

# **Institutionellt ägande**

## **– ägaransvar eller ägarinflytande?**

**ABSTRACT**

*Institutional ownership – ownership responsibility or ownership influence?* Institutional ownership has increased over the past years, which has caused many debates in Sweden since institutional investors are accused of not taking their ownership responsibility, that is being active. As there are different ways of defining ownership activity and ownership responsibility there is a lack of theories to explain what owners do when they own. Of special interest are mutual funds since they manage a majority of the savings of the Swedish people. The purpose of this study has been to understand how mutual funds practise their ownership in order to generate a theory regarding ownership of mutual funds. To understand why they practice certain ownership activities we have taken an inductive approach influenced by Grounded Theory. Our analysis resulted in a theory based on three factors, which can explain and predict the ownership activities of mutual funds.

Keywords: institutional investors, mutual funds, ownership activity, ownership responsibility

## SAMMANFATTNING

*Institutionellt ägande – Ägaransvar eller ägarinflytande?* Det institutionella ägandet har ökat dramatiskt under de senaste åren, vilket i Sverige lett till många debatter då institutionella ägare inte anses utöva vad som benämns ”ägaransvar”. Av särskilt intresse är fondbolagen, som förvaltar en betydande andel av svenska folkets sparmedel. De är enligt lag skyldiga att handla uteslutande i andelsägarnas gemensamma intresse, vilket är att bereda andelsägarna så god avkastning som möjligt. Av detta följer att de agerar utifrån diversifierad risk och genomsnittlig avkastning, vilket torde medföra minskat incitament för ägarfrågor och främja ett beteende med placeringsinnehav vars begränsningar för avyttring är rent ekonomiska. Trots detta efterfrågas ett aktivt ägande även av fondbolagen. Det är därför av intresse att studera vad fondbolagen faktiskt gör när de äger och varför de intar olika ägarroller. Syftet med denna uppsats är att genom teori och empiri försöka förstå hur fondbolagen utövar sitt ägande och utifrån det skapa en teori som förklarar varför de agerar som de gör.

Eftersom ägaraktivitet är ett diffust begrepp, finns det inga teorier som förklarar vad ägare gör när de äger. Vi antar därför en induktiv, teorigenererande ansats. Vi har dock en viss förförståelse, en referensram, för hur fondbolagen utövar sitt ägande. Denna referensram fungerar som en grund till den empiriska undersökningen och utgörs av en av oss framtagen aktivitetsbarometer som dels ska visa vilka ägaraktiviteter som finns och dels fungera som ett dynamiskt operationaliseringsinstrument i vår empiriska metod för att vi ska kunna mäta hur aktiva fondbolagen är som ägare. Vi har valt att genomföra kvalitativa fallstudier i form av telefonintervjuer, och vår empiriska metod består av en kombination av deduktiva och induktiva element på grund av att vår studie har inslag av Grundad Teori. Denna mix av induktion och deduktion skedde genom att urval, datainsamling och analys gjordes interaktivt. Vårt urvalsunderlag är svenska fondbolag och vårt val av fondbolag har skett utifrån principerna om teoretisk avsikt och relevans. Detta innebär att vi först samlade in data från ett urval, sedan analyserade vi denna data induktivt, och därefter gjorde vi nytt urval deduktivt baserat på analysen. Detta pågick tills dess att vår teori genererades. Vi har hela tiden inriktat oss på faktorer som kan tänkas ha någon relation till aktivitetsnivån eftersom denna är vår kärnkategori, det vill säga vår beroende faktor.

Vår analys resulterade i tre faktorer som förklarar varför fondbolag äger som de gör; nytta överstiger kostnad, möjlighet att påverka och legitimitet. Utifrån vår beroende faktor, aktivitetsnivån, och dessa tre kategorier utformade vi sedan hypoteser som kan förklara varför fondbolagen äger som de gör. Ett litet fondbolag och/eller innehav tenderar att ha ett exitbeteende eftersom kostnaden för olika aktiviteter överstiger nyttan och möjligheten att påverka är liten. Ett stort fondbolag och/eller innehav tenderar däremot ha ett voicebeteende då de har en möjlighet att påverka, deras kostnad för voice understiger nyttan och de är utsatta för allmänhetens och medias press på att vara aktiva ägare och ta sitt ”ägaransvar”.

Vi har med vår studie definierat begreppet ägaraktivitet och ”ägaransvar”, varför vi vill hävda att debattens oro för det ökande institutionella ägandet, vad gäller fondbolag är obefogad.

---

<b>1. INLEDNING.....</b>	<b>6</b>
<b>1.1 BAKGRUND.....</b>	<b>6</b>
<b>1.2 PROBLEMDISKUSSION .....</b>	<b>7</b>
<b>1.3 PROBLEMFÖRMULERING.....</b>	<b>10</b>
<b>1.4 SYFTE.....</b>	<b>10</b>
<b>1.5 UPPSATSENS DISPOSITION.....</b>	<b>10</b>
<b>1.6 KAPITELSAMMANFATTNING.....</b>	<b>11</b>
<b>2. METOD.....</b>	<b>12</b>
<b>2.1 UPPSATSENS METOD.....</b>	<b>12</b>
<b>2.2 KAPITELSAMMANFATTNING.....</b>	<b>14</b>
<b>3. REFERENSRAM.....</b>	<b>16</b>
<b>3.1 ÄGANDE – AKTIVT ELLER PASSIVT?.....</b>	<b>16</b>
3.1.1 FONDBOLAGS ÄGARROLL .....	16
3.1.1.1 Loyalty .....	16
3.1.1.2 Exitbeteende.....	17
3.1.1.3 Voicebeteende .....	19
3.1.1.4 Loyalty, exit eller voice?.....	22
<b>3.2 AKTIVITETSBAROMETER.....</b>	<b>25</b>
<b>3.3 KAPITELSAMMANFATTNING.....</b>	<b>29</b>
<b>4. EMPIRISK METOD.....</b>	<b>30</b>
<b>4.1 UNDERSÖKNINGSMETOD.....</b>	<b>30</b>
<b>4.2 DATAINSAMLINGSMETOD.....</b>	<b>31</b>
4.2.1 PRIMÄRDATA .....	31
4.2.1.1 Insamling av primärdata .....	32
<b>4.3 OPERATIONALISERING.....</b>	<b>34</b>
<b>4.4 URVAL .....</b>	<b>35</b>
4.4.1 URVALSPOPULATION.....	36
<b>4.5 VALIDITET OCH RELIABILITET.....</b>	<b>37</b>
4.5.1 VALIDITET.....	37
4.5.2 RELIABILITET .....	38
<b>4.6 KAPITELSAMMANFATTNING.....</b>	<b>39</b>
<b>5. ANALYS .....</b>	<b>40</b>
<b>5.1 TEORIUTVECKLING.....</b>	<b>40</b>
5.1.1 KÄRNKATEGORI .....	41
5.1.2 RELATIONER MELLAN KÄRNKATEGORIN OCH ÖVRIGA KATEGORIER.....	44

---

5.1.3	SKILLNAD MELLAN STORA OCH SMÅ FONDBOLAG.....	46
5.1.4	SORTERING.....	47
5.1.5	OBEROENDE FAKTORER.....	48
<b>5.2</b>	<b>ANALYS AV DATA.....</b>	<b>49</b>
5.2.1	NYTTA ÖVERSTIGER KOSTNAD.....	49
5.2.1.1	Resurser.....	50
5.2.1.2	Kompetens.....	51
5.2.1.3	Inlåsnings.....	52
5.2.1.4	Ägda bolagets strategi.....	53
5.2.2	MÖJLIGHET ATT PÅVERKA.....	54
5.2.2.1	Ägarandelens storlek.....	55
5.2.2.2	Ägda bolagets ägarstruktur.....	56
5.2.2.3	Lagstiftningen.....	57
5.2.2.4	Tillfrågning.....	59
5.2.3	LEGITIMITET.....	60
5.2.3.1	Sociala normer.....	60
5.2.3.2	Media.....	62
<b>5.3</b>	<b>TEORL.....</b>	<b>63</b>
5.3.1	NYTTA ÖVERSTIGER KOSTNAD.....	63
5.3.2	MÖJLIGHET ATT PÅVERKA.....	64
5.3.3	LEGITIMITET.....	66
5.3.4	”TAKET”.....	66
<b>5.4</b>	<b>SAMMANSTÄLLNING AV HYPOTESER.....</b>	<b>68</b>
<b>5.5</b>	<b>KAPITELSAMMANFATTNING.....</b>	<b>68</b>
<b>6.</b>	<b>RESULTAT.....</b>	<b>70</b>
<b>6.1</b>	<b>FÖRÄNDRAD REFERENSRAM.....</b>	<b>70</b>
6.1.1	AKTIVITETSBAROMETERNS FÖRÄNDRING.....	72
6.1.2	FAKTORER SOM TILLKOMMIT.....	73
6.1.3	FAKTORER SOM FÖRSVUNNIT.....	74
6.1.4	VART TOG ANSVARET VÄGEN.....	75
<b>6.2</b>	<b>KAPITELSAMMANFATTNING.....</b>	<b>77</b>
<b>7.</b>	<b>SLUTSATS.....</b>	<b>79</b>
<b>7.1</b>	<b>SLUTSATS OCH REFLEKTIONER.....</b>	<b>79</b>
<b>7.2</b>	<b>BIDRAG.....</b>	<b>81</b>
<b>7.3</b>	<b>IMPLIKATIONER AV VÅR TEORL.....</b>	<b>85</b>
<b>7.4</b>	<b>FÖRSLAG TILL FORTSATT FORSKNING.....</b>	<b>91</b>
<b>7.5</b>	<b>KAPITELSAMMANFATTNING.....</b>	<b>93</b>
<b>8.</b>	<b>REFERENSLISTA.....</b>	<b>94</b>
<b>BILAGOR 1-2</b>		

---

## 1. INLEDNING

---

*Vad gör ägare när de äger? Det institutionella ägandet har ökat dramatiskt under de senaste åren, vilket i Sverige lett till många debatter då institutionella ägare inte anses utöva vad som benämns "ägaransvar". De institutionella ägarna har dock olika syfte med sitt ägande, de har olika förutsättningar för att kunna agera aktivt och de har därmed även olika incitament till att vara aktiva ägare. Av särskilt intresse är fondbolagen, som förvaltar en betydande andel av svenska folkets sparmedel. De är enligt lag skyldiga att handla uteslutande i andelsägarnas gemensamma intresse, vilket är att bereda andelsägarna så god avkastning som möjligt. Av detta följer att de agerar utifrån diversifierad risk och genomsnittlig avkastning, vilket torde medföra minskat incitament för ägarfrågor och främja ett beteende med placeringsinnehav vars begränsningar för avyttring är rent ekonomiska. Trots detta efterfrågas ett aktivt ägande även av fondbolagen. Det är därför av intresse att studera vad fondbolagen faktiskt gör när de äger och varför de intar olika ägarroller. Syftet med denna uppsats är att genom teori och empiri försöka förstå hur fondbolagen utövar sitt ägande och utifrån det skapa en teori som förklarar varför de agerar som de gör.*

---

### 1.1 Bakgrund

Det institutionella ägandet i form av investmentbolag, stiftelser, försäkringsbolag, aktiefonder och pensionsfonder har under åren blivit en allt större aktör på kapitalmarknaden både i Sverige och internationellt. (Collin, 2004; Webb, Beck & McKinnon, 2003; Pålsson, 2001; Parthiban & Kochhar, 1996; Lindgren, 1994; Hedlund, Hägg, Hörnell & Rydén, 1985).

I USA ses det ökade institutionella ägande som något positivt då detta kan tänkas lösa USA:s corporate governance problem. Institutionerna förväntas ta en mer aktiv roll i corporate governance eftersom de är att se som stora ägare, vilket minskar det spridda ägandet som länge karakteriserat ägandet i USA. (Macey, 1998) Shleifer och Vishny (1997 se Chung, Firth & Kim, 2001) studerade effekten av institutionella aktieägares övervakning och påverkan på företagsledningar och kom då fram till att institutionella ägare i USA minskade agentproblemen i företag och de pressade ledningen till att förbättra sin prestation.

I Sverige däremot innebär utvecklingen en övergång från en hög ägarkoncentration dominerad av privatpersoner till ett mer spritt ägarskap med stora och ganska anonyma institutionella

investerare (Agnblad, Berglöf, Högfeldt & Svancar, 2001). Många ser med oro på institutionernas växande andel i ägarstrukturen och det varnas för "ett ägande utan ansikte". (Lindberg, 1987) Detta har lett till många debatter, då många institutionella ägare inte anses utöva vad som benämns "ägaransvar" utan endast "röstas med fötterna" och en allt större del av ägandet tar mindre "aktivt ansvar" för ägandets alla funktioner (Ross & Forsberg, 2002; Pålsson, 2001; LO, 2001).

Fokus i debatten, och även studier på området, behandlar huruvida institutioner ska ta en aktiv ägarroll (Webb et al., 2003), vilka faktorer som hindrar dem från att utöva effektiv ägarstyrning, corporate governance (Koladkiewicz, 2002; Pålsson, 2001; Parthiban & Kochhar, 1996), samt effekterna av institutionella ägares ovilja att utöva sitt "ägaransvar" (Srejber, 2003). 1985 gjordes även en studie om svenska institutioners ägarroll (Hedlund et al., 1985), men då lagstiftning och normer har förändrats sedan dess har denna undersökning delvis blivit inaktuell. För att bättre förstå dagens debatt kring krav på aktiva ägare finns det därmed ett behov av att studera *hur* institutionella ägare utövar sitt ägande, *vad* de utför för aktiviteter när de äger samt *varför* de agerar som de gör.

## 1.2 Problemdiskussion

Orsaken till debatten kring ägarfrågor och "ägaransvar" har sin grund i den förtroendekris som de många företagsskandalerna (Skandia, ABB) orsakat marknaden. Att skandalerna kunnat inträffa kan till stor del förklaras med hjälp av Berle & Means (1932) berömda tes: *ägandet i det moderna aktiebolaget löper risk att bli så utspritt att kontrollen övergår från ägarna till bolagets ledning*. Ägarna kan sägas ha bytt sin möjlighet att övervaka ledningen mot större diversifiering och likviditet. Det kollektiva ägandet medför att det inte lönar sig för en enskild aktieägare att agera eftersom denne får bära hela kostnaden för övervakningen mot att erhålla endast en liten del av förtjänsten medan de andra aktieägarna, kollektivet, får en "free-ride". (Berle & Means, 1932) Det vill säga de kan åtnjuta samma fördelar men slipper kostnaden.

Separation mellan ägande och kontroll i aktiebolag har därmed medfört ett behov hos ägarna av att kunna övervaka och påverka de som är tillsatta att leda bolaget (Collin, 2004). Övervakning från ägarna är nödvändig eftersom professionella chefer inte kan förväntas ta lika stort ansvar för ägarnas egendom som de chefer som har ett eget ägarintresse i de företag

de arbetar inom (Smith, 1776). Företagsledningen kan vidare antas agera utifrån sina egna intressen, vilka inte med nödvändighet alltid sammanfaller med ägarnas intresse (Berle & Means, 1932).

Det ligger därmed i ägarnas intresse att bevaka sina rättigheter. Detta är dock förenat med svårigheter då det kollektiva ägandet inte anger vem som ska ta ansvar för att denna rättighet till övervakning av bolagets ledning sker. Hur begreppet ”ägaransvar” ska definieras och gentemot vem detta ansvar ska utövas lämnar stort utrymme för tolkning och variation. Inom ägarstyrning har parterna olika roller/ansvarsförhållanden i företaget mellan ägare, styrelse, ledning och revisorer (Lindgren, 1994). Dessa ansvarsförhållanden kan vara en tänkbar källa till det ”ägaransvar” som debatten talar om. Även Fondbolagens Förening talar om ”ägaransvar” i sina rekommendationer; *”Föreningen rekommenderar medlemsföretag att, utifrån det enskilda fondbolagets förutsättningar, ta sitt ägaransvar genom att utöva ägarstyrning i andelsägarnas gemensamma intresse”* (Fondbolagens Förening, s. 4).

Förutom övervakning kan det ligga i ägarnas intresse att utöva sina rättigheter som följer med ägandet av aktier i ett bolag. Dessa rättigheter ger rätt till avkastning, rätt att överlåta aktien på annan person samt rätt att delta i kontrollen av bolagets ledning och verksamhet genom att rösta på bolagsstämman. (Hedlund et al., 1985) Vidare kan dessa rättigheter att utöva inflytande beskrivas som uppgifter eller aktiviteter, exempelvis rösta på bolagsstämman, möte med företagsledningen, nominera styrelseledamöter och att tillsätta en egen styrelserepresentant (Dahlbäck, 1987). Innebär dessa aktiviteter att vara aktiv ägare? Enligt Hedlund et al. (1985) kännetecknas aktiva ägare av starkt känt ansvar att verka för en långsiktig utveckling, vilket inte definierar vad ägare faktiskt gör när de är aktiva. Lindgren (1994) anser att minimikravet för att ägandet ska benämnas aktivt är att man som ägare deltar i styrelsens arbete och på så sätt har möjlighet att fullgöra en reell övervaknings- och styrfunktion i företaget.

Med andra ord är begreppen ägande, ”ägaransvar” och aktivt ägande diffusa begrepp och det är upp till betraktaren, dennes identitet och sociala och politiska åskådning, att avgöra hur begreppen ska tolkas.

För att vi ska kunna förstå dagens debatt kring det institutionella ägandet och kraven på aktiva ägare och ”ägaransvar” måste vi därför först få kunskap om vad de institutionella ägarna gör



när de äger. Först när vi vet vilka motiv som ligger bakom deras ägarbeteende kan vi avgöra vilken ägarroll de institutionella ägarna rimligtvis kan förväntas anta. Är det så att alla institutioner kan åläggas samma ”ansvar” i ägarrollen eller kan vi tala om olika nivåer av aktivt ägande beroende på ägarens identitet?

De institutionella ägarna är ingen homogen samling ägare (Webb et al, 2003; Hedlund et al., 1985). De är juridiska personer, finansiella aktörer, som förvaltar andras kapital. De olika kategorierna av institutioner har olika syften med verksamheten och arbetar under skilda förutsättningar, vilket gör att de har olika incitament för hur de utövar sin ägarroll (Hedlund et al., 1985).

*”Fondförvaltare ska förvalta fonder. Företagsledning ska leda företag. Detta är olika uppgifter och det vore dumt att blanda dessa ansvarsområden”* (Lindmark, 2005 s. 1).

