>INSTOWN</i>               | 0,001        | 0,000        | 2,49         | 0,13        | 0,000                | 0,001        |
| <i>Size</i>                  | -0,026       | 0,010        | -2,52        | 0,13        | -0,071               | 0,019        |
| <i>STDDEV</i>                | 0,039        | 0,290        | 0,14         | 0,91        | -1,207               | 1,285        |
| <i>Age</i>                   | 0,003        | 0,000        | 6,25         | 0,03        | 0,001                | 0,005        |
| <i>MTBV</i>                  | 0,005        | 0,001        | 10,53        | 0,01        | 0,003                | 0,007        |
| <i>LEV</i>                   | 0,167        | 0,021        | 7,87         | 0,02        | 0,076                | 0,258        |
| <i>DR_INSTOWN</i>            | 0,001        | 0,000        | 1,48         | 0,28        | -0,001               | 0,002        |
| <i>DR_Size</i>               | 0,073        | 0,021        | 3,43         | 0,08        | -0,018               | 0,164        |
| <i>DR_STDDEV</i>             | -0,102       | 1,493        | -0,07        | 0,95        | -6,524               | 6,320        |
| <i>DR_Age</i>                | -0,004       | 0,002        | -1,79        | 0,22        | -0,015               | 0,006        |
| <i>DR_MTBV</i>               | -0,022       | 0,006        | -3,69        | 0,07        | -0,047               | 0,004        |
| <i>DR_LEV</i>                | -0,028       | 0,041        | -0,68        | 0,56        | -0,203               | 0,147        |
| <i>RET_INSTOWN</i>           | -0,001       | 0,000        | -6,17        | 0,03        | -0,002               | 0,000        |
| <i>RET_Size</i>              | 0,005        | 0,006        | 0,70         | 0,56        | -0,023               | 0,032        |
| <i>RET_STDDEV</i>            | -0,252       | 0,152        | -1,66        | 0,24        | -0,908               | 0,403        |
| <i>RET_Age</i>               | -0,001       | 0,000        | -7,84        | 0,02        | -0,002               | -0,001       |
| <i>RET_MTBV</i>              | -0,018       | 0,001        | -28,21       | 0,00        | -0,021               | -0,015       |
| <i>RET_LEV</i>               | -0,014       | 0,030        | -0,46        | 0,69        | -0,144               | 0,116        |
| <b><i>DR_RET_INSTOWN</i></b> | <b>0,007</b> | <b>0,001</b> | <b>14,22</b> | <b>0,01</b> | <b>0,005</b>         | <b>0,010</b> |
| <i>DR_RET_Size</i>           | 0,180        | 0,019        | 9,64         | 0,01        | 0,100                | 0,261        |
| <i>DR_RET_STDDEV</i>         | 2,920        | 2,437        | 1,20         | 0,35        | -7,565               | 13,405       |
| <i>DR_RET_Age</i>            | -0,014       | 0,006        | -2,18        | 0,16        | -0,042               | 0,014        |
| <i>DR_RET_MTBV</i>           | -0,016       | 0,018        | -0,89        | 0,47        | -0,094               | 0,061        |
| <i>DR_RET_LEV</i>            | 0,548        | 0,194        | 2,82         | 0,11        | -0,288               | 1,383        |
| <i>_cons</i>                 | 0,050        | 0,082        | 0,60         | 0,61        | -0,305               | 0,404        |

*XP* = Resultat före extraordinära poster för företag *i* under år *t*. *DR* = Dummyvariabel som antar ett om *RET* är negativt annars noll. *RET* = Avkastning vid en *buy and hold* strategi för företag *i* under år *t*. *INSTOWN* = Andel av företag *i* som ägs av institutionella investerare vid *t-1*. *OIOWN* = Andel av företag *i* som ägs av övervakande institutionella investerare vid *t-1*. *IOWN* = Andel av företag *i* som ägs av icke-övervakande institutionella investerare vid *t-1*. *STDEV* = Standardavvikelse för daglig avkastning avseende företag *i* under år *t-1*. *Age* = Antal år företag *i* varit listat på Stockholm OMX vid slutet av år *t-1*. *Size* = Naturliga logaritmen till marknadsvärdet av eget kapital avseende företag *i* vid slutet av år *t-1*. *MTBV* = Marknadsvärde dividerat med bokfört värde för företag *i* vid år *t-1*. *LEV* = Hävstång (Totala skulder/Totala tillgångar) för företag *i* vid år *t-1*.

Resultaten från båda regressionerna tyder på att ett positivt samband existerar mellan institutionellt ägande och redovisningskonservatism. De resultat som framkommit i de statistiska testerna innebär att  $H_1$  ej kan förkastas.

## 4.2 Övervakande institutioners inverkan på redovisningskonservatism

För att testa för hypotes två, övervakande institutioners inverkan på redovisningskonservatism, kommer vi inledningsvis att, likt vid test av hypotes ett, dela in observationerna i tre grupper. Nu baseras grupperingen istället på andel ägande av övervakande institutioner. Precis som vid test av hypotes ett innehåller den första gruppen företag med störst andel ägande och grupp tre företag med lägst andel ägande. I tabell *viii* och *ix* visas deskriptiv statistik från de två grupperna som innehåller 90 observationer vardera. Den första gruppen består av företag som i genomsnitt ägs av 14,7 procent övervakande institutioner medan motsvarande siffra i grupp tre är 1,1 procent. Andra noterbara skillnader mellan grupperna är att grupp ett uppvisar högre avkastning, lägre andel ägande av icke övervakande institutioner, hög ålder större storlek och lägre *MTBV* än grupp tre.

Tabell *viii*. Deskriptiv statistik, grupp ett, grupperat på *OIOWN*  
90 observationer

|                | Medel  | Median | Minimum | Maximum | STDEV  |
|----------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| <i>XP</i>      | 0,059  | 0,080  | -0,799  | 0,514   | 0,157  |
| <i>DR</i>      | 0,300  | 0,000  | 0,000   | 1,000   | 0,461  |
| <i>RET</i>     | 0,414  | 0,328  | -0,922  | 4,174   | 0,785  |
| <i>INSTOWN</i> | 54,176 | 53,950 | 25,000  | 81,200  | 12,342 |
| <i>OIOWN</i>   | 14,743 | 11,950 | 8,500   | 51,100  | 8,455  |
| <i>IIOWN</i>   | 39,432 | 37,850 | 11,300  | 69,000  | 12,791 |
| <i>STDEV</i>   | 0,126  | 0,100  | 0,050   | 0,380   | 0,058  |
| <i>Age</i>     | 16,256 | 15,000 | 0,000   | 29,000  | 8,523  |
| <i>Size</i>    | 4,222  | 4,309  | 2,453   | 5,515   | 0,659  |
| <i>MTBV</i>    | 2,417  | 1,915  | 0,230   | 10,900  | 1,906  |
| <i>LEV</i>     | 0,275  | 0,286  | 0,000   | 0,714   | 0,151  |

Tabell ix. Deskriptiv statistik, grupp tre, grupperat på OIOWN  
90 observationer

|                | Medel  | Median | Minimum | Maximum | STDEV  |
|----------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| <i>XP</i>      | 0,092  | 0,082  | -0,291  | 0,393   | 0,089  |
| <i>DR</i>      | 0,267  | 0,000  | 0,000   | 1,000   | 0,445  |
| <i>RET</i>     | 0,359  | 0,250  | -0,769  | 3,332   | 0,682  |
| <i>INSTOWN</i> | 58,022 | 60,850 | 9,700   | 90,300  | 18,956 |
| <i>OIOWN</i>   | 1,113  | 1,000  | 0,000   | 2,800   | 0,867  |
| <i>IIOWN</i>   | 56,909 | 59,950 | 9,500   | 90,000  | 18,838 |
| <i>STDEV</i>   | 0,118  | 0,100  | 0,075   | 0,250   | 0,042  |
| <i>Age</i>     | 12,944 | 13,000 | 0,000   | 29,000  | 7,579  |
| <i>Size</i>    | 3,461  | 3,474  | 2,538   | 4,600   | 0,403  |
| <i>MTBV</i>    | 3,126  | 1,805  | 0,280   | 34,210  | 4,151  |
| <i>LEV</i>     | 0,255  | 0,175  | 0,000   | 0,694   | 0,231  |

*XP* = Resultat före extraordinära poster för företag *i* under år *t*. *DR* = Dummyvariabel som antar ett om *RET* är negativt annars noll. *RET* = Avkastning vid en *buy and hold* strategi för företag *i* under år *t*. *INSTOWN* = Andel av företag *i* som ägs av institutionella investerare vid *t-1*. *OIOWN* = Andel av företag *i* som ägs av övervakande institutionella investerare vid *t-1*. *IIOWN* = Andel av företag *i* som ägs av icke-övervakande institutionella investerare vid *t-1*. *STDEV* = Standardavvikelse för daglig avkastning avseende företag *i* under år *t-1*. *Age* = Antal år företag *i* varit listat på Stockholm OMX vid slutet av år *t-1*. *Size* = Naturliga logaritmen till marknadsvärdet av eget kapital avseende företag *i* vid slutet av år *t-1*. *MTBV* = Marknadsvärde dividerat med bokfört värde för företag *i* vid år *t-1*. *LEV* = Hävstång (Totala skulder/Totala tillgångar) för företag *i* vid år *t-1*.

I tabell *x* och *xi* redovisas resultaten från regressionerna av dessa två grupper med Basus grundmodell. Variabeln som indikerar graden av redovisningskonservatism, *DR\_RET* har koefficientvärde på 0,498 för grupp ett vilket är högre än 0,081 som uppvisas för grupp två. Dock är signifikansnivån för resultatet i grupp ett för svag för att kunna dra några statistiskt säkerställda slutsatser. Ser vi på resultatet från Z-testet, går det inte att på signifikansnivån 5 procent säga att grupp ett redovisar mer konservativt än grupp tre. Trots detta pekar resultaten mot att företag med hög andel ägande av övervakande institutioner uppvisar en högre grad av redovisningskonservatism än gruppen med lägre andel ägande av övervakande institutioner. Noterbart i tabellerna *x* och *xi* är de stora skillnaderna i förklaringsnivåerna, vilket kan bero på bland annat multikollinearitet som kommer att diskuteras vidare i analyskapitlet.

Tabell x. Regression av Basus grundmodell, grupp ett, grupperat på OIOWN

|                                   |                  |    |
|-----------------------------------|------------------|----|
| Fixed-effects (within) regression | Number of obs    | 90 |
| Group variable: Year              | Number of groups | 3  |
| R-sq: within                      | 0,480            |    |

  

| XP                   | Coef,        | R Std, Err,  | t           | P>t         | [95% Conf, Interval] |              |
|----------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|----------------------|--------------|
| <i>DR</i>            | -0,065       | 0,103        | -0,63       | 0,59        | -0,507               | 0,377        |
| <i>RET</i>           | 0,078        | 0,015        | 5,21        | 0,04        | 0,014                | 0,143        |
| <b><i>DR_RET</i></b> | <b>0,498</b> | <b>0,293</b> | <b>1,70</b> | <b>0,23</b> | <b>-0,763</b>        | <b>1,760</b> |
| <i>_cons</i>         | 0,094        | 0,020        | 4,67        | 0,04        | 0,007                | 0,181        |

Tabell xi. Regression av Basus grundmodell, grupp tre, grupperat på OIOWN

|                                   |       |                  |    |
|-----------------------------------|-------|------------------|----|
| Fixed-effects (within) regression |       | Number of obs    | 90 |
| Group variable: Year              |       | Number of groups | 3  |
| R-sq: within                      | 0,023 |                  |    |

  

|                      | XP | Coef,        | R Std, Err,  | t            | P>t         | [95% Conf, Interval] |              |
|----------------------|----|--------------|--------------|--------------|-------------|----------------------|--------------|
| <i>DR</i>            |    | 0,022        | 0,004        | 5,63         | 0,03        | 0,005                | 0,039        |
| <i>RET</i>           |    | 0,019        | 0,006        | 3,15         | 0,09        | -0,007               | 0,044        |
| <b><i>DR_RET</i></b> |    | <b>0,081</b> | <b>0,008</b> | <b>10,20</b> | <b>0,01</b> | <b>0,047</b>         | <b>0,115</b> |
| <i>_cons</i>         |    | 0,086        | 0,003        | 24,65        | 0,00        | 0,071                | 0,101        |

*XP* = Resultat före extraordinära poster för företag *i* under år *t*. *DR* = Dummyvariabel som antar ett om *RET*

är negativt annars noll. *RET* = Avkastning vid en *buy and hold* strategi för företag *i* under år *t*.

Grupp ett *DR\_RET* > Grupp tre *DR\_RET*

$$p - \text{värde} = 0,078$$

I tabell xii nedan visas regressionsresultat vid test för övervakande institutioners inverkan på redovisningskonservatism. Vid regressionen har alla 271 observationer inkluderats och inga grupperingar gjorts. Många av variablerna uppvisar svaga signifikansnivåer och detta gör dessvärre även variabeln av intresse, *DR\_RET\_OIOWN*. Vidare har variabeln *DR\_RET\_HIOWN* ett högre koefficientvärde än variabeln av intresse vilket direkt talar emot vår hypotes gällande att övervakande institutioner har högre inverkan på redovisningskonservatism än icke övervakande institutioner. Dock medför den svaga signifikansnivån för *DR\_RET\_OIOWN* att vi ej kan dra några statistiska slutsatser gällande dessa resultat.



Tabell xii. Regression av den utvecklade modellen, samtliga grupper, avseende OIOWN

| Fixed-effects (within) regression |              |              | Number of obs    |             | 271                  |              |
|-----------------------------------|--------------|--------------|------------------|-------------|----------------------|--------------|
| Group variable: Year              |              |              | Number of groups |             | 3                    |              |
| R-sq: within                      |              |              | 0,407            |             |                      |              |
| XP                                | Coef,        | R Std, Err,  | t                | P>t         | [95% Conf, Interval] |              |
| <i>DR</i>                         | -0,336       | 0,274        | -1,23            | 0,35        | -1,517               | 0,844        |
| <i>RET</i>                        | 0,160        | 0,062        | 2,58             | 0,12        | -0,106               | 0,426        |
| <i>DR_RET</i>                     | -1,502       | 0,500        | -3,00            | 0,10        | -3,654               | 0,650        |
| <i>OIOWN</i>                      | 0,001        | 0,001        | 0,96             | 0,44        | -0,004               | 0,006        |
| <i>IIOWN</i>                      | 0,001        | 0,000        | 2,33             | 0,15        | 0,000                | 0,002        |
| <i>Size</i>                       | -0,028       | 0,014        | -2,02            | 0,18        | -0,089               | 0,032        |
| <i>STDDEV</i>                     | 0,034        | 0,296        | 0,12             | 0,92        | -1,240               | 1,309        |
| <i>Age</i>                        | 0,003        | 0,000        | 8,37             | 0,01        | 0,001                | 0,004        |
| <i>MTBV</i>                       | 0,006        | 0,000        | 11,28            | 0,01        | 0,003                | 0,008        |
| <i>LEV</i>                        | 0,161        | 0,020        | 8,12             | 0,02        | 0,076                | 0,246        |
| <i>DR_OIOWN</i>                   | -0,004       | 0,005        | -0,77            | 0,52        | -0,027               | 0,019        |
| <i>DR_IIOWN</i>                   | 0,001        | 0,000        | 1,86             | 0,20        | -0,001               | 0,002        |
| <i>DR_Size</i>                    | 0,117        | 0,059        | 1,97             | 0,19        | -0,138               | 0,373        |
| <i>DR_STDDEV</i>                  | -0,030       | 1,536        | -0,02            | 0,99        | -6,640               | 6,580        |
| <i>DR_Age</i>                     | -0,006       | 0,003        | -2,17            | 0,16        | -0,018               | 0,006        |
| <i>DR_MTBV</i>                    | -0,026       | 0,008        | -3,07            | 0,09        | -0,062               | 0,010        |
| <i>DR_LEV</i>                     | -0,039       | 0,025        | -1,54            | 0,26        | -0,149               | 0,070        |
| <i>RET_OIOWN</i>                  | -0,002       | 0,000        | -14,03           | 0,01        | -0,003               | -0,001       |
| <i>RET_IIOWN</i>                  | -0,001       | 0,000        | -6,62            | 0,02        | -0,002               | 0,000        |
| <i>RET_Size</i>                   | 0,009        | 0,008        | 1,15             | 0,37        | -0,024               | 0,042        |
| <i>RET_STDDEV</i>                 | -0,232       | 0,176        | -1,32            | 0,32        | -0,991               | 0,526        |
| <i>RET_Age</i>                    | -0,001       | 0,000        | -7,33            | 0,02        | -0,002               | 0,000        |
| <i>RET_MTBV</i>                   | -0,019       | 0,001        | -30,19           | 0,00        | -0,022               | -0,016       |
| <i>RET_LEV</i>                    | -0,005       | 0,021        | -0,24            | 0,83        | -0,096               | 0,086        |
| <b><i>DR_RET_OIOWN</i></b>        | <b>0,003</b> | <b>0,010</b> | <b>0,26</b>      | <b>0,82</b> | <b>-0,041</b>        | <b>0,047</b> |
| <i>DR_RET_IIOWN</i>               | 0,007        | 0,002        | 4,40             | 0,05        | 0,000                | 0,014        |
| <i>DR_RET_Size</i>                | 0,240        | 0,087        | 2,75             | 0,11        | -0,135               | 0,614        |
| <i>DR_RET_STDDEV</i>              | 2,776        | 3,192        | 0,87             | 0,48        | -10,959              | 16,510       |
| <i>DR_RET_Age</i>                 | -0,018       | 0,005        | -3,39            | 0,08        | -0,041               | 0,005        |
| <i>DR_RET_MTBV</i>                | -0,025       | 0,023        | -1,10            | 0,39        | -0,123               | 0,073        |
| <i>DR_RET_LEV</i>                 | 0,545        | 0,145        | 3,75             | 0,06        | -0,081               | 1,170        |
| <i>_cons</i>                      | 0,054        | 0,085        | 0,63             | 0,59        | -0,313               | 0,422        |

*XP* = Resultat före extraordinära poster för företag *i* under år *t*. *DR* = Dummyvariabel som antar ett om *RET* är negativt annars noll. *RET* = Avkastning vid en *buy and hold* strategi för företag *i* under år *t*. *INSTOWN* = Andel av företag *i* som ägs av institutionella investerare vid *t-1*. *OIOWN* = Andel av företag *i* som ägs av övervakande institutionella investerare vid *t-1*. *IIOWN* = Andel av företag *i* som ägs av icke-övervakande institutionella investerare vid *t-1*. *STDDEV* = Standardavvikelse för daglig avkastning avseende företag *i* under år *t-1*. *Age* = Antal år företag *i* varit listat på Stockholm OMX vid slutet av år *t-1*. *Size* = Naturliga logaritmen till marknadsvärdet av eget kapital avseende företag *i* vid slutet av år *t-1*. *MTBV* = Marknadsvärde dividerat med bokfört värde för företag *i* vid år *t-1*. *LEV* = Hävstång (Totala skulder/Totala tillgångar) för företag *i* vid år *t-1*.

Då resultaten från testerna av hypotes två ger svag statistisk signifikans har vi inte tillräckligt underlag att ej förkasta  $H_2$ . Detta trots att gruppen med hög andel ägande av övervakande institutioner tycks uppvisa högre grad av redovisningskonservatism än gruppen med låg andel ägande av övervakande institutioner.

## 5. Analys och slutsatser

---

I den här kapitlet analyserar vi och diskuterar implikationer av våra resultat. Inledningsvis i avsnitt 5.1 och 5.2 kommer resultaten att analyseras utifrån våra två hypoteser. Sedermera diskuteras problematik med den metod som använts och därefter kommer vi att resonera kring implikationer av urvalet utifrån tester som går att finna i bilaga tre. Avslutningsvis diskuteras resultatens betydelse för kapitalinvesterar för att därefter presentera slutsatser och förslag på fortsatt forskning inom området.

### 5.1 Analys av resultaten

Den negativa korrelationen mellan övervakande och icke övervakande institutioner tyder på olika preferenser vid investeringar hos de båda grupperna. Klassificeringen lyckades därmed uppfylla vår målsättning att skapa grupper med skilda investeringsbeteenden.

I linje med hypotes ett kan vi från våra resultat urskilja ett positivt samband mellan institutionellt ägande och redovisningskonservatism. Resultaten är tydligast vid användandet av grundmodellen då skillnaden mellan graden av redovisningskonservatism i de båda grupperna är betydande och signifikant. Vid användandet av den utvecklade modellen uppvisar variabeln som är intressant för vår undersökning, *DR\_RET\_INSTOWN*, hög signifikans och ett svagt positivt betavärde vilket indikerar att, ett litet men ändå signifikant samband existerar.

Vid test av hypotes två finner vi med användandet av Basus grundmodell resultat som är i linje med hypotesen. Men då skillnaden inte är signifikant på 5 procentsnivån kan vi med säkerhet inte säga att hypotes två stämmer. Vid användandet av den utvecklade modellen fann vi inga samband som tyder på att övervakande institutioner skulle ha högre inverkan på redovisningskonservatism än icke övervakande institutioner. Signifikansen vid testet var även för svag för att säga något om resultatet.

Deskriptiv statistik för grupp ett och tre, grupperat på andel ägarskap av övervakande institutioner, visar att grupp ett består av betydligt äldre och större företag än grupp tre. Detta indikerar att övervakande institutioner överlag innehar ägarandelar i etablerade företag med lägre informationsasymmetri. Behovet av redovisningskonservatism minskar vid låg informationsasymmetri och detta talar emot att grupp ett ska uppvisa mer konservativ redovisning än grupp tre och därmed även vår hypotes två. Faktumet belyser vikten av att

använda sig av en relativt homogen grupp företag när man, likt oss, delar upp data i grupper och använder Basus grundmodell, eftersom den saknar kontrollvariabler.

Våra resultat talar till viss del emot de farhågor som finns om att institutioner är inaktiva ägare (Grossman & Hart, 1980). Studien indikerar att institutioner lägger vikt vid redovisningsrapporter när de utövar sina styrningsaktiviteter men säger inget om institutionernas involvering i beslutfattande. Förespråkandet av en konservativ redovisning gör att institutionerna kan hålla viss kontroll över sina investeringar utan att behöva utöva kostsam direktövervakning. Trots att resultaten vid test av hypotes två inte är statistiskt säkerställda pekar våra resultat vid regressioner med den grundläggande modellen i samma riktning som de samband som Ramalingegowda och Yu (2012) fann på den amerikanska marknaden. Den klassificering av övervakande institutioner som gjorts i denna studie skiljer sig metodmässigt från klassificeringen av Ramalingegowda och Yu (2012), men bygger på samma grunder.

Som diskuterats i texten skiljer sig de svenska och amerikanska marknaderna från varandra avseende ett antal aspekter. Trots detta tyder våra resultat på att resultatbaserad redovisningskonservatism även förekommer inom företag på den svenska marknaden samt att institutionella investerare efterfrågar konservatism inom redovisningen. Detta indikerar vidare att institutioner oavsett marknadsmiljö efterfrågar redovisningskonservatism.

Generaliserbarheten för våra resultat på andra marknader anser vi vara hög. Informationsasymmetri i principal-agent situationer är problematiskt i alla länder, även i Sverige där ägarskapet på börsen är relativt koncentrerat. Detta styrks även av att vår studie visar resultat som är i linje med tidigare forskning gällande utomstående kapitalinvesterare som efterfrågare av redovisningskonservatism.

Huruvida resultaten är applicerbara över tid tror vi påverkas mycket av inställningen till redovisningskonservatism. Som diskuterats finns det många aktörer som kritiserar redovisningskonservatism och lagstiftningar likt IFRS förespråkar inte aktivt en konservativ redovisning. Om situationen såg annorlunda ut och konservativ redovisning var praxis skulle institutionella investerares incitament att påverka redovisningen i en konservativ riktning vara mindre vilket skulle leda till en mindre påverkan.

## 5.2 Implikationer för investerare

Att företag med hög andel institutionella ägare har ett större igenkännande av negativa resultat innebär en konstant underdrift av företagets verkliga värde i balansräkningen. Vår studie tyder på att företag med en låg andel institutionellt ägande redovisar mindre konservativt vilket resulterar i en mer rättvis bild av företagets finansiella position. Att vid investeringsbeslut ta i beaktning hur stor del av företaget som ägs av institutioner skulle kunna ge en fingervisning gällande vilken utgångspunkt man ska ha vid analys av redovisningsinformation.

Ett företag som applicerar en konservativ redovisning kan ses som en mindre riskfylld investering i och med en konstant undervärdering av företagets tillgångar, förutsatt att investeringen baseras på redovisningsdata. Stämmer denna slutsats skulle det innebära att investerare bör vara villiga att betala ett högre överpris (baserat på bokfört värde) för företag med stor andel institutionellt ägande, i förhållande till företag med en liten andel institutionellt ägande.

## 5.3 Metodproblem och validitet

Det har visat sig vara problematiskt för oss att applicera metoden från Basu på den svenska marknaden. Data har i flertalet tester visat låga signifikansnivåer och höga nivåer av multikollinearitet. Det mått som tagits fram av Basu har funnits vara synnerligen lämpligt för stora marknader och internationella jämförelser då man har tillgång till stora datamängder (Wang, 2009). Problematiken grundar sig i att en förutsättning för att kunna använda Basus modell är att kunna följa aktiepriset. På den svenska marknaden är antalet börsnoterade bolag relativt få, därmed finns det en begränsad tillgång till företag där man kan följa aktieprisdata. Basus modell är därför mindre passande för den svenska marknaden än för stora marknader som den amerikanska där måttet är framtaget och mest använt. Vid användandet av ett färre antal observationer ökar även risken för multikollinearitet. Detta var något som vi hade stora problem med vid användandet av den utvecklade modellen inspirerad av Ramalingegowda och Yu (2012), där flertalet variabler samvarierar vilket går att avläsa i VIF-testet som presenteras i bilaga ett. Existensen av multikollinearitet tar sig bland annat uttryck i form av orimligt höga förklaringsnivåer trots att signifikansnivåerna för de enskilda variablerna är låga.