Vi har valt att empiriskt studera fondbolagen och deras ägande eftersom majoriteten av svenska folket har placerat pengar i olika typer av fonder och fondbolagen förvaltar en betydande del av kapitalmarkandens tillgångar, idag cirka 1000 miljarder kronor ([www.morningstar.se](http://www.morningstar.se), 2005-05-18). Hur fondbolagen utövar sitt ägande är därför av särskilt allmänintresse. Dessutom står de i fokus för debatten om ”ägaransvar” och är de institutionella ägare som kan tänkas ha lägst incitament för ett aktivt ägande eftersom de enligt lag (Lag 2004:46 om investeringsfonder) uteslutande måste handla i andelsägarnas gemensamma intresse. Det vill säga att bereda andelsägarna så god avkastning som möjligt, vilket kan stå i konflikt mot det engagemang som ett aktivt ägande kräver. De är även enligt lagen begränsade i sitt ägande då de inte får placera mer än 5 procent av fondens förmögenhet i ett enskilt värdepapper.

Av detta följer att de enligt portföljvalsteorin (Markowitz, 1952) agerar utifrån diversifierad risk och genomsnittlig avkastning. Diversifieringen och fokus på avkastning torde medföra minskat incitament för ägarfrågor och istället främja ett beteende med placeringsinnehav vars begränsningar för avyttring är rent ekonomiska. Trots detta utövar fondbolagen olika ägaraktiviteter i de bolag som de äger aktier i och de flesta har en formell ägarpolicy på sina hemsidor som anger hur de utövar sin ägarroll. Vad är det då som påverkar vissa fonder att agera aktivt i sitt ägande?

### **1.3 Problemformulering**

Hur agerar fondbolag, i egenskaper av institutionella ägare, när de äger och vad är de bakomliggande motiven till deras agerande?

### **1.4 Syfte**

Vi vill genom teori och empiri försöka förstå hur fondbolagen utövar sitt ägande och utifrån det skapa en teori som förklarar varför de agerar som de gör.

### **1.5 Uppsatsens disposition**

Kapitel 2 behandlar uppsatsens metod. Här redogör vi för uppsatsens metod och förklarar varför vi valt en induktiv ansats med inslag av deduktion.

I kapitel 3 klargör vi hur ett begrepp om ägande kan se ut och hur ett fondbolag kan utöva sitt ägande. Detta kapitel syftar till att skapa kategorier, i form av aktiviteter, och förklarade faktorer till aktiviteter för att vi ska få en grund för att kunna påbörja den empiriska undersökningen.

I kapitel 4 redogör vi för den undersökningsmetod vi valt. Vi förklarar här varför vi har valt att genomföra fallstudier i form av telefonintervjuer och hur vårt urval, vår datainsamling och vår teoriutveckling gått till.

I kapitel 5 berättar vi om hur vår teori växte fram och hur den vägledde vår datainsamling. Här presenteras vår kärnkategori, det vill säga vår beroende faktor, och dess relation med övriga kategorier, de oberoende faktorerna, samt vår genererade teori och hypoteser.

I kapitel 6 presenteras resultatet av vår analys. Vi diskuterar här hur och varför vår referensram har förändrats.

I kapitel 7 kommer den genererade teorin att diskuteras i relation till frågeställning och syfte. Här kommer viktiga begrepp lyftas fram och de praktiska och forskningsmässiga implikationerna diskuteras. Resultatet av studien kommer även att relateras till redan existerande teoribildning på området eller andra relevanta områden.

## 1.6 Kapitelsammanfattning

Det institutionella ägandet i form av investmentbolag, stiftelser, försäkringsbolag, aktiefonder och pensionsfonder har under åren blivit en allt större aktör på kapitalmarknaden både i Sverige och internationellt. Detta har i Sverige lett till många debatter då många institutionella ägare inte anses utöva vad som benämns ”ägaransvar”. Då ägarna inte ”tar sitt ansvar” och övervakar/kontrollerar företagsledningen uppstår problem eftersom företagsledningen kan tänkas agera utifrån sina egna intressen och inte ägarnas intresse. Det efterfrågas därför aktiva ägare som vill ”ta ansvar” och göra insatser för att utveckla sina företag. Men, fondbolag måste enligt lag uteslutande handla i andelsägarnas gemensamma intresse, att bereda andelsägarna så god avkastning som möjligt. De är även enligt lag begränsade i sitt ägande då de inte får placera mer än 5 procent av fondens förmögenhet i ett enskilt värdepapper. Av detta följer att de enligt portföljvalsteorin agerar utifrån diversifierad risk och genomsnittlig avkastning. Diversifieringen och fokus på avkastning torde medföra minskat incitament för ägarfrågor och istället främja ett beteende med placeringsinnehav vars begränsningar för avyttring är rent ekonomiska. Det intressanta i dagens diskussioner är varför det finns ett allmänt intresse i att fondbolag ska ta ett aktivt ägande. Syftet med denna uppsats är att genom teori och empiri försöka förstå hur fondbolagen utövar sitt ägande och utifrån det skapa en teori som förklarar varför de agerar som de gör.

---

## 2. METOD

---

*Syftet med vår uppsats är att undersöka hur fondbolag utövar sitt ägande genom att försöka förstå och tolka fondbolagens ägaraktiviteter. Eftersom ägaraktivitet är ett diffust begrepp, finns det inga teorier som förklarar vad ägare gör när de äger. Vi antar därför en induktiv ansats som bygger på att först studera verkligheten och sedan utifrån det försöka skapa teorier. Vår uppsats har ett explorativt syfte då vi vill precisera problemet med fondbolagens sätt att utöva sitt ägande och utveckla en begreppsapparat som kan förklara hur de utövar sitt ägande. Trots att vi antar en induktiv ansats finns det möjlighet till generaliserbarhet genom att söka efter en teoretisk mättnad. Detta innebär att vår metod har inslag av Grundad Teori.*

---

### 2.1 Uppsatsens metod

Syftet med vår uppsats är att undersöka *hur* fondbolag, i egenskap av institutionella ägare, utövar sitt ägande. Vi vill genom teori och empiri försöka förstå hur fondbolagen utövar sitt ägande och utifrån det skapa teorier som förklarar *varför* de agerar som de gör.

Eftersom ägaraktivitet är ett diffust begrepp finns det inga teorier som kan användas för att analysera fondbolagens ägaraktivitet. I situationer där det saknas litteratur som förklarar ett visst fenomen är det enligt Saunders, Lewis och Thornhill (2003) bättre att först studera verkligheten för att förstå problemet och sedan analysera insamlat material. Resultatet av analysen mynnar sedan ut i formulering av teorier (Ibid.). Detta sätt att närma sig ett forskningsproblem kallas induktiv ansats, en teorigenererande ansats, vilket vi kommer att använda oss av.

En deduktiv ansats hade medfört att vi först skulle ha skapat ett antal hypoteser som vi avsåg att testa och utifrån det sökt att falsifiera dessa. Detta angreppssätt förutsätter att det finns en stark teori att utgå ifrån, varför vi i vår studie inte kan tillämpa en deduktiv ansats. Vidare hade en deduktiv ansats inte gett oss samma flexibilitet att studera ett diffust begrepp. Det hade inte heller varit möjligt att generera teorier eftersom en deduktiv ansats endast är teoritestande. (Johansson Lindfors, 1993) Fördelen med en deduktiv ansats hade dock varit möjligheten att generalisera, då deduktiva studier oftast undersöker ett stort urval (Hartman, 2001). Vi kan dock uppnå en viss generaliserbarhet även med en induktiv studie genom att

söka efter en *teoretisk mättnad*, vilket uppnås när ny data inte kan tillföra kategorierna någon förändring. (Johansson Lindfors, 1993). ”Det är när forskaren uppnått teoretisk mättnad och en formell teori som kunskapen är generaliserbar” (Glaser & Strauss 1967 se Johansson Lindfors, 1993 s.101). Att söka efter en teoretisk mättnad innebär att vår metod får ett inslag av Grundad Teori.

Grundad Teori (Grounded Theory) utvecklades på 1960-talet av Glaser och Strauss, och är en metod för att skapa nya teoretiska modeller som är grundligt baserade på empirisk data (Gustavsson, 1998). ”Metoden är en *upptäckande* ansats som syftar till att *skapa*, och inte bevisa, teorier. Den är *induktiv* i sina härledningsambitioner, *empiriskt* inriktad i sitt teoriskapande med *hermeneutiska* drag. Den arbetar på ett *kvalitativt* sätt, och metoden utger sig för att vara *förklarande* av sociala processer, och *förutsägande* av sociala skeenden” (Gustavsson, 2004 s 15). Ett annat begrepp för teorigenerering är enligt Glaser och Strauss (1967) *konstant komparativ metod*, då Grundad Teori innebär att man fortlöpande jämför och analyserar data.

Grundad Teori förutsätter att forskaren går ut i den empiriska verkligheten som ett oskrivet blad, utan några teoretiska perspektiv (Glaser & Strauss, 1967). Dock anser vi, liksom Johansson Lindfors (1993), att det är svårt att möta verkligheten som ett ”oskrivet blad”, varför vi kan sägas gå *den gyllene medelvägen*. Detta innebär att vi har ett teoretiskt perspektiv, vad vi kallar referensram, som till viss del styr datainsamlingen. Syftet med vår referensram är att skapa kategorier i form av ägaraktiviteter och förklarade faktorer till ägaraktiviteterna för att vi ska få en grund för att kunna påbörja vår empiriska undersökning. Denna referensram fungerar dock inte som en ”å priori-teori” som ska testas, utan som det intressefokus utifrån vilket vi närmar oss den empiriska verkligheten (Johansson Lindfors, 1993).

Kritiken mot denna medelväg är att det teoretiska perspektivet kan göra att forskaren inte är tillräckligt öppen inför den empiriska verkligheten. Teorierna som forskaren genererar kan då anklagas för att i alltför stor utsträckning ha styrts av det teoretiska perspektivet. Det är därför av stor vikt att ständigt förhålla sig frågande inför de empiriska iakttagelserna. (Johansson Lindfors, 1993) Vi kommer därför, i enlighet med Grundad Teori, att förhålla oss öppna och låta de empiriska iakttagelserna fylla och/eller omformulera vår referensram. Denna

utveckling och prövning av teorin sker genom en *rullande metod*, med interaktion mellan teoretiska begrepp och samband, och empiriska observationer.

Denna medelväg kan jämföras med abduktion, som enligt Alvesson & Skoldberg (1994) pendlar mellan induktion och deduktion och som delvis är baserad på kunskap och erfarenhet och är öppen för nya faktorer. Men då abduktion förutsätter att det finns en teori, dock oklar eller svag, kan vi inte säga tillämpa abduktion då vi har en frånvarande teori.

Vår studie har ett explorativt syfte, det vill säga vi vill precisera problemet med fondbolagens sätt att utöva sitt ägande och utveckla en begreppsapparat som kan förklara *hur* de utövar sitt aktiva ägande. Ju mindre välutvecklad teorin på området är, desto mer explorativ tenderar metoden att bli (Sverke, 2004). Enligt Johansson Lindfors (1993) uppfattas den explorativa studien som regel som en förstudie till deskriptiva och förklarande studier. Eftersom vi under uppsatsens gång kommer få mer och mer kunskap i ämnet är vårt syfte även att beskriva fondbolags ägande och därefter försöka hitta samband som förklarar deras ägande, varför vi även kan sägas ha ett deskriptivt och förklarande syfte.

## 2.2 Kapitelsammanfattning

Syftet med vår uppsats är att undersöka hur fondbolag utövar sitt ägande genom att försöka förstå och tolka fondbolagens ägaraktiviteter. Eftersom ägaraktivitet är ett diffust begrepp, finns det inga teorier som förklarar vad ägare gör när de äger. Det finns därför inte heller några teorier som kan förklara varför fondbolag utövar sitt ägande så som de gör. Vår uppsats har därför ett explorativt syfte då vi vill precisera problemet med fondbolagens sätt att utöva sitt ägande och utveckla en begreppsapparat som kan förklara hur de utövar sitt ägande. Men då vi under uppsatsens gång kommer få mer och mer kunskap i ämnet är vårt syfte även att beskriva fondbolags ägande och därefter försöka hitta samband som förklarar deras ägande, varför vi även kan sägas ha ett deskriptivt och förklarande syfte. Vi antar en induktiv ansats som bygger på att först studera verkligheten och sedan utifrån det försöka skapa teorier. Dock är det svårt att möta den empiriska verkligheten som ett "oskrivet blad", varför vi kan sägas gå *den gyllene medelvägen*. Detta innebär att vi har ett teoretiskt perspektiv, en referensram, som styr datainsamlingen, men denna referensram fungerar inte som en "å priori-teori" som ska testas, utan som det intressefokus utifrån vilket vi närmar oss den empiriska verkligheten. Vi kommer att förhålla oss öppna och låta de empiriska iakttagelserna fylla och/eller

omformulera referensramen, vilket innebär att vår teori kan sägas vara rullande. Trots att vi antar en induktiv ansats finns det möjlighet generaliserbarhet genom att söka efter en *teoretisk mättnad*, vilket uppnås när nya data inte kan tillföra kategorierna någon förändring. Detta innebär att vår metod har inslag av Grundad Teori.

### 3. REFERENSRAM

---

Ägaraktivitet är ett diffust begrepp, varför det saknas teorier som kan förklara hur fondbolag utövar sitt ägande. Vi har dock en viss förförståelse för hur fondbolagen utövar sitt ägande och det finns vissa grundläggande teorier så som modern portföljteori, institutionell teori och transaktionskostnadsteori som kan tänkas förklara varför fondbolagen utövar sitt ägande så som de gör. Syftet med detta kapitel är därför att skapa kategorier i form av aktiviteter och förklarade faktorer till aktiviteter, för att vi ska få en grund för att kunna påbörja den empiriska undersökningen. Grunden utgörs av en av oss framtagen aktivitetsbarometer som dels ska visa hur ägare kan utöva ägande, vilka ägaraktiviteter som finns, och dels fungera som ett dynamiskt operationaliseringsinstrument i vår empiriska metod för att vi ska kunna mäta hur aktiva fondbolagen är som ägare.

---

#### 3.1 Ägande – aktivt eller passivt?

Då vårt syfte är att försöka förstå *hur* fondbolagen utövar sitt ägande och utifrån det skapa teorier som förklarar *varför* de agerar som de gör, vill vi börja med att klargöra hur ett begrepp om ägande kan se ut. Detta begrepp utgår från en studie av Hedlund et al. (1985), som är en av de få och även den första undersökningen som har gjorts i Sverige om det institutionella ägandet.

##### 3.1.1 Fondbolags ägarroll

Det finns enligt Hedlund et al. (1985) två mekanismer för institutioners ägarinflytande; *voice* och *exit*. Ett ytterligare begrepp, *loyalty*, kan sedan förklara varför *voice* och *exit* kan förekomma samtidigt trots en tendens för *exit* att tränga ut *voice*. (Hedlund et al., 1985) Vi kommer nedan att gå igenom dessa begrepp och förklara varför vi har definierat *loyalty* som ett passivt ägande, *exit* som ett mindre aktivt ägande och *voice* som ett aktivt ägande.

##### 3.1.1.1 Loyalty

*Loyalty* är ett beteende som enligt Hedlund et al. (1985) minskar benägenheten för att sälja sitt innehav vid missnöje och kan antas aktivera ägarna att söka efter möjligheter att direkt påverka företaget. Dock behöver det inte leda till att de själva agerar, blir aktiva, utan de kan istället förvänta sig att andra gör något eller att företaget snart kommer på fötter igen. Själva



begreppet loyalty kommer från Hirschman (1970), som menar att individer kan ses som lojala om de varken utnyttjar möjligheten att sälja sitt innehav, exit, eller gör sin stämma hörd och försöker påverka företaget, voice, under krisperioder. Med andra ord kan lojalitet i vår uppsats definieras som passivitet. Företagsledningar som vill ha frihet och kunna agera som de vill, vill att deras ägare ska ha ett lojalitetsbeteende (Hirschman, 1970).

### **3.1.1.2 Exitbeteende**

Ett ägarinflytande som baseras på exitbeteende innebär att en investerare väljer att visa det ägda företaget sitt missnöje med företagsledningen genom ett utträde ur organisationen. Ett fondbolag som utnyttjar ett exitbeteende väljer därför att sälja sitt innehav av aktier i ett företag. Exitbeteendet kan betraktas som ett aktivt ägarinflytande eftersom ett utträde ger en indikation till företagsledningen att investeraren är missnöjd med företaget eller att denne hittat en bättre alternativ placering. (Hedlund et al., 1985) Det är med andra ord en indirekt påverkan på företaget i fråga.

Hirschman (1970) menar att exitbeteendet kan ses som en efterfrågefunktion. Aktiepriset rör sig i förhållande till hur elastisk efterfrågan är på företagets aktier. Det vill säga om en investerare utnyttjar exitmöjligheten och säljer sitt innehav sjunker aktiepriset i förhållande till det förtroende som försäljningen förmedlar till nya potentiella köpare. Om aktiekursen sjunker antas företagsledningen försöka rätta till de missförhållanden som föranlett utträdet och aktiekursens fall (Hirschman 1970). Stora aktieägare som fondbolag kan därför antas ha en styrfunktion i sitt exitbeteende om de skulle avyttra hela eller stora delar av sitt innehav i den aktien. Om innehavet är litet eller om kapitalmarknaden är oelastisk på grund av hög likviditet kan exitbeteendets styrfunktion gå förlorad (Hirschman, 1970). Aktiekursen påverkas då inte eftersom det endast är ägarens identitet som skiftar, företagsledningen märker aldrig att försäljningen var avsedd att påvisa missnöje.

Det krävs kompetens för att utöva exitfunktionen. Då kompetens kan definieras på en mängd olika sätt vill vi börja med att klargöra vad vi menar med kompetens.

För det första är det av vikt att inte förväxla begreppet kompetens med kunskap, då kunskap endast är en del av kompetensen. Sveiby (1995) beskriver kompetens som en summa av fem olika delar;

- *Vetande*, ”att veta”, det vill säga kunskaper erhållna vid information.
- *Kunnande*, ”att göra”, det vill säga kroppsliga och intellektuella färdigheter att kunna åstadkomma ett resultat.
- *Erfarenhet*, fås genom att lära av egna misstag och framgångar i livet. Ju fler erfarenheter, desto mer lär sig människan.
- *Värderingar*, vad man tror på, uppfattningar.
- *Socialt nätverk*, möjligheter och förmåga att kunna påverka och bygga relationer, ”kontaktförmågan”. (Sveiby, 1995)

Sveibys (1995) definition av kompetens stämmer väl överens med Keen´s (1988 se Hansson, 2001) beskrivning av kompetens. Hon beskriver kompetens utifrån en hand, där varje finger representerar en faktor och där handflatan står för motivation. Det spelar nämligen ingen roll hur mycket kompetens en individ har om det inte finns en motivation hos individen att använda denna kompetens.



Figur 3.1 Kompetenshanden, i enlighet med Kerstin Keen (1988)

En fondförvaltare behöver ha *kompetens* i form av kunskap, information och erfarenhet samt teorier om företagets eller alternativa möjligheters förväntade utveckling för att kunna utöva exitfunktionen. Enligt Hägg och Hörnell (1985) är kompetensen även beroende av

aktieförvaltningens organisation och omfattning, dess struktur. Fondbolag som har aktieförvaltare, konsulter, analytiker, placeringskommittéer etcetera torde därför ha en hög kompetens för att utöva exit.