Vid användandet av Basus grundmodell har vi mindre problem med multikollinearitet, då antalet oberoende variabler är färre. Dessa tester visar bättre resultat och ett hälsosammare

förhållande mellan variablernas individuella signifikansnivåer och modellens övergripande förklaringsförmåga. Dock är förklaringsvärdena fortfarande högre än vad som uppnåtts av bland annat Basu (1997), vilket kan tyda på att problem med multikollinearitet fortfarande existerar. Trots att resultaten överlag visar statistiskt signifikans vid användandet av grundmodellen är detta inte fallet vid alla regressioner. Små dataset och brus i data kan leda till försämrade signifikans. Vår studie innehåller relativt få observationer i förhållande till många andra studier som använt Basus mått på redovisningskonservatism, vilket skulle kunna vara en anledning till de delvis problematiska signifikans- och förklaringsnivåerna.

Basus modell är den mest väletablerade för att mäta redovisningskonservatism, men våra resultat belyser till viss del problematiken med att applicera måttet på mindre marknader likt den svenska.

Klassificeringen av institutionella investerare är gjord utifrån den svenska marknaden med inspiration från tidigare studier om institutionellt ägande. En problematik vid uppdelningen var att alla institutioner inte helt tydligt passade in i de grupper vi identifierat, vilket försvårade grupperingsprocessen och ökar risken för potentiella fel. Önskvärt hade varit att göra en individuell klassificering för varje institution i förhållande till varje företag baserat på investeringshistorik likt Bushee (2001) och sedermera undersöka varje institutions affärsförhållande till varje investeringsobjekt. Ytterligare problematik som försämrar uppdelningens exakthet är det faktum att utländska institutioner inte alltid lyder under samma lagar som de svenska, vilka vi utgått från vid klassificeringen. I och med att grupperingarna skedde manuellt finns även en risk för feluppdelning vilket hade kunnat undvikas om grupperingarna skett automatiskt. Detta har vi försökt kontrollera genom noggrann genomgång av klassificeringen.

Trots vissa metodproblem anser vi att validiteten för våra resultat är relativt höga. Vi har kontrollerat data för såväl tidsserieaspekter som för heteroskedasticitet. Dessutom finner vi samband som är i linje med resultat från tidigare studier på redovisningskonservatism. Något som skulle kunna ifrågasätta resultatens validitet är det förhållandevis få observationer som använts i studien i jämfört med studier som använt sig av liknande metoder.

## 5.4 Diskussion av urval

I rapporten har vi studerat företag listade på Nasdaq OMX Stockholm Large- och Mid Cap. Dessa listor har visat störst similaritet när det gäller institutionellt ägande, resultat och aktieavkastning. Många av företagen på Small Cap har extremt låg andel eller inget ägande

av institutioner bland de 20 största ägarna. Vidare uppvisar en del företag listade på Small Cap extrema resultat i förhållande till marknadsvärdet. I bilaga tre finns resultat från samma regressioner som i studien, men där även bolag noterade på Small Cap är inkluderade. Som befarat visar dessa regressioner övervägande mycket svaga signifikanser och inkonsekventa resultat.

Vid regression av varje lista individuellt tyder resultaten på att graden redovisningskonservatism är högst bland företag listade på Small Cap medan företag listade på Large Cap uppvisar lägst andel redovisningskonservatism. Några långtgående slutsatser kan dock ej dras då alla resultat inte är statistiskt säkerställda. Skulle detta dock vara fallet är det tvärt emot fördelningen av institutionellt ägande där företagen listade på Small Cap har lägst andel ägande av institutioner medan Large- och Mid Cap är de listor med störst andel institutionellt ägande. Ett sådant samband leder vid gruppering utifrån andel institutionellt ägande till att en överrepresentation av företag listade på Small Cap i gruppen med låg andel ägande av institutioner. Något som vidare resulterar i att vi får svårt att hitta samband för våra hypoteser då företag listade på Small Cap uppvisat högre grad av redovisningskonservatism än företag listade på Large- och Mid Cap. Då Basus modell inte innehåller någon variabel som kontrollerar för listspecifika egenskaper skulle detta kunna bidra till de svaga resultaten från dessa regressioner.

Det faktum att graden redovisningskonservatism är högst för företag listade på Small Cap stöds dock av tidigare forskning som visat att större företag har lägre informationsasymmetri och lägre redovisningskonservatism (LaFond & Watts, 2008). Vidare uppvisar företag listade på Small Cap ytterligare ett antal karaktärsdrag som visat sig leda till redovisningskonservatism såsom ung ålder och hög standardavvikelse i aktiepriset jämfört med företag listade på Large Cap.

## 5.5 Slutsatser

Vi har i denna uppsats undersökt implikationerna av institutioners ägande på de svenska börsbolagens redovisning. Detta område är av stort intresse med tanke på institutioners stora ägande på börsen, diskussionen kring institutioners roll som ägare och pålitligheten i den finansiella rapporteringen. I studien har företag listade på Nasdaq OMX Stockholm Large- och Mid Cap studerats under perioden 2009-2011 med avseende på sambandet mellan institutionellt ägande och redovisningskonservatism.

I studien konstaterades ett positivt samband mellan institutionellt ägande och redovisningskonservatism. Detta är i linje med teori gällande institutioners förmåga att tolka och efterfråga konservativ redovisningsinformation i förhållande till privata investerare. Det tyder på att institutioner utövar övervakande verksamhet av ledningsarbetet genom att förespråka konservativ redovisning som ett komplement eller ett alternativ till mer kostsam direktövervakning.

Denna studie bidrar till forskningen om institutioners roll som företagsägare. Den bidrar även till en ökad förståelse för redovisningspraktik inom svenska företag och hur den påverkas av olika aktörer.

## 5.6 Förslag på fortsatta studier

Vi finner att forskningsområdet institutionellt ägande och dess inverkan på redovisning i Sverige fortsatt är intressant och det finns möjligheter för djupare forskning. I denna studie har vi fokuserat på huruvida institutionellt ägande leder till redovisningskonservatism. Att undersöka de kausala sambanden mellan institutioner och redovisningskonservatism i Sverige vore av intresse.

Som vi diskuterar i avsnitt 5.3 finns det vissa svårigheter med att applicera måttet på redovisningskonservatism utvecklat av Basu på data som använts i denna uppsats. I framtiden vore en modifierad modell anpassad till mindre marknader likt den svenska vara intressant för att på ett enklare sätt kunna studera redovisningskonservatism och dess samband på små marknader. Ett sådant mått skulle även underlätta undersökningar av enskilda delar av olika marknader.

Antalet kvantitativa studier på redovisningskonservatism i Sverige är begränsat, vilket till stor del kan bero på de mått som idag finns att tillgå är otillfredsställande vid undersökningar av mindre marknader. Kvantitativa studier möjliggör analys av större urval och gör det möjligt att få en överblick över hela marknader. Det vore intressant att undersöka hur olika marknadsaktörer och företagsegenskaper påverkar redovisningskonservatism. Detta för att bättre förstå redovisningspraktik inom svenska företag och hur informationen kan användas för att underbygga investeringsbeslut.

## 6. Litteraturförteckning

---

- Abarbanell, J., Bushee, B. & Raedy, J., 2003. Institutional Investor Preferences and Price Pressure: The Case of Corporate Spin-Offs. *Journal of Business*, 76(2), pp. 233-261.
- Badrinath, S., G., G. & J., K., 1989. Patterns of Institutional Investment, Prudence, and the Managerial "Safety-Net" Hypothesis. *The Journal of Risk and Insurance*, 56(4), pp. 605-629.
- Ball, R., 2001. Infrastructure Requirements for an Economically Efficient System of Public Financial Reporting and Disclosure. *Brookings-Wharfn Papers on Financial Services*, 2001(1), pp. 127-169.
- Ball, R., Kothari, S. & Robin, A., 2000. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), pp. 1-51.
- Barber, B., Lee, Y.-., Liu, Y.-. & Odean, T., 2009. Just how much do individual investors lose by trading. *Review of Financial Studies*, 22(2), pp. 609-632.
- Barber, B. & Odean, T., 2000. Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *Journal of Finance*, 55(2), pp. 773-806.
- Barber, B. & Odean, T., 2008. All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. *Review of Financial Studies*, 21(2), pp. 785-818.
- Basu, S., 1997. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), pp. 3-37.
- Beatty, A., 2007. Discussion of Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book and conservatism in financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1-2), pp. 32-35.
- Beaver, W., Landsman, W. & Owens, E., 2012. Asymmetry in earnings timeliness and persistence: A simultaneous equations approach. *Review of Accounting Studies*, 17(4), pp. 781-806.
- Beaver, W. & Ryan, S., 2005. Conditional and unconditional conservatism: Concepts and modeling. *Review of Accounting Studies*, 10(2-3), pp. 269-309.
- Bliss, J., 1924. Management through accounts. *The Ronald Press Co.*
- Brickley, J., Kease, R. & Smith Jr., C., 1988. Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics*, 20(C), pp. 267-291.
- Bushee, B. J., 2001. Do Institutional Investor Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value?. *Contemporary Accounting Research*, 18(2), pp. 207-246.
- Bushee, B. & Noe, C., 2000. Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of Accounting Research*, 38(SUPPL.), pp. 171-202.
- Chen, Q., Hemmer, T. & Zhang, Y., 2007. On the Relation between Conservatism in Accounting Standards and Incentives for Earnings Management. *Journal of Accounting Research*, 45(3), pp. 541-565.
- Del Guercio, D., 1996. The distorting effect of the prudent-man laws on institutional equity investments. *Journal of Financial Economics*, 40(1), pp. 31-62.
- Dobrynzki, J., 1993. Relationship investing: A new shareholder is emerging - patient and involved. *Business Week*, Volume 3309, pp. 68-75.
- Feltham, G. & Ohlson, J., 1995. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), pp. 689-731.
- Finansdepartementet, i. s. m. G., 2012. *Statens ägarpolicy och riktlinjer för företag med statligt ägande*, s.l.: Regeringskansliet.
- Givoly, D., Hayn, C. & Natarajan, A., 2007. Measuring reporting conservatism. *Accounting Review*, 82(1), pp. 65-106.
- Graves, S. & Waddock, S., 1990. Institutional ownership and control: Implications for long-term corporate strategy. *The Executive*, 4(1), pp. 75-83.
- Grossman, J. & Hart, O., 1980. Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *The Bell Journal of Economics*, 11(1), pp. 42-64.
- Hand, J., 1990. A test of the extended functional fixation hypothesis. *The Accounting Review*, 65(4), pp. 740-763.
- Heard, J., 1987. Pension funds and contests for corporate control. *California Management Review*, 29(2), pp. 89-100.



- Hellman, N., 2008. Accounting Conservatism under IFRS. *Accounting i Europe*, 5(2), pp. 71-100.
- Jackson, G. & Petraki, A., 2011. How does corporate governance lead to short-termism?. In: S. Vitols & N. Kluge, eds. *The Sustainable Company: a new approach to corporate governance*. Brussels: ETUI aisbl, pp. 199-226.
- Jensen, M. & Meckling, W., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360.
- Khan, M. & Watts, R., 2009. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), pp. 132-150.
- Kwon, Y., Paul Newman, D. & Suh, Y., 2001. The demand for accounting conservatism for management control. *Review of Accounting Studies*, 6(1), pp. 29-51.
- LaFond, R. & Roychowdhury, S., 2008. Managerial ownership and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 46(1), pp. 101-135.
- LaFond, R. & Watts, R., 2008. The information role of conservatism. *Accounting Review*, 83(2), pp. 447-478.
- Nachemson-Ekwall, S., 2012. *Institutionella investerarens förmåga att utöva ägarkontroll*, s.l.: Svenskt Näringsliv.
- Odean, T., 1999. Do investors trade too much?. *American Economic Review*, 89(5), pp. 1279-1298.
- Penman, S. & Zhang, X., 2002. Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns. *Accounting Review*, 77(2), pp. 237-264.
- Porter, M., 1992. Capital Choices: Changing the way America Invests in Industry. *Journal of Applied Corporate Finance*, 5(2), pp. 4-16.
- Ramalingegowda, S. & Yu, Y., 2012. Institutional ownership and conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1-2), pp. 98-114.
- Riksdagen, 2010. Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder). In: G. Hermansson, ed. *Sveriges Rikes Lag*. Stockholm: Norstedts Juridik AB, p. B 1773.
- Riksdagen, 2010. Lag (2000:193) om Sjätte AP-fonden. In: G. Hermansson, ed. *Sveriges Rikes Lag*. Stockholm: Norstedts Juridik AB, p. B 1773.
- Riksdagen, 2010. Lag (2004:46) om investeringsfonder. In: G. Hermansson, ed. *Sveriges Rikes Lag*. Stockholm: Norstedts Juridik AB, pp. B 2285 - B 2301.
- Roychowdhury, S. & Watts, R., 2007. Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book and conservatism in financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1-2), pp. 2-31.
- Ryan, S. G., 2006. Identifying Conditional Conservatism. *European Accounting Review*, 15(4), pp. 511-525.
- Sengupta, P., 1998. Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *The Accounting Review*, 73(4), pp. 459-474.
- Shleifer, A. & Vishny, R., 1986. Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94(3), pp. 461-488.
- Sias, R., Starks, L. & Titman, S., 2006. Changes in institutional ownership and stock returns: Assessment and methodology. *Journal of Business*, 79(6), pp. 2869-2910.
- Walther, B., 1997. Investor Sophistication and Market Earnings Expectations. *Journal of Accounting and Research*, 35(2), pp. 157-179.
- Wang, Z. R., 2009. *Accounting Conservatism*, Wellington: Victoria University of Wellington, Doctoral thesis.
- Watts, R., 2003. Conservatism in accounting part I: Explanations and implications. *Accounting Horizons*, 17(3), pp. 207-221.
- Watts, R. L. & Zuo, L., 2012. *Accounting Conservatism and Firm Value: Evidence from the Global Financial Crisis*, s.l.: MIT Sloan Research Paper 4941-11.
- Zhang, J., 2008. The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), pp. 27-54.

## Elektroniska källor

AFA, 2013. *AFA*. [Online]

Available at: <http://www.afaforsakring.se/>

[Accessed 20 04 2013].

Alecta, 2013. *Alecta*. [Online]

Available at: <http://www.alecta.se/>

[Accessed 20 04 2013].

AMF, 2013. *AMF*. [Online]

Available at: <http://www.amf.se/>

[Accessed 20 04 2013].

Bogdan, M., 2013. *Nationalencyklopedin*. [Online]

Available at: <http://www.ne.se/r%C3%A4ttsfamilj>

[Accessed 11 Maj 2013].

Riksdagen, 2013. *Lagen.nu, Försäkringsrörelselagen (2010:2043)*. [Online]

Available at: <https://lagen.nu/2010:2043>

[Accessed 21 04 2013].

Rouzbehani, R., 2006. *Aktiespararna*. [Online]

Available at: <http://www.aktiespararna.se/Artikelarkiv/Fonder/2006/maj/Allt-du-behover-veta-om-hedgefonder/>

[Accessed 20 04 2013].

U.S. Securities and Exchange Commission, 2013. *U.S. Securities and Exchange Commission*. [Online]

Available at: <http://www.sec.gov/answers/form13f.htm>

[Accessed 06 05 2013].

## 7. Figur- och tabellförteckning

---

### Tabeller

|                                                                                                    |           |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <i>Tabell i. Deskriptiv statistik, samtliga grupper .....</i>                                      | <i>25</i> |
| <i>Tabell ii. Korrelation mellan variablerna, samtliga grupper .....</i>                           | <i>26</i> |
| <i>Tabell iii. Deskriptiv statistik, grupp ett, grupperat på INSTOWN .....</i>                     | <i>27</i> |
| <i>Tabell iv. Deskriptiv statistik, grupp tre, grupperat på INSTOWN .....</i>                      | <i>27</i> |
| <i>Tabell v. Regression av Basus grundmodell, grupp ett, grupperat på INSTOWN .....</i>            | <i>28</i> |
| <i>Tabell vi. Regression av Basus grundmodell, grupp tre, grupperat på INSTOWN .....</i>           | <i>28</i> |
| <i>Tabell vii. Regression av den utvecklade modellen, samtliga grupper, avseende INSTOWN .....</i> | <i>29</i> |
| <i>Tabell viii. Deskriptiv statistik, grupp ett, grupperat på OIOWN .....</i>                      | <i>30</i> |
| <i>Tabell ix. Deskriptiv statistik, grupp tre, grupperat på OIOWN .....</i>                        | <i>31</i> |
| <i>Tabell x. Regression av Basus grundmodell, grupp ett, grupperat på OIOWN .....</i>              | <i>31</i> |
| <i>Tabell xi. Regression av Basus grundmodell, grupp tre, grupperat på OIOWN .....</i>             | <i>32</i> |
| <i>Tabell xii. Regression av den utvecklade modellen, samtliga grupper, avseende OIOWN .....</i>   | <i>33</i> |

### Figur

|                                                              |           |
|--------------------------------------------------------------|-----------|
| <i>Figur a) Klassificeringsmatris av institutioner .....</i> | <i>24</i> |
|--------------------------------------------------------------|-----------|

## 8. Bilagor

---

|                                                                                                                 |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>Bilaga 1: Tabeller <math>H_1</math></b> .....                                                                | 45 |
| <i>Tabell 1.1 Test för outliers, Large- och Mid Cap</i> .....                                                   | 45 |
| <i>Tabell 1.2 Test för multikollinearitet, grupp ett, grupperat på INSTOWN</i> .....                            | 45 |
| <i>Tabell 1.3 Test för heteroskedasticitet, grupp ett, grupperat på INSTOWN</i> .....                           | 46 |
| <i>Tabell 1.4 Korrelation mellan variablerna, grupp ett, grupperat på INSTOWN</i> .....                         | 46 |
| <i>Tabell 1.5 Korrelation mellan variablerna, grupp tre, grupperat på INSTOWN</i> .....                         | 47 |
| <i>Tabell 1.6 Test för multikollinearitet avseende INSTOWN</i> .....                                            | 48 |
| <i>Tabell 1.7 Test för heteroskedasticitet, samtliga grupper, den utvecklade modellen avseende INSTOWN</i> .... | 49 |
| <b>Bilaga 2: Tabeller <math>H_2</math></b> .....                                                                | 50 |
| <i>Tabell 2.1 Korrelation mellan variablerna, grupp ett, grupperat på OIOWN</i> .....                           | 50 |
| <i>Tabell 2.2 Korrelation mellan variablerna, grupp tre, grupperat på OIOWN</i> .....                           | 50 |
| <b>Bilaga 3: Tabeller tester inklusive Small Cap</b> .....                                                      | 51 |
| <i>Tabell 3.1 Test för outliers, samtliga listor</i> .....                                                      | 51 |
| <i>Tabell 3.2 Deskriptiv statistik, samtliga listor</i> .....                                                   | 51 |
| <i>Tabell 3.3. Korrelation mellan variablerna, samtliga listor, .....</i>                                       | 52 |
| <i>Tabell 3.4 Deskriptiv statistik, samtliga listor, grupp ett, grupperat på INSTOWN</i> .....                  | 52 |
| <i>Tabell 3.5 Korrelation mellan variablerna, samtliga listor, grupp ett</i> .....                              | 53 |
| <i>Tabell 3.6 Regression av Basus grundmodell, samtliga listor, grupp ett grupperat på INSTOWN</i> .....        | 53 |
| <i>Tabell 3.7 Deskriptiv statistik, samtliga listor, grupp tre grupperat på INSTOWN</i> .....                   | 53 |
| <i>Tabell 3.8 Korrelation mellan variablerna, samtliga listor grupp tre grupperat på INSTOWN</i> .....          | 54 |
| <i>Tabell 3.9 Regression av Basus grundmodell, samtliga listor, grupp tre, grupperat på INSTOWN</i> .....       | 54 |
| <i>Tabell 3.10 Regression av den utveckande modellen, samtliga listor, avseende INSTOWN</i> .....               | 55 |
| <i>Tabell 3.11 Deskriptiv statistik, samtliga listor, grupp ett, grupperat på OIOWN</i> .....                   | 55 |
| <i>Tabell 3.12 Korrelation mellan variablerna, samtliga listor, grupp ett, grupperat på OIOWN</i> .....         | 56 |
| <i>Tabell 3.13 Regression av Basus grundmodell, samtliga listor, grupp ett, grupperat på OIOWN</i> .....        | 56 |
| <i>Tabell 3.14 Deskriptiv statistik, samtliga listor, grupp tre, grupperat på OIOWN</i> .....                   | 56 |
| <i>Tabell 3.15 Korrelation mellan variablerna, samtliga listor, grupp tre, grupperat på OIOWN</i> .....         | 57 |
| <i>Tabell 3.16 Regression av Basus grundmodell, samtliga listor, grupp tre, grupperat på OIOWN</i> .....        | 57 |
| <i>Tabell 3.17 Regression av den utveckande modellen, samtliga listor, avseende OIOWN</i> .....                 | 58 |
| <i>Tabell 3.18 Deskriptiv statistik, Large Cap</i> .....                                                        | 59 |
| <i>Tabell 3.19 Regression av Basu grundmodell, Large Cap</i> .....                                              | 59 |
| <i>Tabell 3.20 Deskriptiv statistik, Mid Cap, .....</i>                                                         | 59 |
| <i>Tabell 3.21 Regression av Basus grundmodell, Mid Cap</i> .....                                               | 60 |
| <i>Tabell 3.22 Deskriptiv statistik, Small Cap</i> .....                                                        | 60 |
| <i>Tabell 3.23 Regression av Basu grundmodell, Small Cap</i> .....                                              | 60 |
| <b>Bilaga 4: Statistiskt test av skillnader mellan grupper</b> .....                                            | 61 |

## Bilaga 1: Tabeller $H_1$

I denna del visas några av de statistiska test som gjorts för att kontrollera data. Först presenteras ett resultat av Bacon-test där vi kan se att två observationer har exkluderats från urvalet.

*Tabell 1.1 Test för outliers, Large- och Mid Cap*

| <b>Bacon test percentile 0,10</b> |     |
|-----------------------------------|-----|
| Total number of observations:     | 273 |
| BACON outliers ( $p = 0.10$ ):    | 2   |
| Non-outliers remaining:           | 271 |

Nedan finns ett VIF-test som undersöker multikollinearitet i data vid användandet av Basus grundmodell på grupp ett, grupperat på andel institutionellt ägarskap. Tio brukar anses som ett kritiskt värde och då ingen av variabler ligger över detta finns det utifrån detta test ingen anledning att misstänka stora mängder multikollinearitet. Som vi nämnt i uppsatsen har VIF-tester utförts inför alla regressioner, men då alla VIF-tester inför regression med Basus grundmodell har gett liknande resultat finner vi att denna tabell är representativ och väljer att inte presentera alla tester som utförts.

*Tabell 1.2 Test för multikollinearitet, grupp ett, grupperat på INSTOWN  
90 observationer*

|               | <b>VIF</b> | <b>1/VIF</b> |
|---------------|------------|--------------|
| <i>DR</i>     | 2,91       | 0,34         |
| <i>DR_RET</i> | 2,74       | 0,37         |
| <i>RET</i>    | 1,77       | 0,56         |
| Mean VIF      | 2,47       |              |

I tabellen nedan finns resultatet från då vi testat för heteroskedasticitet i data vid användandet av Basus grundmodell på grupp ett, grupperat på andel institutionellt ägarskap. Det går att utläsa att datan lider av viss heteroskedasticitet. Utfallet har varit desamma för alla data-grupper vilket gjort att vi valt att använda oss av robusta regressioner för att kontrollera för detta. Då vi finner att denna tabell är representativ för alla heteroskedasticitet vid användandet av Basus grundmodell har vi valt att inte presentera alla test som är gjorda inför de olika regressionerna.

Tabell 1.3 Test för heteroskedasticitet, grupp ett, grupperat på INSTOWN  
90 observationer

|                  |                                                             |
|------------------|-------------------------------------------------------------|
| White's test for | Ho: homoskedasticity<br>Ha: unrestricted heteroskedasticity |
| chi2(5)          | 7,73                                                        |
| Prob > chi2      | 0,172                                                       |

Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test

| Source             | chi2  | df | p     |
|--------------------|-------|----|-------|
| Heteroskedasticity | 7,73  | 5  | 0,172 |
| Skewness           | 7,71  | 3  | 0,053 |
| Kurtosis           | 3,31  | 1  | 0,069 |
| Total              | 18,75 | 9  | 0,027 |

I tabellerna nedan presenteras den korrelationsstatistik som vi uppmätte i grupp ett och grupp tre, uppdelat på andel institutionellt ägande vid test av hypotes ett.