Varför väljer då fondbolag att utöva exit? Den moderna portföljteorin kan hjälpa till att förklara detta. Att investera i portföljer är ett sätt att diversifiera sina tillgångar, och portföljteorins grundtanke är att investeraren strävar efter att maximera avkastningen och samtidigt kontrollera risken (Håkansson & Sremcevic, 2005). Fondbolag ska enligt Lagen om investeringsfonder (4 kap 2 §) uteslutande handla i andelsägarnas gemensamma intresse, vilket innebär att maximera avkastningen givet en viss risknivå. Eftersom portföljen är diversifierad torde det inte finnas något intresse för fondbolaget att utöva aktivt ägande annat än exit i det enskilda företaget, då fondbolaget inte utsätts för den osystematiska risken, det ägda företags risk. Portföljförvaltaren följer istället noggrant utvecklingen i de företag som ingår i portföljen och anpassar portföljens placeringar efter företagen och alternativa möjligheters förväntade utveckling (Veranen & Cassel, 1996).

Även spill-over effekten kan förklara varför fondbolag väljer att utnyttja exit (Macey, 1998). Fondbolaget bär själv alla kostnader för att utöva voice, men nyttan av voice delas av alla aktieägarna, vilket kallas spill-over effekten. För att ett fondbolag ska vilja utnyttja voicefunktionen krävs det att intäkterna som voicebeteendet ger upphov till överstiger dess kostnader (Pålsson, 2001). Med andra ord torde det vara så att fondbolag väljer att utöva exit när kostnaden för voice överstiger dess nytta.

### **3.1.1.3 Voicebeteende**

Ett alternativ till exit är att försöka påverka företagsledningen att ändra strategier eller att agera på visst sätt, det vill säga ett voicebeteende (Hirschman, 1970). Detta innebär att investeraren försöker utöva inflytande på olika sätt; rösta på bolagsstämma, delta i nomineringsprocess/nomineringskommitté, ha en representant i det ägda företags styrelse, direkta kontakter med företagsledningen, kontakter med övriga ägare eller intressenter etcetera. Syftet med voicebeteendet är enligt Hedlund et al. (1985) detsamma som för exitbeteendet, det vill säga ägarinflytandet förväntas leda till att företagsledningen försöker rätta till de eventuella missförhållanden som föranlett investerarnas missnöje. Dock innebär

exit endast en indirekt påverkan, påverkan är en konsekvens av försäljningen, medan voice kan ses som en direkt påverkan på företaget i fråga. (Hedlund et al., 1985)

Även för att utöva voice krävs kompetens. Institutioner har enligt Hägg och Hörnell (1985) kompetens för voice om de har kunskap och information om det ägda företagens verksamhet och om de är intresserade, har en vilja att utnyttja voicefunktionen. Fondbolaget torde vidare behöva kompetens i form av erfarenheter och teorier för att utöva voice. Det kan även vara av vikt att ha inflytande, en möjlighet att påverka. Enligt Pålsson (2001) krävs det nämligen att ett fondbolag har en möjlighet att påverka för att de ska vilja utöva voice. Denna möjlighet att påverka torde bli bättre om den baseras på kompetens, ty då kan den tänkas ge auktoritet, varför ett fondbolag som har auktoritet kan antas ha ett mer aktivt ägande. Sociala nätverk, förmågan att kunna påverka och bygga relationer, är ett exempel på kompetens som skapar inflytande (Svieby, 1995). Ett fondbolag som vill arbeta före stämman och gå ihop med andra ägare eller intressenter och lägga fram förslag, som därmed kan tänkas stödjas av betydande röstandelar, behöver ett nätverk, kontakter med andra ägare.

Det är dock av vikt att påpeka att kompetens inte behöver leda till aktivare ägande om det inte finns en motivation hos fondbolagen att använda denna kompetens. Det tjänar inget till att ha mycket kompetens om det inte finns någon motivation hos fondbolaget att använda den. Motivationen kan tänkas finnas om nyttan överstiger kostnaden för att agera. Motivationen kan även tänkas vara en funktion av kompetens, där stor kompetens ger incitament till att vilja agera och vice versa. Relationen mellan kompetens och motivation kan beskrivas utifrån nedanstående bild;

		MOTIVATION	
		Närvarande	Frånvarande
KOMPETENS	Närvarande	1	2
	Frånvarande	3	4

Figur 3.2 Fondbolagets möjliga ägarbeteende utifrån kompetens och motivation

I matrisens ruta 1 har fondbolaget både kompetens och motivation, varför de torde utöva ett aktivt ägande i någon form. Matrisens ruta 2, innebär att fondbolaget har kompetens men saknar motivation. Bristen på motivation kan bero på att kostnaden för voice överstiger dess nytta. Detta torde leda till att fondbolaget har ett exitbeteende. Om fondbolaget däremot har motivation men saknar kompetens, matrisens ruta 3, kan det vara svårt att säga vad fondbolaget skulle ha för beteende. De blir oförutsägbara, exit/entrybeteende som inte går att förutsäga, de kan följa flocken eller anta ett ad hoc beteende när de tittar på andras analyser och handlar. Om fondbolaget varken har kompetens eller motivation, matrisens ruta 4, torde de vara passiva och anta ett lojalt beteende.

Att fondbolag väljer att använda sig av voicefunktionen kan förklaras med hjälp av transaktionskostnadsteorin. Om fondbolaget har investerat kompetens i bolaget de äger aktier i torde de enligt transaktionskostnadsteorin bli uppehållna (hold-up) i sin investering. Det centrala i transaktionskostnadsteorin är enligt Collin (2004) ”den fundamentala transformationen” – hur man säkerställer utförandet av kontrakt. Den antar ett ekonomiskt utbyte, en transaktion, där transaktionsparterna måste göra en specifik investering för transaktionen, som leder till en reduktion av möjliga parter att göra utbyte med (Collin, 2004). Detta skapar ett beroende mellan transaktionsparterna och tvingar dem att lita på varandra. Varje transaktion är dock utsatt för begränsad rationalitet och opportunist, vilket skapar ett behov av att övervaka. Transaktionskostnader är kostnaderna för att upprätthålla ekonomiska system, kostnaderna för alla aktiviteter som är till för att skydda transaktionen mot opportunist och begränsad rationalitet. (Collin, 2004) Detta torde leda till att ju mer kompetens fondbolaget investerat i bolaget, desto aktivare blir de i sitt ägarutövande.

Även den institutionella teorin kan förklara varför fondbolag i dagens läge tenderar att ha ett voicebeteende. Den institutionella teorins grund är att organisationer behöver en tolkning och en allmänt accepterad mening, denna process kallas för institutionalisering. Teorin lägger stor vikt på förhållanden som legitimerar en organisation, faktorer som gör att den blir accepterad av sina omgivningar. Legitimitet reducerar nämligen osäkerhet och ger en möjlighet att ingå bindande ekonomiska transaktioner. Teorin antar att människor har en allmänt accepterad uppfattning om hur en organisation skall se ut och en organisation behöver denna acceptans för att kunna bli legitim. (Greve, 1997) Då det varit mycket diskussioner på sistone om fondbolagen och deras ägarroll och sedan den nya koden för fondbolag kom, som innebär att fondbolagen bör ha en ägarpolicy för att allmänheten ska veta vilken syn de har på sitt

ägarinflytande, kan allmänheten antas ha en uppfattning om att fondbolagen bör agera aktivt. Om fondbolagen antar rollen som passiva ägare riskerar de att mista sin legitimitet, vilket torde innebära att fondbolagen utövar ett aktivt ägande (LO, 2001). Vidare kan det tänkas att legitimiteten ger dem en konkurrensfördel; genom att visa att de är aktiva ägare får de fler andelsägare. Det kan även vara så att de fonderställda vill känna sig legitima i sin omgivning och denna legitimitet kanske idag innebär att de ska vara mer aktiva. Även media kan tänkas påverka fondbolagens sätt att utöva sin ägarinflytande. När det till exempel gällde Skandia och den föreslagna förlikningen med före detta styrelseordförande Ramqvist i april 2005, visade media offentligt vilken ställning de olika ägarna intagit samt grunderna för ställningstagandet. Detta kan antas sätta press på fondbolagen att de bör agera mer aktivt då detta ger legitimitet. Enligt riktlinjer för fondbolagens ägarutövande rekommenderar fondbolagens förening att fondbolagen redovisar sina ställningstaganden i större enskilda ägarfrågor och motiven för dessa för andelsägarna på exempelvis hemsidor i pressmeddelanden mm. Denna öppenhet kan även innebära att uppfyllt legitimitet ger konkurrensfördel i kampen om andelsägarnas pengar.

Det kan även finnas en risk med att utöva voice för fondbolag som har ett behov av att snabbt kunna köpa och sälja. Fondbolag som kontrollerar sin portföljs risk genom diversifiering, måste vara kapabla att avyttra en placering om aktiens risk medför att portföljens risk sjunker eller ökar över det acceptabla värdet. De är därför hindrade att delta i styrelsearbetet på grund av de begränsningar det skulle kunna innebära för deras handlingsfrihet att köpa och sälja aktier (Veranen & Cassel, 1996). Att vara ledamot eller suppleant i det ägda bolaget ger fondbolaget en insynställning, vilket innebär att de inte får avyttra sina aktier inom tre månader från köpdatum ([www.finansinspektionen.se](http://www.finansinspektionen.se), 2005-05-15). Med andra ord kan likviditet, möjligheten att kunna köpa/sälja, värdesättas framför övervakning (Parrino, Sias & Starks, 2002).

#### **3.1.1.4 Loyalty, exit eller voice?**

Det ägarbeteende som fondbolagen antar kan påverkas av flera faktorer. För det första kan lagstiftningen påverka fondbolagens ägande (Koladkiewicz, 2002; Pålsson, 2001; Parthiban & Kochhar, 1996) Enligt Lagen (2004:46) om investeringsfonder är fondbolag begränsade i sitt ägande. En vanlig värdepappersfond får inte placera mer än 5 procent av fondens förmögenhet i ett enskilt värdepapper, dock får fonden ha fyra placeringar som vardera

uppgår till 10 procent av fondens totala tillgångar. Detta innebär att vanliga aktiefonder måste innehålla minst 16 olika aktier. Lagstiftaren har genom diversifieringskraven velat säkerställa konsumentskyddet (Proposition 2002/03:1150) och minska riskstrukturen. I och med detta torde det inte finnas något intresse för fondbolaget att övervaka det enskilda företaget eftersom fondbolaget inte utsätts för den osystematiska risken, det ägda företags risk. För indexfonder, som följer ett visst förutbestämt index, gäller andra regler. De kan ha upp till 20 procent av fondens kapital investerat i en enda aktie och vid speciella förhållanden kan tillstånd från Finansinspektionen erhållas upp till 35 procent (Lag om investeringsfonder 5 kap § 6 och § 7). Detta torde innebära att fondbolagens incitament till att vara aktiva ägare är begränsat och att ägandet kan se olika ut för olika fonder. Lagen om investeringsfonder innehåller även en paragraf (2 kap § 17) om sundhetskrav. Enligt den ska fondbolagen driva sin verksamhet så att *allmänhetens förtroende för fondmarknaden och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras* samt i övrigt så att verksamheten kan anses sund (Lag (2004:46) om investeringsfonder). Detta torde innebära att fondbolag som uppvisar ett exitbeteende i vissa situationer är motiverade att agera aktivt, till exempel vid emissioner och bud.

Enligt Hirschman (1970) är exit oftast både enklare och billigare än voice, men det kan finnas tillfällen när voice är det enda möjliga handlingsalternativet för en investerare eftersom exitmöjligheten är begränsad. Vissa fondbolag har så stora innehav i ett företag att ett exitbeteende skulle medföra så stora negativa effekter på kapitalmarknaden att de därför ”tvingas” till ett voicebeteende istället, de är inlåsta i sitt ägande. Fondbolaget kan sälja en del av sina aktier, men aldrig alla eftersom de är för stora och aktiekurserna skulle i så fall falla markant. Detta skulle innebära att försäljningen gör mer skada än nytta för fondbolaget (Strandberg, 2005). Om fondbolaget bjuder ut hela sitt innehav, erbjuds de ett för lågt pris på grund av det stora utbud som de skapar, och om fondbolaget endast gör en delförsäljning har de kvar en viss del av sitt innehav, varför de inte torde vilja att aktiekursen ska falla markant. En liknande inlåsnings effekt uppnås om tillgången på alternativa placeringar är begränsat (Hedlund et al., 1985). Det vill säga investeraren vill gå ur en placering men inga likvärdiga alternativ att placera pengarna finns att tillgå vilket leder till att voicebeteende blir enda valmöjligheten.

Det avgörande för valet mellan voice och exit är dock enligt Hedlund et al. (1985) en bedömning av möjligheterna att positivt påverka det ägda företaget, vilket förutsätter både

inflytande och kompetens, det vill säga auktoritet. Man måste också göra en bedömning av värdet av alternativa handlingsmöjligheter, det vill säga omplacering av tillgångarna, till exempel i ett annat företag. (Hedlund et al., 1985)

Även storleken på ägarandelen i förhållande till det totala antalet aktier, den relativa storleken, kan påverka valet av ägande (Parrino et al., 2002). Det är en fråga om fondbolagets totala innehav av en viss aktie är tillräckligt stort för att kunna påverka. En enskild fond/ett enskilt fondbolag med liten andel tenderar att överlåta kontrollfunktionen på någon annan ägare eftersom det dels kostar att utöva aktivt ägande och dels krävs det investering i röststarka aktier för att kunna kontrollera. Även det ägda företagets ägarstruktur torde påverka fondbolagets ägande (Hedlund et al., 1985). I till exempel H&M har fondbolaget inte någon möjlighet att direkt påverka vid bolagsstämman eftersom familjen Stefan Persson äger majoriteten av rösträtterna. Detta torde leda till att fondbolaget istället förlitar sig på exit.

Vidare kan fondbolagets investeringsstrategi påverka dess ägaraktivitet (Guercio & Hawkins, 1999). Om fondbolaget har ett strategiskt innehav, det vill säga investeringen är motiverad av icke-finansiella mål så som kontrollmöjligheter, torde de vara mer aktiva (Aguilera & Jackson, 2003). Ett strategiskt innehav kan ses som en långsiktig placering, där ägaren inte ser aktieplaceringen som en kortsiktig, finansiell spekulering, utan de vill vara med och påverka. Vidare krävs i regel styrelsebeslut vid förändring i strategiska innehav och förändringarna är ofta kopplade till uppkomsten av nya strukturlösningar så som till exempel företagskombinationer. (Lindberg, 1987)

Även fondbolagets riskbenägenhet kan vara av betydelse. Enligt Hedlund et al. (1985) är nämligen voice en mer osäker väg, varför riskaversa fondbolag förlitar sig på exit. Det vill säga att utöva voice innebär att stanna kvar i en placering trots missnöje och försöka påverka bolagets ledning för att få till stånd en förändring. Detta kan innebära att de får ta ansvar för bolag som går dåligt vilket kräver beredskap att förlora pengar, så att ett bolag kan övervinna en kris (Lucas, 2004). Det torde därför vara mindre risk att sälja ett innehav vid missnöje än att stanna kvar och försöka påverka.

Fondbolagens ägarroll kan även påverkas av det ägda företagets strategi. Detta kan förklaras av klienteffekten som innebär att ägare och grupper av ägare har olika preferenser, varför olika bolag får olika typer av ägare beroende på sina strategier. Klienteffekten antar att



investorerare attraheras av olika företagsstrategier och att förändrade företagsstrategier leder till att investerarna förändrar sitt aktieinnehav därefter ([www.investopia.se](http://www.investopia.se), 2005-03-27). Fondbolagen kan därför antas investera i aktier i bolag som överensstämmer med de preferenser de har. En preferens att vara aktiv ägare torde innebära en investering i företag som har en ägarstruktur som ger en reell möjlighet att påverka genom styrka i röstandel. Fondbolagens val av bolag som de investerar i kan därför också antas spegla vilken ägarroll de önskar anta. Om fondbolagets preferenser eller bolagets strategier skulle förändras kan detta leda till att fondbolaget förändrar sitt aktieinnehav därefter eller att de förändrar sitt ägarutövande.

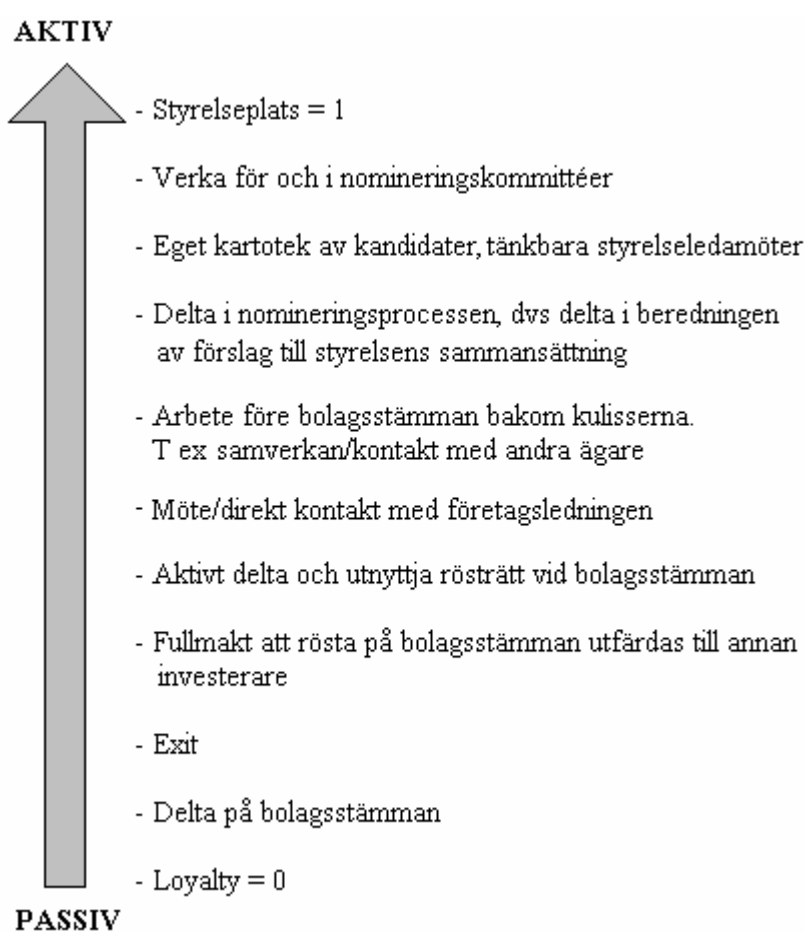
### 3.2 Aktivitetsbarometer

Vi har i tidigare avsnitt beskrivit ägande och vad som kan tänkas påverka fondbolagen att vara mer eller mindre aktiva i sitt ägande. Ett aktivt ägande kan definieras genom att dela upp ägandet i olika aktiviteter som beskriver vad ägarna gör när de äger. Dessa ägaraktiviteter kan utföras på olika sätt och av olika anledningar och lämnar på så sätt utrymme för hur begreppet ägaraktivitet ska tolkas. Eftersom begreppet ägaraktivitet är ett diffust begrepp och det inte finns några teorier om vad ägarna gör när de äger, har vi utifrån ovanstående diskussioner om dels loyalty, exit och voice och dels faktorer som påverkar aktiviteten skapat en aktivitetsbarometer. Med hjälp av barometern vill vi visa hur ägande kan utövas och vilka ägaraktiviteter som finns. Ägaraktiviteterna kan rangordnas i olika nivåer i barometern beroende på hur aktiva de kan anses vara. Nivåerna går från 0 till 1, där 0 kan ses som ett passivt ägande medan 1 kan ses som ett maximalt aktivt ägande. Detta är vår grundbarometer som är tänkt att vara ett dynamiskt operationaliseringsinstrument i vår empiriska metod för att vi ska kunna observera hur aktiva fondbolagen är som ägare. Hur ägarna styr, det vill säga ägarnas sätt att utöva påverkan och kontroll, avser förhållandet mellan ägare och styrelse/företagsledning i företaget där placering gjorts.