Tabell 1.4 Korrelation mellan variablerna, grupp ett, grupperat på INSTOWN  
90 observationer

|                | <i>XP</i> | <i>DR</i> | <i>RET</i> | <i>DR_RET</i> | <i>INSTOWN</i> | <i>OIOWN</i> | <i>IIOWN</i> | <i>STDEV</i> | <i>Age</i> | <i>Size</i> | <i>MTBV</i> | <i>LEV</i> |
|----------------|-----------|-----------|------------|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|------------|-------------|-------------|------------|
| <i>XP</i>      | 1         |           |            |               |                |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>DR</i>      | -0,275*** | 1         |            |               |                |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>RET</i>     | 0,352***  | -0,637*** | 1          |               |                |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>DR_RET</i>  | 0,391***  | -0,784*** | 0,607***   | 1             |                |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>INSTOWN</i> | 0,062     | 0,054     | 0,022      | 0,055         | 1              |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>OIOWN</i>   | -0,295*** | 0,113     | -0,101     | -0,212**      | -0,170         | 1            |              |              |            |             |             |            |
| <i>IIOWN</i>   | 0,261**   | -0,061    | 0,090      | 0,193*        | 0,641***       | -0,866***    | 1            |              |            |             |             |            |
| <i>STDEV</i>   | -0,402*** | 0,115     | -0,020     | -0,327***     | -0,131         | 0,246**      | -0,258**     | 1            |            |             |             |            |
| <i>Age</i>     | 0,022     | 0,294***  | -0,274***  | -0,146        | -0,221**       | 0,069        | -0,166       | -0,015       | 1          |             |             |            |
| <i>Size</i>    | 0,058     | 0,131     | -0,341***  | -0,119        | -0,233**       | 0,542***     | -0,541***    | -0,091       | 0,335***   | 1           |             |            |
| <i>MTBV</i>    | -0,153    | 0,131     | -0,216**   | -0,171        | 0,065          | -0,114       | 0,122        | -0,138       | -0,039     | -0,016      | 1           |            |
| <i>LEV</i>     | 0,267**   | 0,045     | 0,121      | 0,040         | 0,269**        | 0,108        | 0,053        | 0,082        | -0,084     | 0,075       | -0,331***   | 1          |

Tabell 1.5 Korrelation mellan variablerna, grupp tre, grupperat på INSTOWN  
90 observationer

|                | <i>XP</i> | <i>DR</i> | <i>RET</i> | <i>DR_RET</i> | <i>INSTOWN</i> | <i>OIOWN</i> | <i>IIOWN</i> | <i>STDEV</i> | <i>Age</i> | <i>Size</i> | <i>MTBV</i> | <i>LEV</i> |
|----------------|-----------|-----------|------------|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|------------|-------------|-------------|------------|
| <i>XP</i>      | 1         |           |            |               |                |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>DR</i>      | -0,112    | 1         |            |               |                |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>RET</i>     | 0,379***  | -0,522*** | 1          |               |                |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>DR_RET</i>  | -0,057    | -0,766*** | 0,467***   | 1             |                |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>INSTOWN</i> | 0,154     | -0,005    | 0,017      | -0,128        | 1              |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>OIOWN</i>   | 0,071     | -0,007    | 0,049      | 0,014         | 0,261**        | 1            |              |              |            |             |             |            |
| <i>IIOWN</i>   | 0,112     | -0,001    | -0,011     | -0,134        | 0,840***       | -0,304***    | 1            |              |            |             |             |            |
| <i>STDEV</i>   | 0,087     | -0,074    | 0,328***   | -0,012        | 0,124          | -0,124       | 0,192*       | 1            |            |             |             |            |
| <i>Age</i>     | 0,029     | 0,139     | -0,119     | -0,139        | 0,278***       | 0,386***     | 0,058        | 0,152        | 1          |             |             |            |
| <i>Size</i>    | -0,194*   | 0,260**   | -0,440***  | -0,139        | 0,233**        | 0,496***     | -0,049       | -0,266**     | 0,520***   | 1           |             |            |
| <i>MTBV</i>    | -0,066    | 0,053     | -0,020     | -0,059        | 0,079          | -0,004       | 0,081        | -0,035       | -0,014     | -0,033      | 1           |            |
| <i>LEV</i>     | 0,168     | -0,062    | 0,088      | 0,127         | -0,031         | 0,057        | -0,062       | 0,044        | -0,142     | 0,136       | -0,171      | 1          |

Nedan är ett VIF-test som undersöker multikollinearitet i hela datamängden vid användandet av den utvecklade modellen som mäter institutioners inverkan på redovisningskonservatism. Då värden över tio brukar anses som problematiska, indikerar tabellen stora problem med multikollinearitet vid denna regression. Då alla VIF-tester inför regression med den utvecklade modellen gett liknande resultat finner vi att denna tabell är representativ och väljer att inte presentera alla tester som utförts.

Tabell 1.6 Test för multikollinearitet avseende INSTOWN  
271 observationer

|                     | VIF    | 1/VIF |
|---------------------|--------|-------|
| <i>DR_RET</i>       | 387,76 | 0,00  |
| <i>DR</i>           | 280,74 | 0,00  |
| <i>DR_RET_Size</i>  | 237,49 | 0,00  |
| <i>RET</i>          | 221,56 | 0,00  |
| <i>DR_Size</i>      | 200,39 | 0,00  |
| <i>RET_Size</i>     | 105,15 | 0,01  |
| <i>DR_RET_INS~N</i> | 69,94  | 0,01  |
| <i>RET_STDEV</i>    | 54,21  | 0,02  |
| <i>DR_INSTOWN</i>   | 42,39  | 0,02  |
| <i>DR_STDEV</i>     | 38,54  | 0,03  |
| <i>DR_RET_STD~V</i> | 35,04  | 0,03  |
| <i>RET_INSTOWN</i>  | 25,52  | 0,04  |
| <i>DR_Age</i>       | 22,54  | 0,04  |
| <i>DR_RET_Age</i>   | 16,81  | 0,06  |
| <i>DR_RET_MTBV</i>  | 15,87  | 0,06  |
| <i>DR_MTBV</i>      | 15,47  | 0,06  |
| <i>DR_RET_LEV</i>   | 15,17  | 0,07  |
| <i>RET_LEV</i>      | 13,98  | 0,07  |
| <i>DR_LEV</i>       | 12,75  | 0,08  |
| <i>RET_Age</i>      | 9,58   | 0,10  |
| <i>STDEV</i>        | 5,02   | 0,20  |
| <i>Age</i>          | 4,62   | 0,22  |
| <i>Size</i>         | 4,32   | 0,23  |
| <i>RET_MTBV</i>     | 4,00   | 0,25  |
| <i>INSTOWN</i>      | 3,69   | 0,27  |
| <i>LEV</i>          | 3,55   | 0,28  |
| <i>MTBV</i>         | 3,06   | 0,33  |
| Mean VIF            | 68,49  |       |



I tabellen nedan finns resultatet från då vi testat för heteroskedasticitet i hela datamängden som använts i uppsatsen vid användandet av den utvecklade regressionsmodellen. Det går att utläsa att datan lider av viss heteroskedasticitet. Då vi finner att denna tabell är representativ för alla heteroskedasticitetstest vi gjort vid användandet av den utvecklade regressionsmodellen har vi valt att inte presentera alla test som är gjorda inför de olika regressionerna.

*Tabell 1.7 Test för heteroskedasticitet, samtliga grupper, den utvecklade modellen avseende INSTOWN 271 observationer*

|                  |                                                             |
|------------------|-------------------------------------------------------------|
| White's test for | Ho: homoskedasticity<br>Ha: unrestricted heteroskedasticity |
| chi2(166)        | 183,48                                                      |
| Prob > chi2      | 0,168                                                       |

**Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test**

| Source             | chi2   | df  | p     |
|--------------------|--------|-----|-------|
| Heteroskedasticity | 183,48 | 166 | 0,168 |
| Skewness           | 46,80  | 27  | 0,010 |
| Kurtosis           | 7,07   | 1   | 0,008 |
| Total              | 237,35 | 194 | 0,018 |

## Bilaga 2: Tabeller $H_2$

I denna bilaga presenteras den korrelationsstatistik som uppmättes i grupp ett och grupp tre, uppdelat på andel ägande av övervakande institutioner vid test av hypotes två.

Tabell 2.1 Korrelation mellan variablerna, grupp ett, grupperat på OIOWN  
90 observationer

|                | <i>XP</i> | <i>DR</i> | <i>RET</i> | <i>DR_RET</i> | <i>INSTOWN</i> | <i>OIOWN</i> | <i>IOWN</i> | <i>STDEV</i> | <i>Age</i> | <i>Size</i> | <i>MTBV</i> | <i>LEV</i> |
|----------------|-----------|-----------|------------|---------------|----------------|--------------|-------------|--------------|------------|-------------|-------------|------------|
| <i>XP</i>      | 1         |           |            |               |                |              |             |              |            |             |             |            |
| <i>DR</i>      | -0,332*** | 1         |            |               |                |              |             |              |            |             |             |            |
| <i>RET</i>     | 0,476***  | -0,618*** | 1          |               |                |              |             |              |            |             |             |            |
| <i>DR_RET</i>  | 0,545***  | -0,787*** | 0,578***   | 1             |                |              |             |              |            |             |             |            |
| <i>INSTOWN</i> | -0,245**  | 0,079     | -0,1834*   | -0,125        | 1              |              |             |              |            |             |             |            |
| <i>OIOWN</i>   | -0,115    | 0,058     | -0,059     | -0,084        | 0,288***       | 1            |             |              |            |             |             |            |
| <i>IOWN</i>    | -0,161    | 0,038     | -0,138     | -0,065        | *0,774***      | -0,383***    | 1           |              |            |             |             |            |
| <i>STDEV</i>   | -0,408*** | 0,225**   | -0,026     | -0,435***     | 0,117          | 0,117        | 0,036       | 1            |            |             |             |            |
| <i>Age</i>     | -0,009    | 0,152     | -0,129     | 0,009         | -0,423***      | -0,071       | -0,361***   | -0,051       | 1          |             |             |            |
| <i>Size</i>    | -0,031    | 0,147     | -0,401***  | 0,078         | -0,138         | 0,110        | -0,205*     | -0,464***    | 0,532***   | 1           |             |            |
| <i>MTBV</i>    | -0,022    | 0,172     | -0,248**   | -0,007        | -0,071         | -0,198*      | 0,062       | -0,318***    | 0,205*     | 0,331***    | 1           |            |
| <i>LEV</i>     | 0,020     | -0,113    | 0,068      | -0,026        | 0,104          | -0,047       | 0,131       | 0,302***     | -0,145     | -0,219**    | -0,519***   | 1          |

Tabell 2.2 Korrelation mellan variablerna, grupp tre, grupperat på OIOWN  
90 observationer

|                | <i>XP</i> | <i>DR</i> | <i>RET</i> | <i>DR_RET</i> | <i>INSTOWN</i> | <i>OIOWN</i> | <i>IOWN</i> | <i>STDEV</i> | <i>Age</i> | <i>Size</i> | <i>MTBV</i> | <i>LEV</i> |
|----------------|-----------|-----------|------------|---------------|----------------|--------------|-------------|--------------|------------|-------------|-------------|------------|
| <i>XP</i>      | 1         |           |            |               |                |              |             |              |            |             |             |            |
| <i>DR</i>      | -0,194*   | 1         |            |               |                |              |             |              |            |             |             |            |
| <i>RET</i>     | 0,202*    | -0,568*** | 1          |               |                |              |             |              |            |             |             |            |
| <i>DR_RET</i>  | 0,214**   | -0,808*** | 0,537***   | 1             |                |              |             |              |            |             |             |            |
| <i>INSTOWN</i> | -0,0722   | 0,269**   | -0,310***  | -0,173        | 1              |              |             |              |            |             |             |            |
| <i>OIOWN</i>   | -0,201*   | -0,059    | -0,006     | 0,021         | 0,158          | 1            |             |              |            |             |             |            |
| <i>IOWN</i>    | -0,063    | 0,274***  | -0,312***  | -0,175*       | 0,999***       | 0,113        | 1           |              |            |             |             |            |
| <i>STDEV</i>   | -0,057    | 0,009     | 0,227**    | -0,201*       | -0,044         | 0,028        | -0,046      | 1            |            |             |             |            |
| <i>Age</i>     | 0,133     | 0,058     | 0,097      | 0,062         | -0,193*        | 0,002        | -0,194*     | -0,061       | 1          |             |             |            |
| <i>Size</i>    | -0,138    | 0,271***  | -0,504***  | -0,231**      | 0,094          | 0,243**      | 0,083       | -0,202*      | 0,143      | 1           |             |            |
| <i>MTBV</i>    | -0,305*** | -0,055    | 0,013      | -0,021        | -0,058         | -0,003       | -0,058      | 0,096        | 0,072      | 0,188*      | 1           |            |
| <i>LEV</i>     | 0,121     | 0,094     | 0,049      | -0,101        | 0,062          | -0,126       | 0,068       | -0,051       | -0,148     | 0,000       | -0,094      | 1          |

## Bilaga 3: Tabeller tester inklusive Small Cap

I denna bilaga har vi inkluderat data för Nasdaq OMX Stockholm Large, Mid- och Small Cap. Först presenteras de tester som gjorts i uppsatsen med företag från alla listor inkluderat. Avsnittet avslutas sedan med regressioner där graden av redovisningskonservatism inom var och en av listorna för sig har undersökts.