Den bakomliggande faktorn som driver barometern kan tänkas vara kostnaden för aktiviteten. Kostnaden för aktiviteten måste understiga dess nytta, om det kostar mer än det gynnar fondbolaget torde det inte finnas någon vilja hos fondbolaget att agera (Pålsson, 2001).

Kostnaden för ägaraktivitet kan delas upp i dimensioner som kan förklara varför aktiviteterna antar en viss inbördes rangordning i barometern. Dessa dimensioner består av vetande,

kunnande, erfarenhet, värderingar och nätverk. Det kostar fondbolaget att ha och att skapa nätverk, kunskap etcetera. Vidare kostar det fondbolaget att inhämta information om bolaget; ju svårare det är att få tag i informationen och ju mer information fondbolaget behöver, desto dyrare kan det tänkas vara. En ytterligare kostnad skulle kunna vara inflytande då fondbolag torde behöva inflytande för att nå högt på barometern. Voice förutsätter kanske en investering i röststarka aktier. Vidare kan ägarna behöva gå ihop och samverka med andra ägare i så kallade arbetsgrupper för att kunna lägga fram förslag till bolagsstämman som därmed kan tänkas stödjas av betydande röstandelar. Detta innebär att fondbolaget även drabbas av kostnader för kollektiv handling (Olsen, 1971).



Figur 3.3 Aktivitetsbarometer

Fondbolag som är lojala, som inte säljer ut sitt innehav vid missnöje, och som samtidigt inte har ett voicebeteende, kan anses vara passiva ägare. Lojala fondbolag analyserar inte bolag i avsikt att sälja/köpa eller för att agera. De samlar inte in någon information om bolagen, inte

ens via bolagsstämma eller dagspress. Ett lojalt beteende är därmed inte förenat med någon aktivitetskostnad för fondbolaget, varför det hamnar längst ner på barometern, på noll.

Nästa steg på barometern är deltagande på bolagsstämman. För att ett fondbolag ska delta på bolagsstämman krävs ingen form av kompetens, dock får fondbolaget information om verksamheten på bolagsstämman. Anledningen till att denna aktivitet hamnar ovanför lojalitet är att det är en kostnad för fondbolaget att delta på bolagsstämman eftersom de måste avsätta någon från fondbolaget att delta. Med andra ord är det en kostnad för informationsinhämtning.

Exit kan ses som mer aktivt än att delta på bolagsstämman eftersom exit innebär att fondbolaget analyserar informationen och når beslut om att gå ur sin placering. Det krävs alltså viss kompetens för att utöva exitfunktionen, vilket utgör en kostnad för fondbolaget. En förvaltare behöver dels ha kunskap, erfarenhet och information samt förmåga att skapa teorier om det ägda bolagets eller alternativa möjligheters förväntade utveckling för att kunna utöva exitfunktionen, det vill säga för att veta när de ska gå ur sin placering.

Nästa steg är att fondbolaget ger någon annan fullmakt att rösta åt dem på bolagsstämman. För att lämna fullmakt krävs information, kunskap och teorier dels om bolaget som fondbolaget äger aktier i och dels om den aktörs intresse som man överlåter fullmakten till. Det krävs alltså information om de andra aktörerna på marknaden för att veta vem man ska kunna lämna fullmakten till så att man kan förutse förväntat agerande. Att inhämta denna information är en kostnad för fondbolaget som torde överstiga kostnaden för exit, varför denna aktivitet hamnar ovanför exit på barometern.

Att själv rösta och vara aktiv på bolagsstämman kräver att fondbolaget inhämtat information och att de har teorier om hur verksamheten fungerar. Vidare måste fondbolaget avsätta någon från sitt bolag att delta, vilket vid endast röstning kräver att personen vet hur man ska rösta och vid inlägg kräver att personen har mer individuell kompetens om bolaget. Att fondbolaget själv deltar ger dem även information om det ägda bolaget och dess verksamhet. Denna aktivitet kan därför anses vara mer aktiv än att lämna fullmakt att rösta och hamnar därför ytterligare ett steg högre upp på vår aktivitetsbarometer.

Steget efter att rösta på bolagsstämman är att ha direkt kontakt med företagsledningen. För att fondbolaget ska vända sig direkt till företagsledningen krävs det troligen att de dels har information om verksamheten och dels att de har teorier om möjliga förändringar i verksamheten. Vidare ses möten med ledningen som en viktig informationskanal för ägarna (Hedlund et al., 1985). Direkta kontakter med företagsledningen är därför förenade med ytterligare kostnader och det kan ge ytterligare insida information varför detta hamnar ovanför att utöva sin rösträtt på bolagsstämman.

Att arbeta före stämman och gå ihop med andra ägare eller intressenter och lägga fram förslag, som därmed kan tänkas stödjas av betydande röstandelar, kan ses som än mer aktivt än att ha möten med företagsledningen. Detta på grund av att kostnaderna för att utöva denna aktivitet medför ytterligare en kostnad i form av kollektiv handling (Olsen, 1971); kostnaderna för fondbolaget att ha ett nätverk, kontakter med andra ägare.

Nästa steg är att delta i nomineringsprocessen av bolagets styrelse. En ägaraktivitet på den nivån förutsätter, förutom information och teorier om verksamheten, information om potentiella kandidater, vilket är ytterligare en informationsinhämtningskostnad för fondbolaget. Det kan till och med vara så att fondbolaget har ett eget register, kartotek, av tänkbara styrelseledamöter, vilket tyder på ett ännu mer aktivt ägande, då detta kan ses som en investering. Att bygga upp ett kartotek är förenat med kostnader eftersom detta innebär att skapa nätverk.

Att verka för och delta i nomineringskommittéer kan ses som än mer aktivt än att ha ett kartotek av styrelserepresentanter då detta kräver att en person från fondbolaget avdelas till timmars arbete, vilket kostar fondbolaget ytterligare. Vidare kan det vara det ägda bolagets företrädare för styrelsen eller dylikt som tillfrågar ägare att medverka i nomineringskommittéer, varför de torde välja ägare som förutom att vara kompetenta och har tillräcklig information även har ett visst inflytande, är ”kända”.

Sista steget, att ha en representant i styrelsen innebär att fondbolaget dels har insyn i och därmed kompetens om företaget och dels att de har inflytande, de har något att säga till om. Styrelsen kan ses som den viktigaste informationskanalen för ägare (Hedlund et al., 1985) och styrelsearbetet kräver enligt Dahlbäck (1987) ”stor erfarenhet och kompetens” (Dahlbäck,

1987 s. 79). Detta gör att fondbolag som har styrelserepresentanter hamnar överst på barometern.

### **3.3 Kapitelsammanfattning**

Ägaraktivitet är ett diffust begrepp, varför det saknas teorier som kan förklara hur fondbolag utövar sitt ägande. Vi har dock en viss förförståelse för hur fondbolagen utövar sitt ägande och det finns vissa grundläggande teorier så som den moderna portföljteorin, institutionella teorin och transaktionskostnadsteorin som kan tänkas förklara hur fondbolagen utövar sitt ägande. Även vissa effekter, så som klient- och inlåsningseffekten, kan förklara fondbolags ägande. Då vårt syfte är att försöka förstå hur fondbolagen utövar sitt ägande och utifrån det skapa teorier som förklarar varför de uppnår en viss aktivitetsnivå, börjar vi kapitlet med att klargöra hur ett begrepp om ägande kan se ut. Detta begrepp utgår från en studie av Hedlund et al. (1985), och delar in ägandet i tre delar; loyalty, exit och voice. Utifrån dessa begrepp skapar vi kategorier, i form av aktiviteter och förklarade faktorer till aktiviteter, för att vi ska få en grund för att kunna påbörja den empiriska undersökningen. Grunden utgörs av en av oss framtagen aktivitetsbarometer som ska visa hur ägare kan utöva sitt ägande i form av olika ägaraktiviteter och hur aktiva de olika aktiviteterna kan anses vara när de placeras in på aktivitetsbarometerens skala från 0 till 1. Den ska också fungera som ett dynamiskt operationaliseringsinstrument i vår empiriska metod för att vi ska kunna mäta hur aktiva fondbolagen är som ägare.

---

## 4. EMPIRISK METOD

---

*För att förstå hur fondbolagen utövar sitt ägande har vi valt att genomföra kvalitativa fallstudier. Vi har valt att samla in data genom telefonintervjuer, då detta ger oss möjlighet att vara flexibla och ställa följdfrågor. Vår metod består av en kombination av deduktiva och induktiva element eftersom vår studie har inslag av Grundad Teori. Denna mix av induktion och deduktion sker genom att urval, datainsamling och analys görs interaktivt. Vårt urvalsunderlag är svenska fondbolag och vårt val av fondbolag har skett utifrån principerna om teoretisk avsikt och relevans. Detta innebär att vi inledningsvis kan välja vilket fondbolag som helst där vi kan anta att det aktuella fenomenet förekommer och att urvalet av fondbolag därefter väljs ut med hänsyn till den teori som växer fram. Med andra ord kan det sägas att vi först samlar in data från ett urval, sedan analyserar vi denna data induktivt, och gör därefter ett nytt urval deduktivt baserat på analysen. Detta pågår tills dess att teorin har genererats.*

---

### 4.1 Undersökningsmetod

För att förstå hur fondbolagen utövar sitt ägande har vi valt att genomföra fallstudier. Fallstudier kan nämligen enligt Gummesson (2004) användas för att förstå fenomen som är helt eller delvis okända och som innehåller många variabler och samband som därmed blir komplexa. Komplexiteten i vår studie består i att begreppet ägaraktivitet är diffust, varför vi vill få en djupare förståelse för vad ägarna gör när de äger. Vidare lämpar sig fallstudier utmärkt i Grundad Teori, det vill säga vid teorigenerering (Gustavsson, 1998), som ju är syftet med vår studie. Fallstudiebaserad forskning kan dessutom bestå av en kombination av deduktiva och induktiva element (Gustavsson, 1998) vilket stämmer väl överens med det sätt som vi vill genomföra vår studie.

Fallstudiebaserad forskning kan vara både kvantitativ och kvalitativ men oftast är den kvalitativ eftersom den komplexitet man tar sig an med fallstudier inte kan uttryckas i precisa ekvationer. Det finns med andra ord ingen stabilitet i variablerna på grund av oklar teori, varför man genom en tydlig och preciserad operationalisering inte inser att man till exempel observerar en och samma variabel. En ytterligare anledning till vårt val att genomföra kvalitativa fallstudier är att dessa oftast anses vara enbart teorigenererande medan kvantitativ forskning anses vara teoritestande. (Gummesson, 2004)

## 4.2 Datainsamlingsmetod

Grundad Teori kan som sagts tidigare sägas vara en induktiv metod där det förs in deduktiva element. Denna mix av induktion och deduktion sker genom att urval, datainsamling och analys görs interaktivt. (Hartman, 2001) Vi gör alltså ingen åtskillnad mellan urval, datainsamling och teoriutveckling/analys, då dessa aktiviteter är sammanvävda i en enda process. (Johansson Lindfors, 1993) Denna interaktiva process styrs dock av specifika regler som bland annat förutsätter att forskaren inte utgår från tidigare teoribildning. Då vi i vår datainsamling utgår från vår referensram tillämpar vi således inte Grundad Teori fullt ut. Nackdelen med att inte gå ut som ett ”oskrivet blad” är att vi har en förutfattad mening om hur fenomenet ser ut, vi är färgade av vår förförståelse, varför det är av stor vikt att vi har en teoretisk lyhördhet. Vi måste dels försöka vara så öppna som möjligt mot de data vi samlar in och dels ha en analytisk förmåga att kunna arbeta och koda data i kategorier (Gustavsson, 1998). Vi måste med andra ord undvika att bekräfta våra egna förutfattade meningar när vi skapar data.

### 4.2.1 Primärdata

Vid fallstudier kan datainsamling ske genom enkäter, intervjuer, observationer eller dokumentanalyser (Saunders et al., 2003). Vi har valt att samla in primärdata till vår studie genom intervjuer då detta ger oss möjlighet att vara flexibla och löpande utveckla vår intervjuguide i förhållande till den information som respondenterna lämnar. Vi kan även ställa följdfrågor om svaret är oklart eller förtydliga frågan om respondenten är osäker på dess tolkning (Andersson, 1995), vilket ytterligare ökar möjligheten att förstå vad fondbolagen gör när de äger. Ytterligare en fördel med intervjuer är att riskerna för bortfall, det vill säga icke-svarande respondenter, minimeras (Johansson Lindfors, 1993). I de fall som fondbolagen har en formellt uttalad ägarpolicy har vi även använt oss av deras ägarpolicy som finns skriftligt dokumenterade på fondbolagens hemsidor.

Vid Grundad Teori finns det även andra källor till data som kan användas (Gustavsson, 1998). Vi kommer således i vår studie även att använda oss av anteckningar från intervjuerna som inte klart uttrycktes av respondenten, våra egna erfarenheter och pressklipp.

Intervjuer kan genomföras genom antingen personliga intervjuer eller telefonintervjuer. Då vi har begränsat med tid och pengar har vi valt att genomföra telefonintervjuer. Detta innebär att

intervjuaren inte personligen behöver ta sig till ett ställe för att träffa respondenten (Johansson Lindfors, 1993). Andra fördelar är att vi kan fråga oss fram så att vi intervjuar rätt person på fondbolagen som har kompetens och behörighet att svara på våra frågor. Nackdelen med telefonintervjuer och alla andra sorters intervjuer är intervjuareffekten, vilket innebär att intervjuaren kan påverka respondenten med sitt beteende eller sina frågor (Christensen, Andersson, Carlsson & Haglund, 2001). Vi har försökt undvika ledande frågor genom att använda oss av en väl förberedd intervjuguide.

#### 4.2.1.1 Insamling av primärdata

Vid genomförandet av våra intervjuer valde vi att inte boka in intervjuer i förväg eftersom vi inte på förhand vet när vi uppnår datamättnad i materialet. Vi vet alltså inte i förväg vilka personer som kommer att vara föremål för vår intervju. Det har därför varit möjligt att välja ut respondenterna vart eftersom vilket har inneburit att urvalet varit rullande. Vi har ringt utvald respondent i hopp om att få prata med denne direkt. Om respondenten inte varit tillgänglig har vi ringt nästa respondent, det vill säga ett nytt fondbolag som ingår i vårt urval enligt nedan. Fondmarknaden domineras dock av fyra storbanker, varför vi har bett att få återkomma vid bokad telefonintervju om de inte haft tid eftersom vi ansett att deras representation krävs för datamättnad vad gäller storlek. Nackdelen med att inte boka intervjuer i förväg har varit att vissa respondenter varit upptagna och därmed inte kunnat svara på våra frågor. Detta har varit tidsödande då vi gjort förarbete inför varje intervju genom att läsa in oss på det material som varje fondbolag har om sin ägarpolicy på hemsidan.

När vi genomförde intervjuerna valde vi att inte använda oss av en diktafon. Detta på grund av att en bandspelare kan hämma respondenten att ”prata öppet” och att lämna känslig data, vilket kan hindra vissa intervjusvar och sänka reliabiliteten (Saunders et al., 2003). Att inte använda bandspelare sparar även tid då det krävs en hel del arbete att skriva ut de bandade intervjuerna (Saunders et al., 2003; Gustavsson, 2004). Denna tid kan vi istället lägga på analys av intervjuerna.

Vid telefonintervjuerna har intervjuaren därför fört anteckningar direkt i datorn under samtalet. Vidare är det samma person som genomför intervjun som antecknar svaren. Detta förfaringssätt gör att intervjuerna nedtecknas mer eller mindre i ofullständiga meningar som sedan, direkt efter intervjun renskrivs med utfyllande text. Att referera intervjuerna innebär



emellertid alltid tolkning och urval (Ödman, 1998). Av detta följer att tolkning ibland sker omedvetet då vi återger text i efterhand, vi har viss momentan tolkning i form av referat. Vi har efter bästa förmåga försökt att återge vad vi tror att respondenten menade. Fördelen med att skriva ner hela intervjuerna är att vi inte glömmet något som sagts (Gustavsson, 1998) och vi kan i viss mån tolka ord och fraser som använts i intervjun. Språket kan dock aldrig prestera någon exakt återgivning av ett tankeinhåll, men man kan tolka språkliga meddelanden med tillräcklig precision för att man någorlunda ska förstå vad en annan människa menar (Arfwedson, 1998). Genom att återge hela innehållet i intervjuerna kan vi också gå tillbaka och vara säkra på att visst svar lämnades.

Nackdelen med detta förfaringssätt är att det kan generera en överbelastning av data (Gustavsson, 1998). Vissa respondenter har dock pratat så fort att det varit omöjligt att återge hela samtalet. Andra intervjuer har varat i uppemot två timmar vilket också gjort det svårt att återge hela intervjun. Vi har i dessa fall försökt återge kärnan i diskussionen. Detta är möjligt enligt den Grundade Teorin eftersom det är vår analys, intelligens, konceptualiseringsförmåga och kreativitet som är avgörande för studiens resultat (Ibid.). Det viktiga är därmed inte att återge materialet ordagrant för att kunna bevisa ett fenomen, utan att kunna finna de teoretiska mönster som finns i det material som vi samlar in. Den Grundade Teorin är dessutom naturligt avgränsande i urvalsprocessen och vi behöver därför inte vara oroliga att missa något i de data vi samlar in. Om vi missar något viktigt i en intervju kommer det att dyka upp i nästa (Ibid.).

Efter avslutad intervju har ett PM sammanställts för att förmedla helhetsintrycket av intervjun medan denna är färsk. Känslor, intryck och information som kom fram under intervjun som inte finns nedtecknade sammanfattas. Även vissa tankegångar om förbättringar av intervjuteknik, följdfrågor och reflektioner inför nästa intervju nedtecknas här. Det vill säga en exposttolkning som är starkare i sin reflektion än den momentana reflektionen.

Vi har valt att inte ändra själva intervjuguiden, trots att vissa intervjuer gav mycket ny information. Eftersom vi har begränsad erfarenhet av intervjuteknik kändes det tryggt att ha en intervjuguide att falla tillbaks på för att säkerställa att alla områden blivit berörda under intervjun. Guidens utformning behövs också för att komma igång med intervjun och frågorna är relevanta även i fortsättningen. Det som däremot har förändrats under datainsamlingens gång är intervjuens genomförande. För varje intervju ökar vår förförståelse för fondbolagens

ägande. Vi får på så sätt ökad insikt och kan därför uppfatta detaljer som möjliggör följdfrågor som ger ytterligare detaljer till vårt material. Vi har även förstått att vissa begrepp/termer som respondenten använder i sina svar kräver följdfrågor för att rätt definition av begreppet/termen ska uppfattas. Vi måste vara lyhörda för inbyggda tolkningsfällor, det vill säga vi måste ställa följdfrågor så fort svaret kan innehålla ett moment av tvetydighet för att i möjligaste mån säkerställa att vi uppfattat rätt innebörd av det som respondenten försöker förmedla. Detta är givetvis väldigt svårt, men vi försöker hela tiden utvecklas och blir bättre på intervjuteknik.

### 4.3 Operationalisering

För att kunna mäta ägaraktiviteten skapade vi en aktivitetsbarometer. Med hjälp av denna aktivitetsbarometer kommer vi att kunna observera hur ett fondbolag utövar sitt ägande i ett bolag vid en bestämd tidpunkt, vilket innebär att vi gör en tvärsnittsstudie. En tvärsnittsstudie ger en översiktlig bild av hur något förhåller sig vid en viss tidpunkt (Saunders et al. 2003). För att vi ska kunna utveckla aktivitetsbarometern och komma underfull med vad som driver fondbolagen att agera går vi ut och studerar den empiriska verkligheten, det vill säga den del av verkligheten som blir föremål för den empiriska studien (Johansson Lindfors, 1993). När vi undersökt hur den empiriska verkligheten ser ut kan vi skapa en teori om fondbolags ägande och vad ägare gör när de äger.

Vi har, som sagts ovan, valt att genomföra vår undersökning med hjälp av telefonintervjuer. Dessa kan ha olika grad av standardisering, vilket innebär hur väl frågorna är bestämda i förhand (Saunders et al., 2003). Vårt syfte är att få igång en diskussion med respondenten genom att ställa övergripande frågor som respondenten sedan får prata fritt om, varför vi har valt att använda oss av semistrukturerade intervjuer. Detta innebär att vi i förväg har bestämt vilka ämnesområden/frågor som ska behandlas i intervjun och vilken slags information vi önskar få ut (Andersson, 1995). På så sätt kommer vi att beröra ungefär samma områden med alla respondenter vilket gör materialet mer jämförbart vid analysarbetet. Telefonintervjuerna utgår ifrån en intervjuguide (se bilagor 1 och 2) som innehåller frågor som bör behandlas i intervjun. Beroende på respondentens svar tillåter en semistrukturerad intervju att vi ställer följdfrågor som ytterligare berikar vårt material i form av precision. Intervjuguiden är tänkt att vara ett flexibelt instrument och det är i första hand en öppen och uttömmande diskussion kring hur respondenten utövar sitt ägande som eftersträvas. Fördelen med en semistrukturerad

intervju är att den tillåter flexibilitet och kan anpassas efter respondenten. Nackdelen är att det krävs av den som intervjuar att denne är kapabel att både ta anteckningar under intervjun och hinna uppfatta vad som sägs och identifiera vilka följdfrågor som är relevanta att ställa.

#### 4.4 Urval

Gemensamt för alla typer av statistiska urval är att de ska garantera någon form av representativitet. Vid studier som syftar till att generera teorier gäller inte denna typ av strävan och man använder istället avsiktliga urval. Grunden för urvalet är avsiktlighet istället för representativitet (Johanson Lindfors, 1993), och syftet är att i datamaterialet finna kategorier och samband mellan kategorierna (Hartman, 2001). Detta tillvägagångssätt passar bra när man som vi har en teorigenererande ansats. Vi vill med utgångspunkt från vår förförståelse gradvis erhålla förståelse som växer fram i växelverkan mellan empiri och reflektion. Johanson Lindfors (1993) talar, som sagts tidigare, om vikten av en sammanhängande forskningsstrategi eftersom man inte kan göra en åtskillnad mellan urval, datainsamling och teoriutveckling/analys. Givet dessa utgångspunkter ska valet av fondbolag ske utifrån principerna om teoretisk avsikt och relevans. Detta gör att vi inledningsvis kan välja vilket fondbolag som helst där vi kan anta att det aktuella fenomenet eller det aktuella problemet förekommer.

Ungefär 70 procent av den svenska fondmarknaden förvaltas av de fyra storbankerna Föreningssparbanken (Robur), SEB, Nordea och Handelsbanken ([www.robur.se](http://www.robur.se), 2005-05-23). Eftersom dessa är så få och de dominerar fondmarknaden totalt vill vi träna vår intervjuteknik lite samt få en bättre förförståelse för fondbolagens ägande innan vi ringer till dessa stora fondbolag. Vi inleder därför vår undersökning bland de fondbolag som tillsammans förvaltar resterande 30 procent av fondmarknaden. De första urvalen gör vi för att minimera skillnaderna mellan grupper för att snabbt få fram grundläggande kategorier och deras egenskaper (Glaser & Strauss, 1967). Sedan kommer vi att maximera skillnaden för att se kategorierna och egenskapernas vidd. Vi arbetar inte helt förutsättningslöst då vi har hjälp av vår referensram när vi identifierar kategorier under intervjuernas gång. Det fortsatta urvalet av fondbolag väljs ut med hänsyn till den teori som växer fram, vilket innebär ett inslag av deduktion. Vid induktion samlas nämligen data först in utifrån en frågeställning och därefter genereras en teori som besvarar frågan, medan vid deduktion formuleras först en hypotes som besvarar frågan och därefter samlas relevant data in (Hartman, 2001). Med andra ord kan det

sågas att vi först samlar in data från ett urval, sedan analyserar vi denna data induktivt, och gör därefter ett nytt urval deduktivt baserat på analysen. Detta pågår tills dess att teorin har genererats. Då det fortsatta urvalet beror på den teori som växer fram, kan valet av fondbolag inte ske utifrån en i förväg upprättad plan. Kodning och analys av insamlad data måste ske parallellt med själva urvalsprocessen. Denna samtidigt medger en ständig omorientering och anpassning av den teori som växer fram (Johansson Lindfors, 1993). Fördelen med en sådan urvalsprocess är att vi slipper att hålla fast vid en modell som visar sig ha dålig förankring i empirin samt att det är mer ekonomiskt att inte samla in data på bredden när en teori väl börjar ta form (Ibid.).

#### 4.4.1 Urvalspopulation

Vid avsiktliga urval behöver antalet studerade enheter inte vara många (Johansson Lindfors, 1993). *"En teori genererad ur data kan aldrig bli felaktig utan kan bara utvidgas i takt med att antalet grupper från olika områden studeras"* (Johansson Lindfors, 1993 s 101). Glaser & Strauss (1967) menar att exakta bevis inte är nödvändiga för att generera en teori och därför är inte heller antalet så viktigt. Antalet intervjuer beror på mättnaden i data, inte att man fått begrepp verifierade (Gustavsson, 2004). Det vill säga ett enda fall kan indikera en generell kategori eller faktor och ett par fall till kan bekräfta denna indikation. En detaljerad bevisföring är inte nödvändig för att en teori ska passa och fungera för den grupp den är utvecklad för eftersom vi sysslar med teoriskapande, inte teoribevisande. Trots detta är den så kallade teoretiska mättnaden det kriterium som avgör när valet av nya grupper kan stoppas. Teoretisk mättnad är uppnådd när nya data inte kan tillföra kategorierna någon förändring. (Johansson Lindfors, 1993) När forskaren uppnått teoretisk mättnad och en formell teori är kunskapen teoretiskt generell (Glaser & Strauss, 1967). Teoretisk mättnad innebär alltså att forskaren har studerat gruppen i forskningsfältet så många gånger att denne märker att det är samma data eller likartad situation som dyker upp gång på gång. När denna teoretiska mättnad har uppnåtts i en grupp är det dags att vända sig till nästa grupp. (Hartman, 2001)

Det finns 54 svenska fondbolag registrerade hos Finansinspektionen, vilket utgör vårt urvalsunderlag. Vår aktivitetsbarometer utgår från en svensk struktur och vi har valt att avgränsa vår undersökning till svenska fondbolag eftersom de helt eller delvis har svenska aktier i åtminstone en av sina portföljer. Av detta följer att både fondbolagen och innehaven regleras i svensk lag, fondbolagen har sitt säte i Sverige och vi har viss kännedom om bolagen

de äger vilket hjälper oss i tolkningen av intervjuerna. Vidare har dessa fondbolag innehav i utländska bolag, varför vi även torde kunna fånga upp faktorer som kan förklara utländskt ägande. Varje fondbolag har en eller flera fonder som de förvaltar. Vår undersökning syftar till att förstå hur fondbolagen utövar sitt ägande. Vi kommer därför endast att ta med aktiefonder i vårt urval eftersom räntefonder och obligationsfonder inte är berörda av frågor kring ägarutövande. Vi kommer att välja ut fondbolag och därefter ställa frågor både gällande fondbolaget, fonderna och företagen som ingår i portföljerna. Vi fortsätter att samla in data tills dess att vi uppnår teoretisk mättnad och en formell teori kan skapas.

## 4.5 Validitet och reliabilitet

Operationalisering är ett besvärligt problem i all undersökning. Två viktiga begrepp i detta sammanhang är validitet och reliabilitet (Dahmström, 2000).

Om vi fullt ut tillämpat Grundad Teori och gått ut i den empiriska verkligheten som ett oskrivet blad, utan en referensram som styr datainsamlingen, hade vår studie inte kunnat bedömas utifrån kriterier som tillämpas vid avbildning; validitet och reliabilitet (Johansson Lindfors, 1993). En Grundad Teori-studie bedöms nämligen utifrån kvalitetskriterier om teoris närhet till data, hur grundad i data teorin är (Glaser & Strauss, 1967; Gustavsson, 1998). Detta kan bedömas utifrån om teorin; *passar* aktörernas verklighet, om de känner igen sig och får en fördjupad förståelse för den verklighet de befinner sig i, *fungerar* i den empiriska verkligheten och kan förutsäga vad som kommer att hända inom området, har *relevans*: den ska verkligen beskriva det den är tänkt att beskriva, *modifierbarhet*: en teori ska vara öppen och kunna genomgå förändring genom att ny data samlas in. (Glaser & Strauss, 1967; Hartman, 2001; Gustavsson, 2004)

Vår studie utgår dock från en referensram och vi har endast inslag av grundad teori varför vi kan göra en validitets och reliabilitets bedömning.

### 4.5.1 Validitet

Eriksson & Widersheim-Paul (2001, s. 38) definierar validitet som ”*ett mätinstruments förmåga att mäta det som man avser att mäta*”. En bra undersökning karakteriseras av hög validitet, att man idealt med sina frågor mäter det man faktiskt vill mäta (Dahmström, 2000).

För att uppnå hög validitet i vår studie har vi baserat våra frågor utifrån vår förförståelse, vår referensram. I den har vi grundligt identifierat tänkbara ägaraktiviteter som vi funnit genom att studera fondbolagens ägarpolicies som finns tillgängliga på deras hemsidor och genom en omfattande litteraturgenomgång. Vi har därmed kunnat precisera våra frågor så att de mäter det som vi avser att mäta, nämligen ägaraktivitet.

Vidare har vi tydligt utformat våra intervjufrågor så att de inte ska kunna missförstås. Om det trots allt skulle uppstå missförstånd har vi möjlighet att förklara frågorna eftersom vi utför telefonintervjuer. För att undvika att respondenten svarar på ett sätt men egentligen betar sig på ett annat, har vi bett respondenten att ge konkreta exempel så att vi vet att händelsen verkligen inträffat.

#### **4.5.2 Reliabilitet**

Reliabiliteten anger i hur hög grad resultaten av undersökningsmetoden påverkas av tillfälligheter, och hur stor sannolikheten är att samma resultat uppnås då någon annan använder samma underlag. Detta innebär att ett mätinstrument skall ge tillförlitliga och stabila utslag. En undersökning kräver hög reliabilitet för att vara oberoende av undersökare och av undersökta enheter. (Eriksson & Widersheim-Paul, 2001) Om man vid en upprepning av en undersökning kommer fram till samma resultat, om undersökningen är repeterbar, kan den sägas vara reliabel (Dahmström, 2000).

För att öka sannolikheten att samma resultat uppnås då någon annan använder samma underlag har vi intervjuat fondbolag av olika storlek och intervjuat personer på olika nivåer. Vi har även läst ägarpolicies för dels de fondbolag som vi intervjuat och dels ägarpolicies för de fondbolag som vi inte intervjuat, vilka också stödjer vår teori. Vi har därmed fått ett brett underlag för vår teori.

Dock innebär det alltid en risk med att tolka. Vi är därför medvetna om att en annan forskare skulle kunna tolka informationen från respondenterna på ett annat sätt och dra andra slutsatser än vad vi kommer att göra. Men eftersom vi har en så stark referensram samt att vi är två som tolkar och drar slutsatser utifrån det empiriska materialet torde denna risk vara liten.

## 4.6 Kapitelsammanfattning

För att förstå hur fondbolagen utövar sitt ägande har vi valt att genomföra kvalitativa fallstudier, då dessa kan användas för att förstå fenomen som är helt eller delvis okända. Vidare lämpar sig fallstudier utmärkt vid teorigenerering, som ju är syftet med vår studie. Vår data har vi valt att samla in genom telefonintervjuer, då detta ger oss möjlighet att vara flexibla och ställa följdfrågor om svaret är oklart eller förtydliga frågan om respondenten är osäker på dess tolkning. Vi har även, i de fall som fondbolagen har en formellt uttalad ägarpolicy, använt oss av deras ägarpolicy. Eftersom vår studie har inslag av Grundad Teori består vår empiriska metod av en kombination av deduktiva och induktiva element. Denna mix av induktion och deduktion sker genom att urval, datainsamling och analys görs interaktivt. Vårt urvalsunderlag är de 54 svenska fondbolag som registrerade hos Finansinspektionen, och vårt val av fondbolag har skett utifrån principerna om teoretisk avsikt och relevans. Detta innebär att vi inledningsvis kan välja vilket fondbolag som helst där vi kan anta att det aktuella fenomenet förekommer och att urvalet av fondbolag därefter väljs ut med hänsyn till den teori som växer fram. Med andra ord kan det sägas att vi först samlar in data från ett urval, sedan analyserar vi denna data induktivt, och gör därefter ett nytt urval deduktivt baserat på analysen. Vår kodning och analys av insamlad data sker alltså parallellt med urvalsprocessen. Detta pågår tills dess att teorin har genererats.

## 5. ANALYS

---

*I detta kapitel redogör vi för hur vår teori växte fram och hur denna vägledde vår datainsamling. Vår kärnkategori är vår beroende variabel, aktivitetsnivån, vilket medför att vi hela tiden inriktat oss på kategorier som kan tänkas ha någon relation till aktivitetsnivån. Ett litet fondbolag och/eller innehav tenderar att ha ett exitbeteende eftersom kostnaden för olika aktiviteter överstiger nyttan och möjligheten att påverka är liten. Ett stort fondbolag och/eller innehav tenderar däremot ha ett voicebeteende, då de bland annat har en möjlighet att påverka och kostnaden för voice understiger nyttan. Efter vår datainsamling söker vi efter och tydliggör samband, dels mellan kategorierna i sig och dels mellan kategorierna och kärnkategorin. De kategorier som korrelerar och som kan sägas ha samma relation till aktivitetsnivån sätts samman. Denna process sker stegvis för att slutligen resultera i 3 kategorier; att nyttan överstiger kostnaden, att ha en möjlighet att påverka och att legitimera sig. Utifrån kärnkategorin och dessa tre kategorier utformas sedan hypoteser som kan förklara varför fondbolagen äger som de gör.*

---

### 5.1 Teoriutveckling

*”Att generera en teori från ett insamlat textmaterial innebär att man kodar och analyserar texten”* (Hartman, 2001 s 79). Kodnings- och analysarbetet utförs dock inte sekventiellt utan samtidigt. (Harman, 2001)

Vi kommer i vår analys inte att fullt ut tillämpa Grundad Teori då vi redan i vår referensram skapade olika kategorier och förklarade dess innebörd samt använde vår referensram som grund till vår datainsamling. Dock kommer vi, i enlighet med Grundad Teori, att söka efter ytterligare kategorier i vårt datamaterial och att genomföra vår analys av data genom kodning. Vi kommer att hålla oss öppna vilket innebär att vi inte kommer att sätta upp några begränsningar, utan vi låter det vara öppet vilka kategorier som sedan kommer att visa sig vara relevanta (Hartman, 2001). Denna kategorisering kan liknas vid proceduren i en statistisk faktoranalys (Stern, 1980 se Hallberg, 1998).

Vi började med kodning och analys redan efter första intervjun. Kodningen gick till så att vi läste igenom de data vi hade och letade efter ord och fraser som kunde beskriva fenomen, det



vill säga företeelser, som kräver förklaring. Exempelvis "exit" (ord), "vi är för små" (fras), "möjlighet att påverka" (fenomen). Samtidigt försökte vi dela in dem i grupper genom att identifiera skillnader och likheter efter gemensamma karaktäristika eller om de beskriver samma fenomen. Dessa grupper bildade kategorier som vi benämnde efter det som var gemensamt för orden och fraserna i den. När vi genomförde intervjuerna framkom efterhand nya kategorier eller så fylldes befintliga kategorier på med nya egenskaper. Syftet med kodningen är att summera, gruppera och sortera begrepp ur data (Glaser & Strauss, 1967). Kodningen i sig ger inte en teori, varför vi utvecklade teoretiska idéer, så kallade teoretiska PM, i samband med kodningen. Dessa idéer är våra abstrakta tankar och reflektioner om koderna (Hartman, 2001), och användes tillsammans med koderna för att utveckla vår teori.

### 5.1.1 Kärnkategori

Vi har i enlighet med Grundad Teori identifierat en kärnkategori, en kategori som är i centrum för undersökningen och som relaterar till de andra kategorierna (Glaser & Strauss, 1967). Dock har denna kärnkategori inte vuxit fram under tiden vi samlat in data, eftersom vi redan innan datainsamlingen hade ett teoretiskt perspektiv i form av vår referensram. Vår kärnkategori är vår beroende variabel, aktivitetsnivån. Detta medför att vi hela tiden har inriktat oss på kategorier som kan tänkas ha någon relation till kärnkategorin, vi har alltså valt bort kategorier som vi inte har uppfattat har en relation med kärnkategorin. Urvalet blev på så sätt mer selektivt och vi har försökt mäta funna kategorier med egenskaper. För studien har detta inneburit att vi strukturerat vår intervjuguide för att få information kring vår kärnkategori. Vi har därför koncentrerat frågor och diskussioner kring denna vilket inneburit att väldigt lite data har varit orelaterad till kärnkategorin. Undersökningsprocessen har snabbats på och tolkningen av materialet underlättas.