*Tabell 3.1 Test för outliers, samtliga listor*

| <b>Bacon test percentile 0,10</b> |     |
|-----------------------------------|-----|
| Total number of observations:     | 579 |
| BACON outliers ( $p = 0.10$ ):    | 4   |
| Non-outliers remaining:           | 575 |

*Tabell 3.2 Deskriptiv statistik, samtliga listor  
575 observationer*

|                | <b>Medel</b> | <b>Median</b> | <b>Minimum</b> | <b>Maximum</b> | <b>STDEV</b> |
|----------------|--------------|---------------|----------------|----------------|--------------|
| <i>XP</i>      | 0,012        | 0,063         | -2,182         | 2,009          | 0,270        |
| <i>DR</i>      | 0,376        | 0,000         | 0,000          | 1,000          | 0,485        |
| <i>RET</i>     | 0,280        | 0,154         | -0,933         | 4,174          | 0,693        |
| <i>INSTOWN</i> | 50,628       | 52,400        | 1,400          | 91,300         | 19,806       |
| <i>OIOWN</i>   | 4,313        | 1,800         | 0,000          | 51,100         | 6,599        |
| <i>IIOWN</i>   | 46,315       | 45,200        | 1,400          | 90,000         | 19,735       |
| <i>STDEV</i>   | 0,161        | 0,125         | 0,050          | 0,500          | 0,098        |
| <i>Age</i>     | 12,421       | 12,000        | 0,000          | 29,000         | 7,054        |
| <i>Size</i>    | 3,148        | 3,001         | 1,102          | 5,515          | 0,837        |
| <i>MTBV</i>    | 2,548        | 1,660         | -92,920        | 54,180         | 5,791        |
| <i>LEV</i>     | 0,210        | 0,175         | 0,000          | 1,011          | 0,187        |

Tabell 3.3. Korrelation mellan variablerna, samtliga listor, 575 observationer

|                | <i>XP</i> | <i>DR</i> | <i>RET</i> | <i>DR_RET</i> | <i>INSTOWN</i> | <i>OIOWN</i> | <i>IIOWN</i> | <i>STDEV</i> | <i>Age</i> | <i>Size</i> | <i>MTBV</i> | <i>LEV</i> |
|----------------|-----------|-----------|------------|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|------------|-------------|-------------|------------|
| <i>XP</i>      | 1         |           |            |               |                |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>DR</i>      | -0,158*** | 1         |            |               |                |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>RET</i>     | 0,088**   | -0,648*** | 1          |               |                |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>DR_RET</i>  | 0,269***  | -0,753*** | 0,608***   | 1             |                |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>INSTOWN</i> | 0,044     | 0,067     | -0,134***  | -0,027        | 1              |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>OIOWN</i>   | 0,042     | -0,049    | 0,048      | 0,028         | 0,177***       | 1            |              |              |            |             |             |            |
| <i>IIOWN</i>   | 0,030     | 0,083**   | -0,150***  | -0,037        | 0,944***       | -0,156***    | 1            |              |            |             |             |            |
| <i>STDEV</i>   | -0,255*** | 0,128***  | -0,031     | -0,252***     | -0,191***      | -0,094**     | -0,160***    | 1            |            |             |             |            |
| <i>Age</i>     | 0,058     | 0,118*    | -0,112*    | -0,064        | -0,126***      | 0,124***     | -0,168***    | -0,1450***   | 1          |             |             |            |
| <i>Size</i>    | 0,214***  | 0,012     | -0,127***  | 0,026         | 0,221***       | 0,546***     | 0,039        | -0,303***    | 0,333***   | 1           |             |            |
| <i>MTBV</i>    | 0,054     | 0,014     | -0,036     | -0,027        | -0,006         | 0,014        | -0,011       | 0,017        | -0,039     | 0,039       | 1           |            |
| <i>LEV</i>     | 0,039     | 0,016     | 0,015      | -0,032        | 0,152***       | 0,106**      | 0,117***     | -0,059       | 0,072*     | 0,203***    | -0,136***   | 1          |

Tabell 3.4 Deskriptiv statistik, samtliga listor, grupp ett, grupperat på INSTOWN 192 observationer

|                | <b>Medel</b> | <b>Median</b> | <b>Minimum</b> | <b>Maximum</b> | <b>STDEV</b> |
|----------------|--------------|---------------|----------------|----------------|--------------|
| <i>XP</i>      | 0,013        | 0,062         | -2,182         | 2,009          | 0,298        |
| <i>DR</i>      | 0,411        | 0,000         | 0,000          | 1,000          | 0,493        |
| <i>RET</i>     | 0,189        | 0,076         | -0,653         | 4,029          | 0,585        |
| <i>INSTOWN</i> | 72,580       | 72,250        | 61,600         | 91,300         | 7,222        |
| <i>OIOWN</i>   | 5,059        | 2,350         | 0,000          | 51,100         | 8,741        |
| <i>IIOWN</i>   | 67,520       | 68,750        | 16,500         | 90,000         | 11,826       |
| <i>STDEV</i>   | 0,154        | 0,125         | 0,050          | 0,500          | 0,088        |
| <i>Age</i>     | 10,630       | 10,000        | 0,000          | 29,000         | 7,157        |
| <i>Size</i>    | 3,182        | 3,120         | 1,784          | 5,379          | 0,666        |
| <i>MTBV</i>    | 2,327        | 1,620         | -0,480         | 34,210         | 3,124        |
| <i>LEV</i>     | 0,239        | 0,226         | 0,000          | 0,724          | 0,184        |

Tabell 3.5 Korrelation mellan variablerna, samtliga listor, grupp ett  
192 observationer

|                | <i>XP</i> | <i>DR</i> | <i>RET</i> | <i>DR_RET</i> | <i>INSTOWN</i> | <i>OIOWN</i> | <i>IIOWN</i> | <i>STDEV</i> | <i>Age</i> | <i>Size</i> | <i>MTBV</i> | <i>LEV</i> |
|----------------|-----------|-----------|------------|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|------------|-------------|-------------|------------|
| <i>XP</i>      | 1         |           |            |               |                |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>DR</i>      | -0,103    | 1         |            |               |                |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>RET</i>     | 0,006     | -0,676*** | 1          |               |                |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>DR_RET</i>  | 0,141*    | -0,774*** | 0,647***   | 1             |                |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>INSTOWN</i> | 0,048     | 0,045     | -0,052     | -0,032        | 1              |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>OIOWN</i>   | -0,064    | 0,006     | 0,015      | -0,072        | -0,089         | 1            |              |              |            |             |             |            |
| <i>IIOWN</i>   | 0,076     | 0,024     | -0,042     | 0,033         | 0,677***       | -0,794***    | 1            |              |            |             |             |            |
| <i>STDEV</i>   | -0,184**  | 0,125*    | -0,101     | -0,237***     | -0,140*        | 0,086        | -0,149**     | 1            |            |             |             |            |
| <i>Age</i>     | 0,012     | 0,245***  | -0,214***  | -0,147**      | -0,161**       | -0,031       | -0,076       | -0,112       | 1          |             |             |            |
| <i>Size</i>    | 0,190***  | 0,000     | -0,090     | -0,010        | 0,090          | 0,451***     | -0,279***    | -0,336***    | 0,164**    | 1           |             |            |
| <i>MTBV</i>    | 0,149**   | 0,021     | -0,068     | -0,033        | -0,004         | -0,044       | 0,030        | 0,012        | 0,008      | 0,118       | 1           |            |
| <i>LEV</i>     | 0,091     | 0,090     | 0,021      | -0,071        | 0,257***       | 0,014        | 0,147**      | 0,031        | 0,032      | 0,099       | -0,071      | 1          |

Tabell 3.6 Regression av Basus grundmodell, samtliga listor, grupp ett grupperat på INSTOWN

|                                   |        |             |                  |      |                      |  |
|-----------------------------------|--------|-------------|------------------|------|----------------------|--|
| Fixed-effects (within) regression |        |             | Number of obs    |      | 192                  |  |
| Group variable: Year              |        |             | Number of groups |      | 3                    |  |
| R-sq: within                      |        | 0,040       |                  |      |                      |  |
|                                   |        |             |                  |      |                      |  |
| XP                                | Coef,  | R Std, Err, | t                | P>t  | [95% Conf, Interval] |  |
| DR                                | -0,045 | 0,152       | -0,30            | 0,80 | -0,700    0,609      |  |
| RET                               | -0,020 | 0,020       | -0,98            | 0,43 | -0,108    0,068      |  |
| DR_RET                            | 0,350  | 0,148       | 2,37             | 0,14 | -0,285    0,986      |  |
| _cons                             | 0,077  | 0,051       | 1,51             | 0,27 | -0,142    0,295      |  |

Tabell 3.7 Deskriptiv statistik, samtliga listor, grupp tre grupperat på INSTOWN  
192 observationer

|                | <b>Medel</b> | <b>Median</b> | <b>Minimum</b> | <b>Maximum</b> | <b>STDEV</b> |
|----------------|--------------|---------------|----------------|----------------|--------------|
| <i>XP</i>      | -0,001       | 0,052         | -1,975         | 0,966          | 0,248        |
| <i>DR</i>      | 0,323        | 0,000         | 0,000          | 1,000          | 0,469        |
| <i>RET</i>     | 0,410        | 0,245         | -0,933         | 4,174          | 0,816        |
| <i>INSTOWN</i> | 27,833       | 29,950        | 1,400          | 41,000         | 9,365        |
| <i>OIOWN</i>   | 2,406        | 0,000         | 0,000          | 19,800         | 3,864        |
| <i>IIOWN</i>   | 25,427       | 26,850        | 1,400          | 40,500         | 9,089        |
| <i>STDEV</i>   | 0,188        | 0,150         | 0,075          | 0,500          | 0,121        |
| <i>Age</i>     | 12,188       | 11,500        | 1,000          | 29,000         | 5,768        |
| <i>Size</i>    | 2,839        | 2,709         | 1,102          | 5,372          | 0,813        |
| <i>MTBV</i>    | 2,564        | 1,585         | -92,920        | 43,810         | 8,308        |
| <i>LEV</i>     | 0,175        | 0,103         | 0,000          | 1,011          | 0,200        |

Tabell 3.8 Korrelation mellan variablerna, samtliga listor grupp tre grupperat på INSTOWN  
192 observationer

|                | <i>XP</i> | <i>DR</i> | <i>RET</i> | <i>DR_RET</i> | <i>INSTOWN</i> | <i>OIOWN</i> | <i>IOWN</i> | <i>STDEV</i> | <i>Age</i> | <i>Size</i> | <i>MTBV</i> | <i>LEV</i> |
|----------------|-----------|-----------|------------|---------------|----------------|--------------|-------------|--------------|------------|-------------|-------------|------------|
| <i>XP</i>      | 1         |           |            |               |                |              |             |              |            |             |             |            |
| <i>DR</i>      | -0,164**  | 1         |            |               |                |              |             |              |            |             |             |            |
| <i>RET</i>     | 0,031     | -0,605*** | 1          |               |                |              |             |              |            |             |             |            |
| <i>DR_RET</i>  | 0,253***  | -0,751*** | 0,556***   | 1             |                |              |             |              |            |             |             |            |
| <i>INSTOWN</i> | 0,078     | -0,036    | -0,028     | 0,066         | 1              |              |             |              |            |             |             |            |
| <i>OIOWN</i>   | 0,095     | -0,005    | 0,081      | 0,082         | 0,277***       | 1            |             |              |            |             |             |            |
| <i>IOWN</i>    | 0,040     | -0,035    | -0,064     | 0,033         | 0,913***       | -0,140*      | 1           |              |            |             |             |            |
| <i>STDEV</i>   | -0,300*** | 0,104     | 0,017      | -0,217***     | -0,171**       | -0,121*      | -0,125*     | 1            |            |             |             |            |
| <i>Age</i>     | 0,061     | 0,183**   | -0,224***  | -0,117        | -0,125*        | 0,193***     | -0,211***   | -0,142**     | 1          |             |             |            |
| <i>Size</i>    | 0,201***  | 0,071     | -0,154**   | 0,019         | 0,270***       | 0,620***     | 0,015       | -0,180**     | 0,313***   | 1           |             |            |
| <i>MTBV</i>    | -0,001    | 0,043     | -0,037     | -0,074        | 0,071          | 0,016        | 0,066       | 0,073        | -0,056     | -0,002      | 1           |            |
| <i>LEV</i>     | -0,087    | 0,029     | -0,017     | -0,002        | -0,093         | 0,173**      | -0,169**    | -0,096       | 0,152**    | 0,177**     | -0,180**    | 1          |

Tabell 3.9 Regression av Basus grundmodell, samtliga listor, grupp tre, grupperat på INSTOWN

| Fixed-effects (within) regression |              |                    |             | Number of obs    |                             | 192          |
|-----------------------------------|--------------|--------------------|-------------|------------------|-----------------------------|--------------|
| Group variable: Year              |              |                    |             | Number of groups |                             | 3            |
| R-sq: within                      |              |                    |             | 0,109            |                             |              |
| <b>XP</b>                         | <b>Coef,</b> | <b>R Std, Err,</b> | <b>t</b>    | <b>P&gt;t</b>    | <b>[95% Conf, Interval]</b> |              |
| <i>DR</i>                         | -0,026       | 0,027              | -0,99       | 0,43             | -0,141                      | 0,088        |
| <i>RET</i>                        | -0,018       | 0,003              | -5,50       | 0,03             | -0,033                      | -0,004       |
| <b><i>DR_RET</i></b>              | <b>0,479</b> | <b>0,193</b>       | <b>2,48</b> | <b>0,13</b>      | <b>-0,353</b>               | <b>1,310</b> |
| <i>_cons</i>                      | 0,062        | 0,012              | 5,30        | 0,03             | 0,012                       | 0,113        |