Vår kärnkategori är aktivitetsnivå, då det är detta begrepp som vår undersökning fokuseras på. Aktivitetsnivån innefattar loyalty, exit och voice och kan tydliggöras med hjälp av vår aktivitetsbarometer som behandlar de olika ägaraktiviteter som finns möjliga för fondbolagen. Vår insamlade data har bekräftat de aktiviteter vi redan hade i aktivitetsbarometern utom styrelserepresentation. Fondbolag har nämligen ett behov av att snabbt kunna köpa och sälja aktier. De är därför hindrade att delta i styrelsearbetet då det ger fondbolaget en insynsställning, vilket innebär att de inte får avyttra sina aktier inom tre månader från

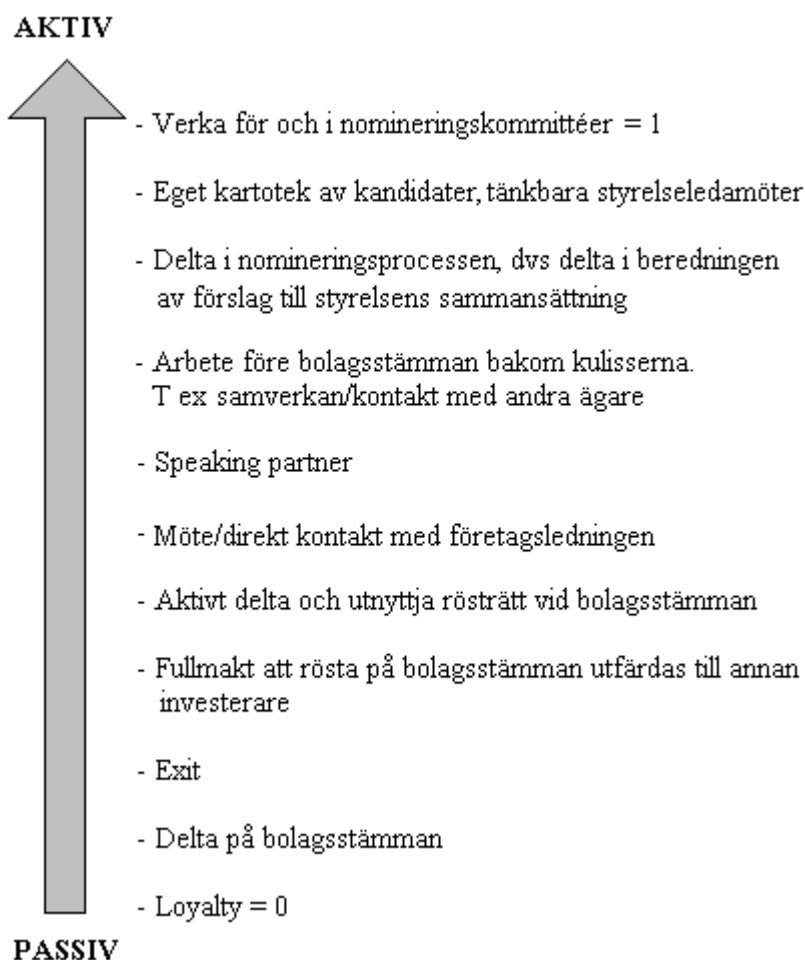
köpdatum. Att verka för och i nomineringskommittéer tenderar därför vara den aktivitet som befinner sig högst upp på aktivitetsbarometern.

*Nej, vi sitter inte i styrelsen i de bolag vi äger aktier, det är inte i linje med vår ägarpolicy eftersom vi måste kunna gå ur en placering. Vi kan inte ta sådana uppdrag. (Ägarfrågor, Stora fonden)*

Vår data har även indikerat en ytterligare aktivitet; *speaking partner*, det vill säga ägarinflytande genom att kunna påverka bolaget i form av en relation, ett utbyte. Då detta är en aktivitet som inte kräver nätverk med andra ägare eller nätverk med styrelseledamöter hamnar den under arbete före bolagsstämman. Aktiviteten innebär dock att fondbolaget har en relation till det ägda bolaget och har kunskap, information och erfarenheter om bolaget och övriga marknaden. Därav hamnar aktiviteten ovanför möten med företagsledningen, då dessa kan vara enstaka möten medan *speaking partner* är ett mer långvarigt förhållande mellan fondbolaget och det ägda bolaget.

*Att vara lite större ägare innebär att man blir tillfrågad och det krävs därmed en aktivare roll. (Ägarfrågor, Lilla fonden)*

*Om bolaget har en fråga blir man tillfrågad om man är en av de största ägarna även om endast liten andel. (Ägarfrågor, Lilla fonden)*



Figur 5.1 Aktivitetsbarometer efter datainsamling

Anledningen till att vi inte fann mer än en ny aktivitet till vår aktivitetsbarometer under datainsamlingen kan vara att vår referensram är väldigt stark. I den har vi grundligt identifierat tänkbara ägaraktiviteter. Datainsamlingen indikerar nämligen även den rangordning vi identifierade i vår referensram, vilket ytterligare tyder på referensramens styrka. Troligtvis är det vårt noggranna förarbete med att dels gå igenom fondbolagens ägarpolicies, som finns tillgängliga på deras hemsidor, och dels omfattande litteraturgenomgång som är orsaken till vår starka referensram. Syftet med fondbolagens offentliga ägarpolicy är att kommunicera med andelsägarna hur de utövar sitt ägarinflytande. Efter en genomgång av alla dessa så torde vi ju ha täckt in de flesta tänkbara aktiviteterna som de utövar. Litteraturen har sedan hjälpt oss med teorier som förklarar nivåerna.

### 5.1.2 Relationer mellan kärnkategorin och övriga kategorier

Vår kärnkategori har varit en så kallad vägvisare för datainsamling och har således, i enlighet med Grundad Teori, avgränsat arbetet (Hartman, 2001). Vi har riktat in oss på de ägaraktiviteter som fondbolag kan tänkas utöva och varför de utövar dessa aktiviteter. Enligt vår referensram tenderar stora fondbolag att befinna sig högt upp på aktivitetsbarometern, medan de mindre fondbolagen tenderar att befinna sig längre ner.

Vi valde att börja undersöka de mindre fondbolagen, det vill säga de fondbolag som inte tillhör de fyra stora fondbolagen, och vi kunde redan efter några få intervjuer se tydliga mönster hos dessa fondbolag. De utövar exit, det vill säga de säljer om de hittat en bättre placering eller om de är missnöjda med det ägda bolaget. Analysen av data från flera små fondbolag visade genomgående att det är innehavets storlek och därmed möjlighet till exit som är det avgörande för om man utövar exit. Även kostnaden för voice spelar en stor roll; mindre fondbolag har varken tid eller möjlighet, har inte resurser, för att utöva voice. Det finns därför en sådan stabilitet i observationerna att man kan sluta sig till att deras innehav är storleksmässigt för små, både relativt och absolut, för att ge möjlighet till reell påverkan. Röstandelen medför således inget inflytande och den absoluta storleken är för liten för att en försäljning skulle ha några negativa effekter på aktiekursen för bolaget. Fondbolag med små innehav tenderar därför att agera exit vid missnöje. Vår analys visade dock även att det finns undantag då mindre fondbolag deltar och röstar på bolagsstämmor. Detta händer när det anses vara motiverat; när det på bolagsstämman ska diskuteras frågor som kan påverka aktieägarvärdet. Detta kan tolkas som att bolag med ett exitbeteende är reaktiva i sin ägarroll och agerar endast när de anser att det är kostnadsmässigt motiverat, när de vill ha innehavet kvar och utövar därför voice i vissa situationer.

Då vi undersökt de mindre fondbolagen var det dags att vända sig till de riktigt stora fondbolagen. Vi kunde även här efter några intervjuer se ett tydligt mönster hos fondbolag som utövar voice. Stora fondbolag tenderar att vara mer aktiva än de mindre fondbolagen. Data från ett flertal stora fondbolag visade att det är fondbolagets och innehavets storlek som avgör vilken ägarroll fondbolaget tar. Stora fondbolag tenderar att ha ett allmänt intresse och ett ansvar för marknaden att ta hänsyn till; det förväntas av de stora fondbolagen att de agerar aktivt och tar sitt "ägaransvar". Vidare tenderar de stora fondbolagens innehav att vara så stora, relativt och/eller absolut, att de har en möjlighet att påverka, ett inflytande. De stora

fondbolagen tenderar även att ha kompetens och resurser för att utöva ett aktivt ägande i form av voice. Deras kompetens består dels av kompetens för att utforma placeringsstrategier, köpa och sälja, dels kompetens i verksamhetsfrågor för att kunna ta ställning till hur de ska rösta på bolagsstämmor och inför möten med bolagsledningen och dels kompetensen i form av nätverk för att kunna nominera styrelsemedlemmar. Stora fondbolag tenderar att ha en tjänst eller avdelning som jobbar med ägarfrågor, vilket därmed innebär att de har tid, resurser, för att vara aktiva. Att vara lite större ägare kan även innebära att man blir tillfrågad av det ägda bolaget att delta i till exempel nomineringskommittéer, vilket innebär en aktivare roll.

De stora fondbolagen kan, till skillnad från de mindre fondbolagen, beskrivas som proaktiva. De agerar i förebyggande syfte, genom att försöka påverka bolaget så mycket de kan, genom att aktivt delta i nomineringsprocesser av styrelseledamöter, för att i så stor utsträckning som möjligt tillförsäkra sig att bolaget går så bra som möjligt och därmed ger fondbolaget så bra avkastning som möjligt. De vill genom att utöva voice förebygga att missförhållanden uppstår.

Stora fondbolag kan vara inlåsta i sitt ägande och tenderar därför att vara aktiva, att utnyttja voice. Ju större de blir desto viktigare är det att skydda sitt innehavs intressen mot negativ kurspåverkan eftersom exit inte längre är möjligt. För att kunna uppnå dessa effekter med ett proaktivt beteende krävs det att fondbolaget befinner sig på toppnivåerna av aktivitetsbarometern. Det vill säga för att kunna vara med och utforma incitamentsprogram och hur dessa ska vara kopplat till prestationer krävs inflytande och reell möjlighet att påverka.

En anledning till att vi så tidigt kunde se mönster i de små respektive stora fondbolagens ägarbeteende kan bero på att det tenderar att finnas ett flockbeteende hos fondbolagen. Det vill säga för att inte förlora kampen om spararnas pengar gäller det att åtminstone inte vara sämre än snittet (Srejber, 2003), varför det blir rationellt för de små fondbolagen att agera likartat och rationellt för de stora fondbolagen att agera likartat. Vid en Grundad Teori-studie kan vi i ett enda fall indikera en generell kategori eller faktor och ett par fall till kan bekräfta vår indikation. Antalet intervjuer beror därmed inte på att vi fått begrepp verifierade utan det beror på mättnaden i data.

Datamättnad i de små fondbolagen uppnåddes genom att deras ägarutövande uppvisade samma mönster. Intervjuer med de stora fondbolagen bekräftade sedan detta mönster då även stora fondbolag kan ha små innehav. Stora fondbolag uppvisar därför samma beteende som de små fondbolagen när de har små innehav. Vi har på så sätt testat teorins gränser och funnit en datamättnad för små fondbolag och/eller innehav. De stora fondbolagen uppvisade även de ett visst ägarmönster. Detta beteende styrktes sedan av de uppgifter som de små fondbolagen lämnat vad gäller stora innehav i exempelvis småbolagsfonder, varför datamättnad för stora fondbolag och/eller innehav uppnåts.

*Tabell 5.1 Översikt över våra intervjuer*

<b>Fondbolag</b>	<b>Respondent</b>	<b>Tid</b>
Litet fondbolag	Förvaltare	15 min
Litet fondbolag	Förvaltare	20 min
Litet fondbolag	Ägarfrågor	35 min
Litet fondbolag	Förvaltare	30 min
Litet fondbolag	Förvaltare	15 min
Stort fondbolag	Ägarfrågor	7 min
Stort fondbolag	Ägarfrågor	120 min
Stort fondbolag	Förvaltare	30 min
Stort fondbolag	Ägarfrågor	40 min
Stort fondbolag	Förvaltare	15 min
Stort fondbolag	Ägarfrågor	120 min

De små fondbolagen har ofta ingen ansvarig för ägarfrågor varför det är förvaltarna som svarat på våra frågor. De stora fondbolagen har däremot antingen en avdelning för frågor från investerare, eller en person anställd som arbetar med ägarfrågor. På de stora fondbolagen har vi har därför först intervjuat en person som arbetar med ägarfrågor och sedan även intervjuat en förvaltare på samma fondbolag för att säkerställa att teori och praktik överensstämmer.

### **5.1.3 Skillnad mellan stora och små fondbolag**

Under datainsamlingen bland de mindre fondbolagen fick vi indikationer på att det finns ett så kallat ”tak” i aktivitetsbarometern. När fondbolaget når en viss storlek på sitt innehav eller uppnår en viss aktivitetsnivå, ”åker” de lätt upp i aktivitetsbarometern och blir mer aktiva.

Ett litet fondbolag med små innehav tenderar att ha ett exitbeteende eftersom kostnaden för olika aktiviteter överstiger nyttan och möjligheten att påverka är liten. Det blir därmed en reaktiv handling att i vissa situationer ”när det är motiverat” gå in och agera, exempelvis när aktieägarvärdet hotas vid nyemission, är det även kostnadsmässigt motiverat. Detta gör att de ibland ”åker upp”, från att utöva exit som aktivitet, till aktivitetsbarometerns mellannivåer. Det finns dock en gräns, ett ”tak”, som fondbolagen inte tar sig igenom i sitt reaktiva beteende. De utövar alltså aktiviteter upp till denna nivå men sedan når de inte högre och utövar därmed inte de ”högre” aktiviteterna på aktivitetsbarometern. Detta ”tak” befinner sig mellan att vara *speaking partner* med det ägda bolaget och att ha *kontakter med andra ägare*. Att vara *speaking partner* innebär att fondbolaget har en relation med bolaget vilket förutsätter viss storlek på innehavet. Dock kräver denna aktivitet inte kompetens i form av nätverk. För att gå igenom ”taket”, att ha *kontakt med andra ägare* krävs det däremot ett nätverk, en kostnad, som mindre fondbolag inte tenderar att skaffa sig för att kunna agera endast någon enstaka gång.

När fondbolaget och/eller innehavet når en viss storlek tenderar de att bli inlåsta i sitt ägande, varför de börjar agera *voice* för att på så sätt påverka och övervaka värdet på sin investering. Detta gör att fondbolaget snabbt ”åker upp” till toppen på aktivitetsbarometern när de väl gått igenom taket, eftersom det är på dessa nivåer som nyttan med aktiviteterna överstiger kostnaden för att utföra dem. Dock tenderar de stora fondbolagen att utnyttja mellannivåerna på aktivitetsbarometern när de har mindre innehav i sina portföljer och därmed behöver prioritera bland sina resurser.

#### **5.1.4 Sortering**

När vi kunde se tydliga mönster i våra kategorier avslutade vi, i enlighet med Grundad Teori, vår datainsamling. Som sagts ovan krävdes det inte många intervjuer för att upptäcka fondbolagens ägarbeteende. Vi började då söka efter och tydliggöra samband, dels mellan kategorierna i sig och dels mellan kategorierna och kärnkategorin (Glaser & Strauss, 1967). Denna så kallade sortering syftar till att samordna allt till en helhet, att teoretiskt och idémässigt upptäcka samband i materialet, att organisera relationen av idéer och att skapa disposition för presentation av teorin (Gustavsson, 1998). Denna sortering pågick tills det att

vi nådde personlig mättnad, det vill säga tills det att det inte fanns mer tid tillgänglig (Gustavsson, 1998).

### 5.1.5 Oberoende faktorer

Under vår sortering, när vi hade sammanställt vårt material till kategorier, det vill säga oberoende faktorer som påverkar kärnkategorin, minskade vi antalet kategorier genom att kategorier med liknande innehåll slogs samman. De kategorier som korrelerar, som i en statistisk analys sannolikt skulle få 1 i korrelation, och som kan sägas ha samma relation till aktivitetsnivån har vi valt att sätta samman. Denna process skedde stegvis för att slutligen resultera i tre kategorier som kan sägas utgöra kontentan i det analyserade datamaterialet och som beskriver varför fondbolaget äger som de gör. Dessa tre kategorier har i sin tur olika underkategorier, vilka består av de kategorier vi satte samman.

Motivation är ett exempel på en kategori som korrelerar med andra kategorier, nämligen kostnad och möjlighet att påverka. Ett fondbolag känner sig motiverade att agera om kostnaden för agerandet understiger dess nytta och om de har en möjlighet att påverka.

Ett annat exempel på en kategori som delades upp och hamnade under andra kategorier, det vill säga som korrelerade med andra kategorier, var *ansvar*. Det ansvar fondbolagen tenderar att känna är *ansvar gentemot andelsägarna*, *ansvar gentemot kapitalmarknaden* och *ansvar gentemot de ägda bolagen*. När vi försökte analysera vad detta ”ägaransvar” innebar kom vi fram till att ansvaret kunde brytas ned och fördelas in i andra kategorier. Då ansvaret gentemot andelsägarna har att göra med att fondbolag enligt lag uteslutande måste handla i andelsägarnas intresse, så hamnar denna kategori i underkategorin lagstiftning. Vidare har ansvaret gentemot kapitalmarknaden och de ägda bolagen att göra med social legitimitet, då det är något de stora fondbolagen känner sig skyldiga att göra. Därav hamnar de två kategorierna i underkategorin sociala normer/ideologi. Det finns dock även en bakomliggande kategori till ”ägaransvar”, nämligen ekonomisk rationalitet, det vill säga fondbolagen utövar övervakning och styrning av det ägda bolaget när det är ekonomiskt lönsamt, när andelsägarnas nytta med aktiviteten överstiger kostnaden för att utföra den.



## 5.2 Analys av data

Vår kodning resulterade som sagts ovan i tre kategorier, med underkategorier, vilka vi här kommer att beskriva i löpande text och exemplifiera med referat från de i studien ingående intervjuerna. Kategorierna utgör oberoende faktorer som påverkar den beroende faktorn, aktivitetsnivån i vår aktivitetsbarometer.