Tabell 3.10 Regression av den utveckande modellen, samtliga listor, avseende INSTOWN

| Fixed-effects (within) regression |              |              | Number of obs    |             | 575                  |              |
|-----------------------------------|--------------|--------------|------------------|-------------|----------------------|--------------|
| Group variable: Year              |              |              | Number of groups |             | 3                    |              |
| R-sq: within                      |              |              | 0,2538           |             |                      |              |
| XP                                | Coef,        | R Std, Err,  | t                | P>t         | [95% Conf, Interval] |              |
| DR                                | -0,068       | 0,426        | -0,16            | 0,89        | -1,900               | 1,763        |
| RET                               | -0,165       | 0,024        | -6,76            | 0,02        | -0,270               | -0,060       |
| DR_RET                            | 1,460        | 1,075        | 1,36             | 0,31        | -3,166               | 6,085        |
| INSTOWN                           | -0,001       | 0,001        | -2,00            | 0,18        | -0,004               | 0,002        |
| Size                              | -0,017       | 0,021        | -0,78            | 0,52        | -0,108               | 0,075        |
| STDDEV                            | -0,217       | 0,054        | -3,98            | 0,06        | -0,451               | 0,018        |
| Age                               | 0,000        | 0,002        | -0,07            | 0,95        | -0,010               | 0,010        |
| MTBV                              | 0,000        | 0,002        | 0,14             | 0,90        | -0,008               | 0,008        |
| LEV                               | 0,196        | 0,051        | 3,86             | 0,06        | -0,022               | 0,414        |
| DR_INSTOWN                        | 0,001        | 0,002        | 0,39             | 0,74        | -0,007               | 0,008        |
| DR_Size                           | -0,076       | 0,055        | -1,38            | 0,30        | -0,313               | 0,161        |
| DR_STDDEV                         | 0,200        | 1,635        | 0,12             | 0,91        | -6,835               | 7,234        |
| DR_Age                            | 0,004        | 0,006        | 0,78             | 0,52        | -0,020               | 0,029        |
| DR_MTBV                           | 0,053        | 0,070        | 0,75             | 0,53        | -0,248               | 0,354        |
| DR_LEV                            | 0,257        | 0,473        | 0,54             | 0,64        | -1,779               | 2,292        |
| RET_INSTOWN                       | 0,001        | 0,001        | 1,18             | 0,36        | -0,003               | 0,004        |
| RET_Size                          | 0,085        | 0,008        | 10,70            | 0,01        | 0,051                | 0,119        |
| RET_STDDEV                        | -0,284       | 0,163        | -1,74            | 0,23        | -0,986               | 0,419        |
| RET_Age                           | 0,000        | 0,001        | -0,64            | 0,59        | -0,004               | 0,003        |
| RET_MTBV                          | 0,000        | 0,004        | 0,10             | 0,93        | -0,015               | 0,016        |
| RET_LEV                           | -0,217       | 0,028        | -7,70            | 0,02        | -0,338               | -0,096       |
| <b>DR_RET_INSTOWN</b>             | <b>0,001</b> | <b>0,008</b> | <b>0,10</b>      | <b>0,93</b> | <b>-0,034</b>        | <b>0,035</b> |
| DR_RET_Size                       | -0,635       | 0,308        | -2,06            | 0,18        | -1,960               | 0,690        |
| DR_RET_STDDEV                     | 1,408        | 2,774        | 0,51             | 0,66        | -10,530              | 13,345       |
| DR_RET_Age                        | 0,010        | 0,026        | 0,40             | 0,73        | -0,102               | 0,123        |
| DR_RET_MTBV                       | 0,074        | 0,139        | 0,53             | 0,65        | -0,524               | 0,673        |
| DR_RET_LEV                        | 1,358        | 0,976        | 1,39             | 0,30        | -2,839               | 5,556        |
| _cons                             | 0,163        | 0,035        | 4,61             | 0,04        | 0,011                | 0,315        |

Tabell 3.11 Deskriptiv statistik, samtliga listor, grupp ett, grupperat på OIOWN  
192 observationer

|         | Medel  | Median | Minimum | Maximum | STDEV  |
|---------|--------|--------|---------|---------|--------|
| XP      | 0,038  | 0,073  | -2,182  | 0,514   | 0,220  |
| DR      | 0,318  | 0,000  | 0,000   | 1,000   | 0,467  |
| RET     | 0,360  | 0,240  | -0,922  | 4,174   | 0,718  |
| INSTOWN | 53,978 | 54,550 | 17,100  | 88,500  | 15,817 |
| OIOWN   | 11,007 | 9,000  | 4,600   | 51,100  | 7,738  |
| IIOWN   | 42,971 | 42,200 | 9,100   | 83,900  | 16,400 |
| STDEV   | 0,145  | 0,125  | 0,050   | 0,500   | 0,083  |
| Age     | 13,953 | 12,000 | 0,000   | 29,000  | 8,121  |
| Size    | 3,817  | 3,807  | 1,983   | 5,515   | 0,797  |
| MTBV    | 2,959  | 2,160  | -92,920 | 54,180  | 9,298  |
| LEV     | 0,243  | 0,246  | 0,000   | 0,714   | 0,171  |

Tabell 3.12 Korrelation mellan variablerna, samtliga listor, grupp ett, grupperat på OIOWN  
192 observationer

|                | <i>XP</i> | <i>DR</i> | <i>RET</i> | <i>DR_RET</i> | <i>INSTOWN</i> | <i>OIOWN</i> | <i>IIOWN</i> | <i>STDEV</i> | <i>Age</i> | <i>Size</i> | <i>MTBV</i> | <i>LEV</i> |
|----------------|-----------|-----------|------------|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|------------|-------------|-------------|------------|
| <i>XP</i>      | 1         |           |            |               |                |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>DR</i>      | -0,064    | 1         |            |               |                |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>RET</i>     | 0,073     | -0,604*** | 1          |               |                |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>DR_RET</i>  | 0,155**   | -0,761*** | 0,558***   | 1             |                |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>INSTOWN</i> | -0,054    | -0,002    | -0,013     | -0,063        | 1              |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>OIOWN</i>   | -0,034    | 0,028     | -0,007     | -0,107        | 0,168**        | 1            |              |              |            |             |             |            |
| <i>IIOWN</i>   | -0,036    | -0,015    | -0,009     | -0,011        | 0,885***       | -0,310***    | 1            |              |            |             |             |            |
| <i>STDEV</i>   | -0,226*** | 0,101     | -0,050     | -0,244***     | -0,087         | 0,049        | -0,107       | 1            |            |             |             |            |
| <i>Age</i>     | 0,139*    | 0,130*    | -0,141*    | -0,064        | -0,255***      | 0,031        | -0,261***    | -0,166**     | 1          |             |             |            |
| <i>Size</i>    | 0,199***  | 0,166**   | -0,281***  | -0,034        | -0,159**       | 0,234***     | -0,264***    | -0,361***    | 0,560***   | 1           |             |            |
| <i>MTBV</i>    | 0,007     | 0,042     | -0,059     | -0,039        | -0,013         | -0,038       | 0,005        | 0,057        | -0,056     | -0,076      | 1           |            |
| <i>LEV</i>     | 0,075     | -0,064    | 0,080      | 0,019         | 0,123*         | 0,023        | 0,108        | -0,032       | 0,046      | 0,181**     | -0,216***   | 1          |

Tabell 3.13 Regression av Basus grundmodell, samtliga listor, grupp ett, grupperat på OIOWN

|                                   |                  |     |
|-----------------------------------|------------------|-----|
| Fixed-effects (within) regression | Number of obs    | 192 |
| Group variable: Year              | Number of groups | 3   |
| R-sq: within                      | 0,054            |     |

| <b>XP</b>            | <b>Coef,</b> | <b>R Std, Err,</b> | <b>t</b>    | <b>P&gt;t</b> | <b>[95% Conf, Interval]</b> |              |
|----------------------|--------------|--------------------|-------------|---------------|-----------------------------|--------------|
| <i>DR</i>            | 0,010        | 0,039              | 0,24        | 0,83          | -0,159                      | 0,178        |
| <i>RET</i>           | 0,027        | 0,004              | 6,96        | 0,02          | 0,010                       | 0,044        |
| <b><i>DR_RET</i></b> | <b>0,327</b> | <b>0,294</b>       | <b>1,11</b> | <b>0,38</b>   | <b>-0,940</b>               | <b>1,593</b> |
| <i>_cons</i>         | 0,053        | 0,019              | 2,86        | 0,10          | -0,027                      | 0,134        |

Tabell 3.14 Deskriptiv statistik, samtliga listor, grupp tre, grupperat på OIOWN  
192 observationer

|                | <b>Medel</b> | <b>Median</b> | <b>Minimum</b> | <b>Maximum</b> | <b>STDEV</b> |
|----------------|--------------|---------------|----------------|----------------|--------------|
| <i>XP</i>      | -0,027       | 0,045         | -2,074         | 2,009          | 0,342        |
| <i>DR</i>      | 0,417        | 0,000         | 0,000          | 1,000          | 0,494        |
| <i>RET</i>     | 0,265        | 0,080         | -0,933         | 3,521          | 0,716        |
| <i>INSTOWN</i> | 41,228       | 39,650        | 1,400          | 87,900         | 19,829       |
| <i>OIOWN</i>   | 0,003        | 0,000         | 0,000          | 0,200          | 0,022        |
| <i>IIOWN</i>   | 41,225       | 39,650        | 1,400          | 87,900         | 19,831       |
| <i>STDEV</i>   | 0,197        | 0,175         | 0,075          | 0,500          | 0,117        |
| <i>Age</i>     | 11,339       | 11,000        | 0,000          | 27,000         | 5,841        |
| <i>Size</i>    | 2,430        | 2,387         | 1,102          | 4,176          | 0,483        |
| <i>MTBV</i>    | 2,046        | 1,340         | -0,530         | 11,020         | 1,932        |
| <i>LEV</i>     | 0,158        | 0,087         | 0,000          | 1,011          | 0,181        |



Tabell 3.15 Korrelation mellan variablerna, samtliga listor, grupp tre, grupperat på OIOWN  
192 observationer

|                | <i>XP</i> | <i>DR</i> | <i>RET</i> | <i>DR_RET</i> | <i>INSTOWN</i> | <i>OIOWN</i> | <i>IIOWN</i> | <i>STDEV</i> | <i>Age</i> | <i>Size</i> | <i>MTBV</i> | <i>LEV</i> |
|----------------|-----------|-----------|------------|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|------------|-------------|-------------|------------|
| <i>XP</i>      | 1         |           |            |               |                |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>DR</i>      | -0,249*** | 1         |            |               |                |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>RET</i>     | 0,210***  | -0,673*** | 1          |               |                |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>DR_RET</i>  | 0,401***  | -0,721*** | 0,625***   | 1             |                |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>INSTOWN</i> | -0,047    | 0,128*    | -0,200***  | -0,017        | 1              |              |              |              |            |             |             |            |
| <i>OIOWN</i>   | 0,056     | -0,004    | -0,060     | -0,144**      | -0,098         | 1            |              |              |            |             |             |            |
| <i>IIOWN</i>   | -0,047    | 0,128*    | -0,200***  | -0,017        | 1,000***       | -0,099       | 1            |              |            |             |             |            |
| <i>STDEV</i>   | -0,165**  | 0,084     | -0,003     | -0,200***     | -0,131*        | -0,002       | -0,131*      | 1            |            |             |             |            |
| <i>Age</i>     | -0,052    | 0,217***  | -0,230***  | -0,224***     | -0,094         | 0,064        | -0,094       | -0,096       | 1          |             |             |            |
| <i>Size</i>    | 0,221***  | 0,023     | -0,142**   | -0,056        | 0,236***       | 0,137*       | 0,236***     | -0,112       | 0,073      | 1           |             |            |
| <i>MTBV</i>    | 0,260***  | 0,032     | -0,024     | -0,070        | -0,050         | 0,122*       | -0,050       | 0,121*       | -0,126*    | 0,223***    | 1           |            |
| <i>LEV</i>     | -0,003    | 0,124*    | -0,116     | -0,092        | 0,085          | 0,095        | 0,084        | -0,019       | 0,184**    | -0,041      | -0,225***   | 1          |

Tabell 3.16 Regression av Basus grundmodell, samtliga listor, grupp tre, grupperat på OIOWN

|                                   |                  |     |
|-----------------------------------|------------------|-----|
| Fixed-effects (within) regression | Number of obs    | 192 |
| Group variable: Year              | Number of groups | 3   |
| R-sq: within                      | 0,207            |     |

| <b>XP</b>            | <b>Coef,</b> | <b>R Std, Err,</b> | <b>t</b>    | <b>P&gt;t</b> | <b>[95% Conf, Interval]</b> |              |
|----------------------|--------------|--------------------|-------------|---------------|-----------------------------|--------------|
| <i>DR</i>            | 0,034        | 0,109              | 0,31        | 0,78          | -0,436                      | 0,505        |
| <i>RET</i>           | 0,026        | 0,027              | 0,97        | 0,43          | -0,089                      | 0,141        |
| <b><i>DR_RET</i></b> | <b>0,821</b> | <b>0,197</b>       | <b>4,16</b> | <b>0,05</b>   | <b>-0,028</b>               | <b>1,669</b> |
| <i>_cons</i>         | 0,055        | 0,034              | 1,62        | 0,25          | -0,091                      | 0,201        |