*Tabell 5.2 Översikt av kategorier och dess underkategorier*

---

### **Kategorier**

---

#### **Nytta överstiger kostnad**

- Resurs
- Kompetens
- Inlåsnings
- Ägda bolagets strategi

#### **Möjlighet att påverka**

- Ägarandelens storlek
- Fondbolagets storlek
- Ägda bolagets ägarstruktur
- Lagstiftning
  - Ansvar gentemot andelsägarna
- Tillfrågning

#### **Legitimitet**

- Sociala normer
    - Ansvar gentemot kapitalmarknaden
    - Ansvar gentemot det ägda bolag
  - Media
- 

### 5.2.1 Nyttan överstiger kostnad

Nyttan med en aktivitet måste överstiga kostnaden för att utföra den, om det kostar mer än det gynnar fondbolaget finns det inte någon motivation hos fondbolaget att agera.

### 5.2.1.1 Resurser

*Vårt syfte är att tjäna pengar, därför behövs en tjänst eller avdelning som jobbar med ägarfrågor. Vi är så små och har andra problem att handskas med. Om vi varit större skulle vi kunna avsätta resurser, det är fondvolymen som avgör intäkterna och därför måste vi kliva ner och först ta hand om våra måsten. Vi har inte intäkter för att avsätta tid till detta och tid är ju som du vet lika med pengar. (Förvaltare, Lilla fonden)*

*Ett litet fondbolag har inte möjlighet att läsa på kallelser och komplexa beslutsunderlag, det krävs kontakter med styrelseordföranden i bolaget. Vi har ofta flera möten för att förstå och veta hur vi ska rösta och framför allt för att ge synpunkter. Ska man ägna tid åt dessa frågor kräver det resurser och man måste vara oerhört insatt. Tidsfaktorn kan begränsa. Stora bolag har tjänster avsatta och därmed har de tid. Till viktiga frågor har vi tid att samverka och därmed påverka. (Ägarfrågor, Stora fonden)*

*Nej aldrig! Det finns varken tid eller möjlighet till det, vi saknar resurser för ett sådant agerande, vi är bara 5 förvaltare här. (Förvaltare, Lilla fonden)*

Fondbolagens organisation tenderar att vara mer omfattande ju större fondbolaget är. I små fondbolag tenderar antalet förvaltare vara få, ofta finns det en ansvarig förvaltare för fonden som både ska sköta köp och sälj funktionerna och representera fonden på bolagsstämmor och andra ägaraktiviteter. Att utöva aktiviteter med dessa begränsade resurser utgör en alternativkostnad som kan användas mer kostnadseffektivt, vilket tenderar att innebära lägre aktivitetsnivå hos fondbolag med små organisationer. Stora fondbolag tenderar att ha många förvaltare, ibland flera förvaltare på varje fond med en fondansvarig, egna analytiker och/eller egna corporate governance avdelningar, vilket medger specialistfunktioner och större tillgång till resurser. Kostnaden för att utöva en aktivitet är därmed lägre i en stor organisation där kostnaden för brukandet av resurser kan slås ut på flera enheter.

*Det är teorin om möjlighet till avkastning som styr köp/sälj beteende. (Förvaltare, Lilla fonden)*

Fondbolag ska enligt Lagen om investeringsfonder (4 kap 2 §) handla *uteslutande* i andelsägarnas gemensamma intresse, vilket innebär att maximera avkastningen givet en viss risknivå. Fondbolagen tenderar därför att agera rent marknadsmässigt och köpa och sälja aktier utifrån analyser om förväntad avkastning.

### 5.2.1.2 Kompetens

*Vår kompetens består i att översiktligt göra en bedömning av företags verksamhet. I bästa fall kan vi som förvaltare över tiden förvärva en erfarenhet som leder till att denna bedömning ger oss en viss förmåga att urskilja karaktäristika som antyder att verksamheten utvecklas i en för företaget positiv eller negativ riktning. Vi har dock ingen erfarenhet av att sätta oss in i specifika verksamhetsfrågor. (Ägarpolicy, lilla fonden)*

Fondbolagens kompetens vid små innehav tenderar att bestå av kompetens om vilken bransch bolaget agerar inom, vilken position de har på marknaden, inträdesbarriärer, tillväxtprognoser, det vill säga kompetens för att utforma placeringsstrategier, köpa och sälja. När innehaven växer i storlek utökas kompetensen till att även omfatta verksamhetsfrågor för att kunna ta ställning till hur de ska rösta på bolagsstämmor och inför möten med bolagsledningen.

*Det är klart att man vid dessa tillfällen måste vara kunnig i deras verksamhet för att kunna ställa rätt frågor. Det är som med matematik, vid en viss nivå övergår matematiken till att bli bokstäver och då räcker det inte med att kunna  $1+1=2$ . (Fondförvaltare, lilla fonden)*

*Det viktigaste är att man har professionella sökmotorer vid tillsättande av styrelse. Vad är det för kompetens som behövs? Vilken kravprofil har vi? Hur hittar vi personen? (Ägarfrågor, Stora fonden)*

När innehaven blir betydande tenderar kompetensen att utökas med nätverk för att kunna nominera styrelsemedlemmar.

### 5.2.1.3 Inlåsnig

*Vi kan utöva exit i alla bolag eftersom våra innehav fortfarande är så små att vi kan utnyttja exitfunktionen. Men vi närmar oss den nivå där det ej längre är möjligt på grund av kursfall. Storleken avgör om exit är möjligt eller inte.*  
(Ägarfrågor, Lilla fonden)

*I till exempel Erikson är det bra likviditet, där kan man alltid gå ur. Det kan vara problem i småbolagsfonder där likviditeten är sämre. Där kan det ta lång tid att gå ur eftersom det pressar kursen. Likviditet är problem i små bolag.*  
(Förvaltare, Stora fonden)

Exit tenderar att vara både enklare och billigare än voice, men det kan finnas tillfällen när voice är det enda möjliga handlingsalternativet för en investerare eftersom exitmöjligheten är begränsad. Vissa fondbolag har så stora innehav i ett företag att ett exitbeteende skulle medföra att aktiekurserna skulle falla markant. Om fondbolaget bjuder ut hela sitt innehav, erbjuds de ett för lågt pris på grund av det stora utbud som de skapar, och om fondbolaget endast gör en delförsäljning har de kvar en viss del av sitt innehav, varför de inte torde vilja att aktiekursen ska falla markant. Detta innebär att kostnaden för exit vid ett stort innehav överstiger kostnaden för voice, varför fondbolag med stora innehav tenderar att anta ett voicebeteende. Fondbolagen är dock skyldiga att kunna möta andelsägarnas krav på uttag ur fonden vilket medför att de måste ha likviditet i alla bolag. Stora innehav kan därför vid behov säljas ut över tiden på ett lämpligt sätt så att inte kursen sänks och de tappar avkastning. Försäljningen är då inte orsakad av missnöje utan på grund av krav från andelsägarna. Om försäljningen däremot är orsakad av missnöje kan det förväntas att fler i marknaden har reagerat på samma information och det kan då vara svårt att genomföra en försäljning av ett stort innehav utan att drabbas av en stor kostnad orsakad av dumpningseffekten. Dessutom är instrumenten som aktörerna på marknaden använder så avancerade i dag att det går att se vilken aktör som köper respektive säljer ett visst innehav. Det går dock inte att se vem slutkunden är men det går att identifiera vem aktören är som har finansinspektionens tillstånd att utöva handel. Detta gör att det inte obemärkt går att ”pytsa” ut ett innehav över tiden, då det finns ett signalvärde i ”pytsandet” som andra aktörer ser och agerar på.

*Om vi är stora inträffar det att om vi ska sälja hela vårt innehav i något måste vi köpa i något annat. Det vill säga vi förlorar i kurs när vi säljer och samma effekt inträffar när vi måste köpa i annat bolag”. Ju större du blir både relativt och absolut, desto viktigare blir voice. (Ägarfrågor, Stora fonden)*

Stora innehav innebär ett hinder för att utöva exit. Stora innehav innebär därför att omplaceringar är svåra att genomföra. Fondbolag som vill omplacera måste först sälja ut sitt innehav i en aktie, vilket driver ner kursen och orsakar en stor kostnad för utträdet, och sedan köpa en annan aktie för pengarna vilket driver upp kursen i den aktien och medför en fördyrad kostnad för inträdet. Stora innehav tenderar därför att skapa tröghet på kapitalmarknaden, i form av inlåsnings, som orsakas av att kostnaden överstiger nyttan med ett byte från ett innehav till ett annat. Ju större innehaven blir, både relativt och absolut, desto viktigare blir det kunna påverka bolagen så att värdet på fondbolagets investering skyddas, vilket leder till ett agerande högt upp på aktivitetsbarometern.

*Det finns situationer då man försökt påverka men de lyssnar inte och man kommer inte ur, man har testat både voice och exit, men det går inte därför sitter man kvar. (Förvaltare, Stora fonden)*

I vissa situationer kan fondbolag varken sälja sitt innehav eller påverka, det vill säga varken utnyttja exit eller voice. Detta tenderar att inträffa om fondbolaget är inlåst, på grund av innehavets storlek eller på grund av att likviditeten på marknaden är låg, samtidigt som den relativa ägarandelen är låg. Fondbolaget kan därmed inte genom rösträtt påverka bolaget och den absoluta storleken medger inte inflytande om det ägda bolaget väljer att inte lyssna på fondbolaget. Fondbolaget tenderar då att hamna i en situation där de varken säljer eller påverkar. De blir med andra ord passiva.

#### **5.2.1.4 Ägda bolagets strategi**

*Precis som det står i vår ägarpolicy deltar vi när det är motiverat, det vill säga när det ska diskuteras frågor som är av vikt för bolagets strategiska utveckling eller dylikt. (Förvaltare, Lilla fonden)*

*Ett exempel; ett experiment företag agerar på ett visst sätt som får marknaden att reagera. Vi kan då ta kontakt med bolaget och ställa frågor kring detta. Om vi inte tycker att bolaget kan motivera sina val eller om vi inte håller med, går vi ur placeringen. Om bolaget däremot har en bra och trovärdig förklaring/strategi kan vi behålla innehavet eftersom vi fortfarande har förtroende för bolaget. (Förvaltare, Lilla fonden)*

*När man gillar bolaget och tror på det, stannar man kvar. (Förvaltare, Lilla fonden)*

Fondbolag tenderar att investera i bolag efter att fondförvaltarna själva eller interna/externa analytiker har genomfört en fundamental analys. De tenderar att välja bolag utefter preferenser som överensstämmer med fondens investeringsstrategi och de har därmed vissa förväntningar på det ägda bolagets ledning och dess framtida utveckling. Om det ägda bolaget frångår förväntad strategi tenderar fondbolagen att ta kontakt med företagsledningen, det vill säga agera, för att få information om orsaken till strategibytet. Ett strategibyte, till exempel en nyemission, hotar nämligen aktieägarvärdet, vilket gör det kostnadsmässigt motiverat för fondbolagen att agera. Motiven till det ägda bolagets agerande tenderar sedan att leda till exit om ny strategi ändrar fondbolagens ursprungliga analys och tilltro till det ägda bolagets framtida utveckling i negativ riktning. Om det ägda bolaget däremot kan motivera vald strategi och denna ligger i linje med vad fondbolagen anser, tenderar de att behålla innehavet eftersom de fortfarande har förtroende för bolaget. Det ägda bolagets strategi tenderar därför att påverka vilken typ av ägaraktivitet som fondbolagen utövar.

### **5.2.2 Möjlighet att påverka**

*Har vi möjlighet att påverka gör vi det. Vi vill ta ansvar för det intresse vi utgår ifrån. I corporate governance är vår uppfattning att agera skapar avkastning för oss. Vi har bättre resurser att vara proaktiva än små bolag. (Ägarfrågor, Stora fonden)*

Det avgörande för vilken aktivitet fondbolaget väljer att utöva är hur fondbolaget har möjlighet att agera på informationen. Om de är små och missnöjda väljer de exit, det går inte att påverka och det lönar sig inte heller ekonomiskt. Ett litet innehav ger dessutom möjlighet

till exit på ett bräde. Är de stora i sitt innehav och är missnöjda har de möjlighet att påverka men inte samma möjlighet att välja exit, eftersom de är inlåsta i sitt ägande, varför det motiverar ett voicebeteende.

### 5.2.2.1 Ägarandelens storlek

*Det är storleken som avgör. Chansen eller möjligheten att påverka är det som avgör. Om vi inte har möjlighet att påverka är det ingen ide att vara aktiv, incitament och möjlighet går hand i hand. (Förvaltare, Stora fonden)*

*Vi agerar framförallt i de bolag där vi har betydande innehav. Vi prioriterar bolag där vi har ett betydande ägande antingen i procent eller mätt i absoluta tal. (Ägarfrågor, Stora fonden)*

Storleken på ägarandelen i förhållande till det totala antalet aktier, den relativa storleken, och/eller den absoluta storleken, mätt i kronor eller annan valuta, påverkar valet av ägande. Ett fondbolag tenderar att agera voice om dess totala innehav av en viss aktie är tillräckligt stort för att kunna påverka. Ett fondbolag med liten andel tenderar att överlåta kontrollfunktionen på någon annan ägare eftersom de dels inte kan påverka och dels kostar det att utöva aktivt ägande i form av voice. Fondbolagen prioriterar att vara aktiva i bolag där de har ett betydande ägande och det finns möjlighet att påverka. Innehavets storlek påverkar även hur nära kontakt fondbolaget får med bolaget. Bolagets tid är dyrbar och de har inte tid med alla investerare. De största prioriteras och deras åsikter hörsammas. Möjlighet att påverka tenderar därför att vara incitament till att agera voice.

*Det händer ibland vid bud, om det är snålt, det blir större kraft i vårt agerande om vi är fler att tala om vad vi vill. (Förvaltare, Stora fonden)*

*Vi som är på många stämmor representerar de största ägarna. Vi är på de flesta stora stämmor vilket gör att vi känner varandra, det är naturligt att vi vet vilka de är, vilket skapar nätverk. Små aktörer går inte på bolagsstämmor, därför har de inte det nätverket. Nu ska samarbete inte överdrivas. Vem som helst som vill vara aktiv kan vara det, men det kräver att man arbetar för det också. (Ägarfrågor, Stora fonden)*

Det är storleken på innehavet som ger möjlighet till påverkan. Storleken kan vara relativ eller absolut för fondbolaget, men kan även innebära att ägarna går ihop för att gemensamt göra sin stämma hörd. De kan till exempel gå ihop och arbeta före bolagsstämmor för att kunna lägga fram förslag, som därmed kan tänkas stödjas av betydande röstandelar. För att agera gemensamt krävs dock viss form av nätverk, fondbolaget måste känna till vilka de andra ägarna är samt hur dessa kan tänkas ställa sig i ärendet i fråga. De små fondbolagen tenderar därför att inte utnyttja möjligheten att gå samman eftersom dessa nätverk inte finns. Det krävs dessutom resurser för att sätta sig in i frågorna vilket är en kostnad som enligt ovan överstiger nyttan av aktiviteten för de små fondbolagen. De stora ägarna deltar i de flesta aktiviteterna vilket gör att det är ungefär samma människor som deltar, vilket i sin tur skapar de nätverk som behövs för att samverka. De stora fondbolagen tenderar dock inte att utnyttja möjligheten till samverkan mer än i ett fåtal fall. En av anledningarna tenderar att vara att de stora fondbolagen är så stora i sig att de inte är i behov av samverkan för att kunna påverka. De gånger fondbolag tenderar att samverka är vid fall av budgivning och emissioner, i de fall de vill behålla sitt innehav men är rädda för att bli utspädda i sitt innehav och/eller bli förbisedda och tappa avkastning. I dessa fall tenderar nyttan med aktiviteten att överstiga kostnaden för att utföra den vilket är incitament för aktiviteten.

Ett litet relativt innehav, det vill säga ett innehav med litet röstmässigt inflytande, kan dock påverka genom kursen. Fondbolag som äger 1 procent av rösträtten i ett bolag är inte röststarka, men om innehavet, mätt i absolut storlek, är stort skulle en eventuell försäljning vid missnöje leda till stort kursfall, då likviditeten på Stockholmsbörsen inte tål en så stor försäljning. Detta skulle påverka de stora ägarna som sitter kvar i bolaget, det vill säga deras innehav skulle sjunka kraftigt i värde i och med kursfallet. För att undvika en sådan situation bereds fondbolaget därför möjlighet till inflytande. Fondbolag som har möjlighet att påverka tenderar att agera voice.

### 5.2.2.2 Ägda bolagets ägarstruktur

*I till exempel Ericsson kan vi inte bli stora. (Ägarfrågor, Stora fonden)*

Det ägda bolagets ägarstruktur påverkar fondbolagets ägande. Fondbolag tenderar att vara mer aktiva i bolag där de har möjlighet att påverka. Bolag som har en ägarstruktur med



kontrollmekanismer som begränsar ägarnas möjlighet att påverka tenderar att leda till att fondbolagen istället förlitar sig på exit. De små fondbolagen skulle kunna påverka genom samverkan/koalition med andra aktörer, men de tenderar inte att utnyttja denna möjlighet eftersom kostnaden överstiger nyttan för dessa små fondbolag/innehav. De stora fondbolagen kan erhålla inflytande och möjlighet till påverkan trots att de är röstsvaga i sina relativa innehav då de kan ha ett betydande absolut innehav. Deras åsikter tenderar därför att höras och de kan utöva voice även i bolag med kontrollmekanismer som begränsar ägarnas möjlighet till påverkan.

### 5.2.2.3 Lagstiftningen

*Nej, vi har aldrig ett syfte att vara med och påverka! Vårt intresse ligger i att se till att andelsägarnas intresse tas tillvara vilket inte är förenligt med ett sådant agerande. Vi styrs av lagen om investeringsfonder där detta framgår.  
(Förvaltare, Lilla fonden)*

Enligt Lagen (2004:46) om investeringsfonder är fondbolag begränsade i sitt ägande. En vanlig värdepappersfond får inte placera mer än 5 procent av fondens förmögenhet i ett enskilt värdepapper, dock får fonden ha fyra placeringar som vardera uppgår till 10 procent av fondens totala tillgångar. Detta innebär att vanliga aktiefonder måste innehålla minst 16 olika aktier. I och med detta torde det inte finnas något intresse för fondbolaget att övervaka det enskilda företaget eftersom fondbolaget inte utsätts för den osystematiska risken, det ägda företags risk. Detta innebär att fondbolagens incitament till att vara aktiva ägare är begränsat. Lagen om investeringsfonder innehåller även en paragraf (2 kap § 17) om sundhetskrav. Enligt den ska fondbolagen driva sin verksamhet så att *allmänhetens förtroende för fondmarknaden och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras* samt i övrigt så att verksamheten kan anses sund. Detta torde innebära att fondbolag som uppvisar ett exitbeteende i vissa situationer är motiverade att agera aktivt, till exempel vid emissioner och bud.