Tabell 3.17 Regression av den utveckande modellen, samtliga listor, avseende OIOWN

| Fixed-effects (within) regression |              |              | Number of obs    |             | 575                  |              |
|-----------------------------------|--------------|--------------|------------------|-------------|----------------------|--------------|
| Group variable: Year              |              |              | Number of groups |             | 3                    |              |
| R-sq: within                      |              |              | 0,257            |             |                      |              |
| XP                                | Coef,        | R Std, Err,  | t                | P>t         | [95% Conf, Interval] |              |
| <i>DR</i>                         | -0,018       | 0,418        | -0,04            | 0,97        | -1,817               | 1,780        |
| <i>RET</i>                        | -0,148       | 0,028        | -5,22            | 0,04        | -0,270               | -0,026       |
| <i>DR_RET</i>                     | 1,579        | 1,064        | 1,48             | 0,28        | -3,001               | 6,159        |
| <i>OIOWN</i>                      | -0,005       | 0,004        | -1,01            | 0,42        | -0,024               | 0,015        |
| <i>IIOWN</i>                      | -0,001       | 0,001        | -1,98            | 0,19        | -0,004               | 0,001        |
| <i>Size</i>                       | 0,000        | 0,039        | -0,01            | 0,99        | -0,169               | 0,168        |
| <i>STDDEV</i>                     | -0,190       | 0,068        | -2,79            | 0,11        | -0,484               | 0,103        |
| <i>Age</i>                        | 0,000        | 0,003        | -0,17            | 0,88        | -0,012               | 0,011        |
| <i>MTBV</i>                       | 0,000        | 0,002        | 0,11             | 0,92        | -0,008               | 0,009        |
| <i>LEV</i>                        | 0,198        | 0,041        | 4,89             | 0,04        | 0,024                | 0,373        |
| <i>DR_OIOWN</i>                   | 0,004        | 0,002        | 2,56             | 0,13        | -0,003               | 0,011        |
| <i>DR_IIOWN</i>                   | 0,001        | 0,002        | 0,30             | 0,79        | -0,007               | 0,008        |
| <i>DR_Size</i>                    | -0,093       | 0,062        | -1,50            | 0,27        | -0,358               | 0,173        |
| <i>DR_STDDEV</i>                  | 0,176        | 1,641        | 0,11             | 0,92        | -6,884               | 7,235        |
| <i>DR_Age</i>                     | 0,004        | 0,006        | 0,78             | 0,52        | -0,019               | 0,028        |
| <i>DR_MTBV</i>                    | 0,054        | 0,071        | 0,75             | 0,53        | -0,252               | 0,359        |
| <i>DR_LEV</i>                     | 0,256        | 0,484        | 0,53             | 0,65        | -1,826               | 2,338        |
| <i>RET_OIOWN</i>                  | 0,002        | 0,003        | 0,80             | 0,51        | -0,010               | 0,015        |
| <i>RET_IIOWN</i>                  | 0,001        | 0,001        | 1,11             | 0,38        | -0,003               | 0,005        |
| <i>RET_Size</i>                   | 0,078        | 0,016        | 4,82             | 0,04        | 0,008                | 0,147        |
| <i>RET_STDDEV</i>                 | -0,304       | 0,171        | -1,77            | 0,22        | -1,041               | 0,434        |
| <i>RET_Age</i>                    | 0,000        | 0,001        | -0,22            | 0,85        | -0,005               | 0,004        |
| <i>RET_MTBV</i>                   | 0,001        | 0,004        | 0,15             | 0,90        | -0,017               | 0,019        |
| <i>RET_LEV</i>                    | -0,225       | 0,027        | -8,21            | 0,02        | -0,344               | -0,107       |
| <b><i>DR_RET_OIOWN</i></b>        | <b>0,006</b> | <b>0,022</b> | <b>0,28</b>      | <b>0,81</b> | <b>-0,087</b>        | <b>0,099</b> |
| <i>DR_RET_IIOWN</i>               | 0,000        | 0,008        | 0,00             | 1,00        | -0,034               | 0,034        |
| <i>DR_RET_Size</i>                | -0,660       | 0,362        | -1,82            | 0,21        | -2,220               | 0,899        |
| <i>DR_RET_STDDEV</i>              | 1,362        | 2,772        | 0,49             | 0,67        | -10,566              | 13,289       |
| <i>DR_RET_Age</i>                 | 0,008        | 0,025        | 0,32             | 0,78        | -0,099               | 0,115        |
| <i>DR_RET_MTBV</i>                | 0,077        | 0,143        | 0,54             | 0,64        | -0,537               | 0,690        |
| <i>DR_RET_LEV</i>                 | 1,402        | 0,952        | 1,47             | 0,28        | -2,696               | 5,500        |
| <i>_cons</i>                      | 0,122        | 0,054        | 2,25             | 0,15        | -0,111               | 0,355        |

I tabellerna nedan visas deskriptiv statistik samt resultat från regressioner med Basus grundmodell för var och en av listorna.

Tabell 3.18 Deskriptiv statistik, Large Cap  
118 observationer

|                | Medel  | Median | Minimum | Maximum | STDEV  |
|----------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| <i>XP</i>      | 0,085  | 0,083  | -0,238  | 0,514   | 0,092  |
| <i>DR</i>      | 0,297  | 0,000  | 0,000   | 1,000   | 0,459  |
| <i>RET</i>     | 0,306  | 0,219  | -0,463  | 4,174   | 0,599  |
| <i>INSTOWN</i> | 51,349 | 52,400 | 17,100  | 91,300  | 14,109 |
| <i>OIOWN</i>   | 9,526  | 8,800  | 0,000   | 46,000  | 7,783  |
| <i>IIOWN</i>   | 41,823 | 41,150 | 9,100   | 88,500  | 15,573 |
| <i>STDEV</i>   | 0,108  | 0,100  | 0,050   | 0,175   | 0,030  |
| <i>Age</i>     | 17,729 | 16,500 | 2,000   | 29,000  | 7,299  |
| <i>Size</i>    | 4,378  | 4,362  | 3,053   | 5,515   | 0,484  |
| <i>MTBV</i>    | 2,283  | 1,860  | -92,920 | 43,810  | 9,992  |
| <i>LEV</i>     | 0,273  | 0,263  | 0,000   | 0,691   | 0,156  |

Tabell 3.19 Regression av Basu grundmodell, Large Cap

|                                   |       |                  |     |
|-----------------------------------|-------|------------------|-----|
| Fixed-effects (within) regression |       | Number of obs    | 118 |
| Group variable: Year              |       | Number of groups | 3   |
| R-sq: within                      | 0,232 |                  |     |

  

| XP                   | Coef,         | R Std, Err,  | t            | P>t         | [95% Conf, Interval] |              |
|----------------------|---------------|--------------|--------------|-------------|----------------------|--------------|
| <i>DR</i>            | 0,023         | 0,016        | 1,50         | 0,27        | -0,044               | 0,090        |
| <i>RET</i>           | 0,095         | 0,007        | 12,76        | 0,01        | 0,063                | 0,127        |
| <b><i>DR_RET</i></b> | <b>-0,047</b> | <b>0,029</b> | <b>-1,61</b> | <b>0,25</b> | <b>-0,171</b>        | <b>0,078</b> |
| <i>_cons</i>         | 0,046         | 0,004        | 12,02        | 0,01        | 0,029                | 0,062        |

Tabell 3.20 Deskriptiv statistik , Mid Cap,  
153 observationer

|                | Medel  | Median | Minimum | Maximum | STDEV  |
|----------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| <i>XP</i>      | 0,070  | 0,074  | -0,799  | 0,445   | 0,141  |
| <i>DR</i>      | 0,327  | 0,000  | 0,000   | 1,000   | 0,471  |
| <i>RET</i>     | 0,379  | 0,280  | -0,922  | 4,029   | 0,773  |
| <i>INSTOWN</i> | 60,204 | 63,200 | 9,700   | 90,300  | 18,789 |
| <i>OIOWN</i>   | 5,249  | 3,500  | 0,000   | 51,100  | 6,839  |
| <i>IIOWN</i>   | 54,955 | 58,600 | 9,500   | 90,000  | 19,667 |
| <i>STDEV</i>   | 0,133  | 0,125  | 0,075   | 0,380   | 0,054  |
| <i>Age</i>     | 11,307 | 11,000 | 0,000   | 29,000  | 7,350  |
| <i>Size</i>    | 3,398  | 3,419  | 2,453   | 4,118   | 0,359  |
| <i>MTBV</i>    | 2,789  | 1,980  | 0,230   | 34,210  | 3,470  |
| <i>LEV</i>     | 0,256  | 0,238  | 0,000   | 0,714   | 0,217  |

Tabell 3.21 Regression av Basus grundmodell, Mid Cap

|                                   |              |              |                  |             |                      |              |
|-----------------------------------|--------------|--------------|------------------|-------------|----------------------|--------------|
| Fixed-effects (within) regression |              |              | Number of obs    |             | 153                  |              |
| Group variable: Year              |              |              | Number of groups |             | 3                    |              |
| R-sq: within      0,151           |              |              |                  |             |                      |              |
|                                   |              |              |                  |             |                      |              |
| XP                                | Coef,        | R Std, Err,  | t                | P>t         | [95% Conf, Interval] |              |
| <i>DR</i>                         | 0,015        | 0,043        | 0,34             | 0,77        | -0,171               | 0,200        |
| <i>RET</i>                        | 0,040        | 0,009        | 4,29             | 0,05        | 0,000                | 0,080        |
| <b><i>DR_RET</i></b>              | <b>0,272</b> | <b>0,290</b> | <b>0,94</b>      | <b>0,45</b> | <b>-0,974</b>        | <b>1,518</b> |
| <i>_cons</i>                      | 0,079        | 0,032        | 2,47             | 0,13        | -0,059               | 0,217        |

Tabell 3.22 Deskriptiv statistik, Small Cap  
304 observationer

|                | Medel  | Median | Minimum | Maximum | STDEV  |
|----------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| <i>XP</i>      | -0,044 | 0,039  | -2,182  | 2,009   | 0,344  |
| <i>DR</i>      | 0,431  | 0,000  | 0,000   | 1,000   | 0,496  |
| <i>RET</i>     | 0,220  | 0,057  | -0,933  | 3,521   | 0,681  |
| <i>INSTOWN</i> | 45,567 | 44,800 | 1,400   | 88,800  | 20,388 |
| <i>OIOWN</i>   | 1,813  | 0,000  | 0,000   | 38,300  | 4,280  |
| <i>IIOWN</i>   | 43,754 | 42,900 | 1,400   | 88,500  | 19,926 |
| <i>STDEV</i>   | 0,195  | 0,150  | 0,075   | 0,500   | 0,117  |
| <i>Age</i>     | 10,889 | 11,000 | 0,000   | 23,000  | 5,741  |
| <i>Size</i>    | 2,544  | 2,559  | 1,102   | 3,680   | 0,433  |
| <i>MTBV</i>    | 2,530  | 1,400  | -0,530  | 54,180  | 4,339  |
| <i>LEV</i>     | 0,162  | 0,119  | 0,000   | 1,011   | 0,169  |

Tabell 3.23 Regression av Basu grundmodell, Small Cap

|                                   |              |              |                  |             |                      |              |
|-----------------------------------|--------------|--------------|------------------|-------------|----------------------|--------------|
| Fixed-effects (within) regression |              |              | Number of obs    |             | 304                  |              |
| Group variable: Year              |              |              | Number of groups |             | 3                    |              |
| R-sq: within                      |              |              | 0,137            |             |                      |              |
|                                   |              |              |                  |             |                      |              |
| XP                                | Coef,        | R Std, Err,  | t                | P>t         | [95% Conf, Interval] |              |
| <i>DR</i>                         | -0,030       | 0,090        | -0,34            | 0,77        | -0,415               | 0,355        |
| <i>RET</i>                        | -0,089       | 0,035        | -2,56            | 0,13        | -0,239               | 0,061        |
| <b><i>DR_RET</i></b>              | <b>0,752</b> | <b>0,116</b> | <b>6,51</b>      | <b>0,02</b> | <b>0,255</b>         | <b>1,249</b> |
| <i>_cons</i>                      | 0,090        | 0,050        | 1,80             | 0,21        | -0,125               | 0,305        |

## Bilaga 4: Statistiskt test av skillnader mellan grupper

Testerna nedan jämför skillnader i igenkännandet av negativa nyheter mellan grupp ett och tre genom ett Z-test. Hypoteserna nedan kommer att testas på 5 procentsnivån samt 1 procentsnivån. Detta innebär att  $z_{obs}$  måste vara större än 1,64 för att  $H_0$  ska förkastas på 5 procentsnivån samt större än 2,33 för att förkastas på 1 procentsnivån. De p-värden som presenteras nedan är avlästa från normalfördelningstabell och ger en exakt hänvisning gällande hur stark skillnaderna mellan de två grupperna är.

*INSTOWN*

$$H_0: \beta_1 - \beta_3 \leq 0$$

$$H_1: \beta_1 - \beta_3 > 0$$

$$z_{obs} = \frac{\beta_1 - \beta_3}{\sqrt{s_{b_1}^2 - s_{b_3}^2}} = \frac{0,271 - (-0,336)}{\sqrt{0,259^2 - 0,009^2}} \approx 22,06$$

Då  $22,15 > 2,33$  förkastar vi  $H_0$  på 1 procentsnivån, vilket innebär att igenkännandet av negativa nyheter är större i grupp ett än i grupp tre baserat på uppdelning avseende andel institutionellt ägarskap.

$$\text{Grupp ett } DR\_RET > \text{Grupp tre } DR\_RET$$

$$p - \text{värde} = 0,000$$

*OIOWN*

$$H_0: \beta_1 - \beta_3 \leq 0$$

$$H_1: \beta_1 - \beta_3 > 0$$

$$z_{obs} = \frac{\beta_1 - \beta_3}{\sqrt{s_{b_1}^2 - s_{b_3}^2}} = \frac{0,498 - 0,081}{\sqrt{0,293^2 - 0,008^2}} \approx 1,42$$

Då  $1,42 < 1,64$  kan vi ej förkasta  $H_0$  på 5 procentsnivån, vilket innebär att vi inte kan säga att igenkännandet av negativa nyheter är större i grupp ett än i grupp tre baserat på uppdelning avseende andel ägarskap av övervakande institutioner.

$$\text{Grupp ett } DR\_RET > \text{Grupp tre } DR\_RET$$

$$p - \text{värde} = 0,078$$