*Nej, vi sitter inte i styrelsen i de bolag vi äger aktier, det är inte i linje med vår ägarpolicy eftersom vi måste kunna gå ur en placering. Vi kan inte ta sådana uppdrag. (Ägarfrågor, Stora fonden)*

Fondbolag som kontrollerar sin portföljs risk genom diversifiering, måste vara kapabla att avyttra en placering om aktiens risk medför att portföljens risk sjunker eller ökar över det acceptabla värdet. Att vara ledamot eller suppleant i det ägda bolaget skulle ge fondbolaget en insynsställning, vilket innebär att de inte får avyttra sina aktier inom tre månader från köpdatum. Fondbolagen ser därför på styrelseuppdrag i ägda bolag som oförenligt med deras åtagande gentemot andelsägarna, vilket innebär att avkastningsmaximera givet vald risknivå. De deltar därmed inte i styrelsearbetet på grund av de begränsningar det skulle kunna innebära för deras handlingsfrihet att köpa och sälja aktier.

*Precis som det står i vår ägarpolicy utövar vi ägarstyrning i andelsägarnas gemensamma intresse vilket är att generera bästa möjliga avkastning givet risknivå. Allt sker utifrån detta. Med ägandet följer rättighet och skyldighet att utöva ägande. Som stor ägare i bolag ska vi hantera frågor ansvarsfullt. Gentemot bolaget och andelsägarna. Vi tycker att vi har ett ansvar att göra så.  
(Ägarfrågor, Stora fonden)*

Alla fondbolag är kapitalförvaltare, varför samtliga säger sig handla uteslutande i andelsägarnas intresse. De hänvisar till Lag (2004:46) om investeringsfonder som säger att fondbolag uteslutande ska handla i andelsägarnas gemensamma intresse. Det vill säga att bereda andelsägarna så god avkastning som möjligt, givet vald risknivå. Hur de utövar detta så kallade ansvar, vilka aktiviteter de utövar, för att åstadkomma detta resultat tenderar att bero på fondbolagets storlek och tillgång till resurser. Små fondbolag och/eller små innehav uppfyller detta ansvar, det vill säga gentemot andelsägarna, genom ett exitbeteende samt ett voicebeteende i vissa situationer för att bevara värdet på en investering. Stora fondbolag och/eller innehav uppfyller sitt ansvar, det vill säga gentemot andelsägarna, genom ett voicebeteende eftersom inlåsnings effekterna gör att det är ekonomiskt lönsamt att arbeta i förebyggande syfte för att investeringens utveckling ska vara så gynnsam som möjligt. Fondbolagen har därmed samma syfte med verksamheten, men tenderar att ha olika sätt att uppfylla syftet på.

Om fondbolagen inte följer lagen och inte uteslutande agerar i andelsägarnas intresse drabbas de enligt Lag (2004:46) om investeringsfonder av sanktioner i form av vite (10 kap 29 §). Om kostnaden för voice överstiger dess nytta tenderar fondbolagen därför att utöva exit, då detta är den aktivitet som är kostnadsmässigt mest fördelaktig för andelsägarna. Om däremot

kostnaden för att gå ur en placering, exit, är dyrare än att stanna kvar och försöka påverka det ägda bolaget, tenderar fondbolaget att utöva voice vilket innebär att agerar i andelsägarnas intresse och undviker därmed sanktioner.

#### 5.2.2.4 Tillfrågning

*Att vara lite större ägare innebär att man blir tillfrågad och det krävs därmed en aktivare roll. (Ägarfrågor, Lilla fonden)*

De största ägarna blir numera, enligt praxis, tillfrågade av styrelsen i det ägda bolaget om de vill delta i nomineringskommittéer. Av innehavets storlek följer därmed vissa förväntningar på en aktiv ägarroll. Bolagets ledning och styrelse använder dessutom de större ägarna som bollplank och speaking partner, vilket innebär att de större ägarna har inflytande och möjlighet att påverka bolaget utöver den rösträtt som innehavet berättigar. Detta leder till en mer eller mindre oavsedd kompetensuppbyggnad genom interaktionen mellan fondbolaget och det ägda bolaget, vilket gör att fondbolaget har lättare för att ”åka upp” i barometern. Ju mer kompetens fondbolaget har, desto större möjlighet har de att utöva voice. Därmed kan det sägas att fondbolag kan ”dras upp” i barometern av det ägda bolaget.

*Ledningen i bolaget söker kontakt med sina större ägare. Om en kontroversiell fråga ska tas upp är den förankrad innan stämman bland de större ägarna, svaren har man säkerställt innan. (Ägarfrågor, Stora fonden)*

*Bolagsstämman är innan uppgjord av de stora ägarna och hur de vill rösta. Det är inget konstigt, annars skulle det bli väldigt opraktiskt. (Ägarfrågor, Stora fonden)*

De stora ägarna tenderar att bli tillfrågade av ledningen i det ägda bolaget innan en bolagsstämma om det är en kontroversiell fråga som ska upp till omröstning. Det ägda bolaget vill förankra frågan bland de största ägarna innan bolagsstämman, för att på så sätt försäkra sig om att visst beslut går igenom. Detta förfaringssätt innebär att eventuella oenigheter i frågan kan lösas innan bolagsstämman, och själva bolagsstämman går då smidigare eftersom beslutet redan har erforderlig majoritet och bolagsstämman endast är en formalitet. Även bolagsstämmor utan kontroversiella frågor kan föregås av samma procedur. En fråga på en bolagsstämma tenderar sällan att gå till fullständig votering, då det innebär mycket arbete om

alla ska lägga sin röst. Därför ropas aktieägarna istället upp i storleksordning vid röstning och så stoppas röstningen när erforderlig majoritet uppnått. Att bolagsstämman redan är uppgjord, tenderar ytterligare att minska incitamentet för små fondbolag eller fonder med små innehav att delta och rösta på bolagsstämman.

### 5.2.3 Legitimitet

*Det är abstrakt, någon slags allmän opinion, media påverkar att ta ägaransvar och det framställs som marknadsföring. (Förvaltare, Stora fonden)*

#### 5.2.3.1 Sociala normer

*Är du ägare har du ett ansvar. Vi är institutionella ägare som utifrån tro skapar avkastning. Det här med ägarfrågor och ansvar har större uppmärksamhet idag än förr. Vår drivkraft att agera gagnar andelsägarna. Omgivningen får säga att institutionella ägare ska ta ansvar. Jag tror att det är bra att institutionella ägare tar ett ansvar som är rimligt utifrån sin position. (Ägarfrågor, Stora fonden)*

*Med rollen som stor aktieägare följer ett betydande ansvar att verka för att företagen sköts på ett sätt som skapar värde till aktieägarna. (Ägarpolicy, Stora fonden)*

Fondbolagen tenderar att känna ett ansvar gentemot andelsägarna i första hand, vilket stämmer väl överens med vad lag (2004:46) om investeringsfonder anger. De stora fondbolagen tenderar dessutom att känna ett kollektivt ansvar, både gentemot det ägda bolaget och gentemot kollektivet av aktieägare. Om innehavets storlek innebär att fondbolaget blir en av de största ägarna har de ett inflytande, vilket kan upplevas som ett ansvar. Det ”förväntas” att fondbolaget tar ställning i olika frågor när de blir tillfrågade av det ägda bolaget. Ett stort innehav innebär vidare att fondbolaget har ett intresse i att styra och övervaka bolaget för att bevaka utvecklingen av sin investering, vilket gör att ansvaret de känner främjar deras egen investering. De stora fondbolagen tenderar också att känna ett tryck från allmänheten som tros ha en uppfattning om att fondbolagen bör agera aktivt, ta sitt ”ägaransvar”. Om fondbolagen inte agerar aktivt och tar sitt ansvar torde de därför riskera att mista allmänhetens acceptans, sin legitimitet. Fondbolagen känner därför en press på sig att agera aktivt, att ta sitt ”ägaransvar”. Det tenderar dock bara vara de stora fondbolagen som

känner detta ansvar, då de små fondbolagen tenderar att förklara sin existens som rena placerare. De är avkastningsinriktade, har begränsade resurser och handlar uteslutande i andelsägarnas intresse, varför de inte känner något ansvar för något annat än andelsägarnas intresse.

*Små fondbolag har inte resurserna, det är inte motiverat att agera i nomineringskommittéer, varken tidsmässigt eller ekonomiskt. Intresset är inte lika stort. Av de stora fondbolagen förväntas att de gör det. De små fondbolagen med fem förvaltare har svårt att sitta i nomineringskommittéer på grund av tiden det kräver. De kan ha sin fristående roll att köpa och sälja.*  
(Ägarfrågor, Stora fonden)

De stora fondbolagen tenderar att tillhör en grupp som alltid går på bolagsstämmor och känner varandra. De tenderar att ha en norm om agerande vilken upprätthålls genom sociala mekanismer. De kan därför sägas agera aktivt på grund av att de söker legitimitet i den sociala gruppen. Fondbolag med små innehav tenderar att inte gå på bolagsstämmor, då de inte har någon möjlighet att påverka och resurserna därför kan användas mer effektivt. De kan dock gå i syfte att få information.

*Det vi känner är ett ansvar gentemot marknaden, om förtroendet för marknaden inte är bra kan det leda till att investerare drar sig från att investera på Stockholmsbörsen. Därför har vi ett ansvar som först och främst är mot andelsägarna och sedan mot marknaden. Detta är en förutsättning för god avkastning.* (Ägarfrågor, Stora fonden)

*Om inte vi agerar som är så stora vem ska då agera?* (Ägarfrågor, Stora fonden)

De stora fondbolagen tenderar även att känna ett ansvar gentemot kapitalmarknaden. Detta ansvar kan förklaras av behovet av förtroende för marknaden vilket leder till att investerare vill investera på Stockholmsbörsen, som är en förutsättning för god avkastning och likviditet. Ju större innehaven blir desto mer beroende är fondbolagen av likviditet på marknaden. Ju högre likviditet det finns på marknaden desto högre upp går gränsen för att inlåsning av investeringen inträffar. Det ligger därmed i fondbolagens intresse att värna om en väl fungerande marknad varför de tenderar att ta på sig ett ansvar. Det vill säga legitimitet för

likviditet. De stora fondbolagen tenderar också att tycka att det "självkärl" följer en aktivare roll med storleken vilket, är ett kännetecken för att de agerar i enlighet med den institutionella teorin. De tenderar att ta på sig ansvaret för marknaden för att en väl fungerande marknad gynnar dem långsiktigt, inte i första hand för att de tar på sig ansvaret för aktieägarna som kollektiv.

### 5.2.3.2 Media

*Det åläggs nästan ansvaret att sitta i kommittén, det förväntas av dig. Det är abstrakt, någon slags allmän opinion, media påverkar att ta ägaransvar och det framställs som marknadsföring. (Ägarfrågor, Stora fonden)*

*Ett annat fondbolag kan ha samma inriktning som oss och de är större och de är därför mer aktiva eftersom de ser det som ett marknadsföringsinstrument, min gissning är att det är ett marknadsföringsknep att vara aktiv. (Förvaltare, Lilla fonden)*

Media kan påverka fondbolagens sätt att utöva sitt ägarinflytande. De stora fondbolagen tenderar att anse att det är viktigt att gå på bolagsstämmor även om de är små om det ska tas upp en viktig fråga eftersom detta är viktigt massmedialt.

*Med den lilla insatsen fick vi ut budskapet i media. (Ägarfrågor, Stora fonden)*

De stora fondbolagen kan även utnyttja media för att utöva sitt ägarinflytande. De tenderar att primärt ta ett ansvar för sina andelsägars intresse vilket ibland leder till att de vill påverka rådande praxis i marknaden. Genom att utnyttja media skapar de diskussion och lyfter på så sätt fram frågan som de vill ha belyst/förändrad. Det kan därmed löna sig att genomföra aktiviteter som är av intresse för massmedia eftersom det gynnar fondbolaget och det sker en förändring på marknaden. Gynnar det marknaden leder detta ofta till ökat förtroende hos investerarna vilket gynnar likviditeten och de stora fondbolagen.

*Vi tar in det i ägarpolicyn för att påverka och vara förutsägbara. (Ägarfrågor, Stora fonden)*

Fondbolagen tenderar att vilja visa vilka principer de har och hur de ser på saker och ting genom sin ägarpolicy på hemsidan. Det är ett sätt för dem att vara förutsägbara. Detta kan de utnyttja i marknadsföringen i konkurrensyfte i kampen om andelsägarna. De stora fondbolagen förmedlar vikten av, och sin vilja, att vara aktiva ägare och vill genom detta uppfattas som ansvarsfulla, vilket ger legitimitet. De kan också påverka bolagen genom att visa hur de ser på ägarfrågor och vilka krav de har på bolag som de äger. I likhet med klienteffekten kan bolagen ha preferenser om en viss typ av ägare, det kan då förväntas att bolaget anpassar sig efter den ägarpolicy som fondbolaget har om bolaget vill ha fondbolaget som ägare. De små fondbolagen har en annan framtoning, de tenderar att poängtera att deras primära uppdrag är att ge andelsägarna bästa möjliga avkastning. Detta innebär att fondbolagen genom sin ägarpolicy och den transparens de ger har ett marknadsföringsinstrument, då andelsägarna kan använda denna för att välja vilket fondbolag de vill investera i. Denna transparens kan också utnyttjas av andra ägare och bolag som på detta sätt kan förutsäga fondbolagens agerande i olika frågor.

## 5.3 Teori

Vår analys utgör tillsammans med de delar från vår referensram som bekräftats av vårt datamaterial grunden för vår teori och våra hypoteser.

### 5.3.1 Nyttan överstiger kostnad

I likhet med vår referensram har vår data visat på att nyttan måste överstiga kostnaden för att fondbolag ska vara motiverade att styra och övervaka, voice. Fondbolag har begränsade resurser, vilket innebär att de måste prioritera hur dessa ska användas. Andelsägarnas nytta med en aktivitet måste därför överstiga kostnaden för att utföra den för att fondbolaget ska vara motiverade att agera. Att de små fondbolagen väljer att utnyttja exit kan förklaras av spill-over effekten, det vill säga att fondbolaget själv bär alla kostnader för att utöva voice, men att nyttan av voice delas av alla aktieägarna. Små fondbolag och/eller innehav tenderar därför att vara free-riders, de överlåter kontrollfunktionen på någon annan ägare dels eftersom de inte kan påverka och dels eftersom det kostar att utöva aktivt ägande i form av voice.

Små fondbolag och/eller innehav kan dock agera i vissa situationer, ”när det är motiverat”. Detta kan, i likhet med vår referensram, förklaras av klienteffekten. Fondbolag tenderar

nämligen att investera i bolag efter att, själva eller genom analytiker, ha genomfört en fundamental analys. De har därmed vissa förväntningar på det ägda bolagets ledning och dess framtida utveckling, vilket är ett medvetet val i form av preferenser. Om det ägda bolaget frångår förväntad strategi tenderar fondbolaget att ta kontakt med företagsledningen, det vill säga agera, för att få information om orsaken till strategibytet. Ett strategibyte kan nämligen hota placeringens värde, vilket gör att det är kostnadsmässigt motiverat för fondbolaget att agera.

**H1: Om nyttan med en aktivitet understiger kostnaden för att utföra den utövar fondbolaget exitfunktionen**

**H2: Om nyttan med en aktivitet överstiger kostnaden för att utföra den agerar fondbolaget voice**

Det finns dock vissa fall, då fondbolag varken kan sälja eller påverka, det vill säga varken utnyttja exit eller voice. Om fondbolaget är inlåsta på grund av att de har ett så pass stort innehav eller på grund av att likviditeten på marknaden är väldigt dålig, tenderar de som sagts tidigare att utöva voice. Om då det ägda bolaget inte lyssnar på fondbolaget, tenderar fondbolaget att hamna i en situation då de varken säljer eller påverkar. De blir med andra ord passiva.

**H3: Om fondbolaget varken kan utnyttja exit eller voice antar de ett passivt beteende.**

### 5.3.2 Möjlighet att påverka

Ett fondbolag med litet innehav ger inga incitament till ägaraktivitet eftersom de dels inte kan påverka och dels kostar det att utöva aktivt ägande i form av voice. Kostnaden motiverar ett exitbeteende då exit är billigare än voice. Om värdet på investeringen hotas, kan de frångå sitt exitbeteende och agera voice för att skydda sin investering. De är reaktiva i dessa situationer eftersom nyttan överstiger kostnaden av att aktiviteten. Detta gör att fondbolaget ibland ”åker upp” på barometerns mellannivåer. Det finns dock ett ”tak”, och för att gå igenom detta krävs viss storlek på innehavet och nätverk för att kunna agera. Storlek på innehavet krävs för att ha



möjlighet att påverka och tillgång till nätverk krävs sedan för att kunna utföra aktiviteten. Nätverk är inget man skaffar sig för att kunna agera en enstaka gång.

**H4: Ett litet innehav, relativt och/eller absolut, leder till exitbeteende**

Ett stort innehav, relativt eller absolut, kan ge incitament till ägaraktivitet eftersom det ger fondbolaget en möjlighet att påverka. Vidare kan ett stort innehav ge incitament till ägaraktivitet eftersom exit inte alltid är möjligt då inlåsning inträffar. Missnöje måste därför yttras i form av voice. Fondbolag med stora innehav tenderar då att försöka skydda sin investering genom att förebygga att missförhållanden uppstår, varför de kan sägas vara proaktiva. Detta gör de genom att försöka påverka bolaget så mycket de kan, genom att aktivt delta i nomineringsprocesser av styrelseledamöter, att i så stor utsträckning som möjligt tillförsäkra sig att bolaget går så bra som möjligt och därmed ger fondbolaget så bra avkastning som möjligt. Det blir även kostnadsmässigt lönsamt att agera eftersom exit vid inlåsning är förenat med stora kostnader.

Ett stort innehav kan även, på grund av praxis, leda till att fondbolaget blir tillfrågade av det ägda bolaget att delta i nomineringskommittéer, vilket innebär ett voicebeteende. Detta kan ske även om det relativa innehavet är litet, men innehavet och/eller fondbolaget är stort.

**H5: Ett stort innehav, relativt och/eller absolut, leder till voicebeteende**

Ett litet fondbolag saknar resurser och kompetens för att agera voice. De har kompetens och resurser för att köpa och sälja aktier, varför den moderna portföljteorin kan hjälpa till att förklara varför de väljer att utöva exit.

**H6: Små fondbolag och/eller innehav styrs av den moderna portföljteorin**

### 5.3.3 Legitimitet

Ett stort fondbolag är utsatt för allmänheten och medias tryck på att vara aktiv ägare, att ta sitt ”ägaransvar”. Den institutionella teorin kan hjälpa till att förklara varför de större fondbolagen tenderar att utöva ett voicebeteende. De behöver nämligen bli accepterade av sin omgivning, få legitimitet, vilket gör att de utövar ett aktivt ägande. Små fondbolag och/eller innehav är inte lika utsatta för allmänheten och medias tryck på att vara aktiv ägare. De har inte behov av samma typ av legitimitet. Deras legitimitet består i rykte och historiskt bra avkastning för att locka till sig nya andelsägares investeringar.

**H7: Socialt legitimerande agerande ökar med storleken på fondbolaget**

### 5.3.4 ”Taket”

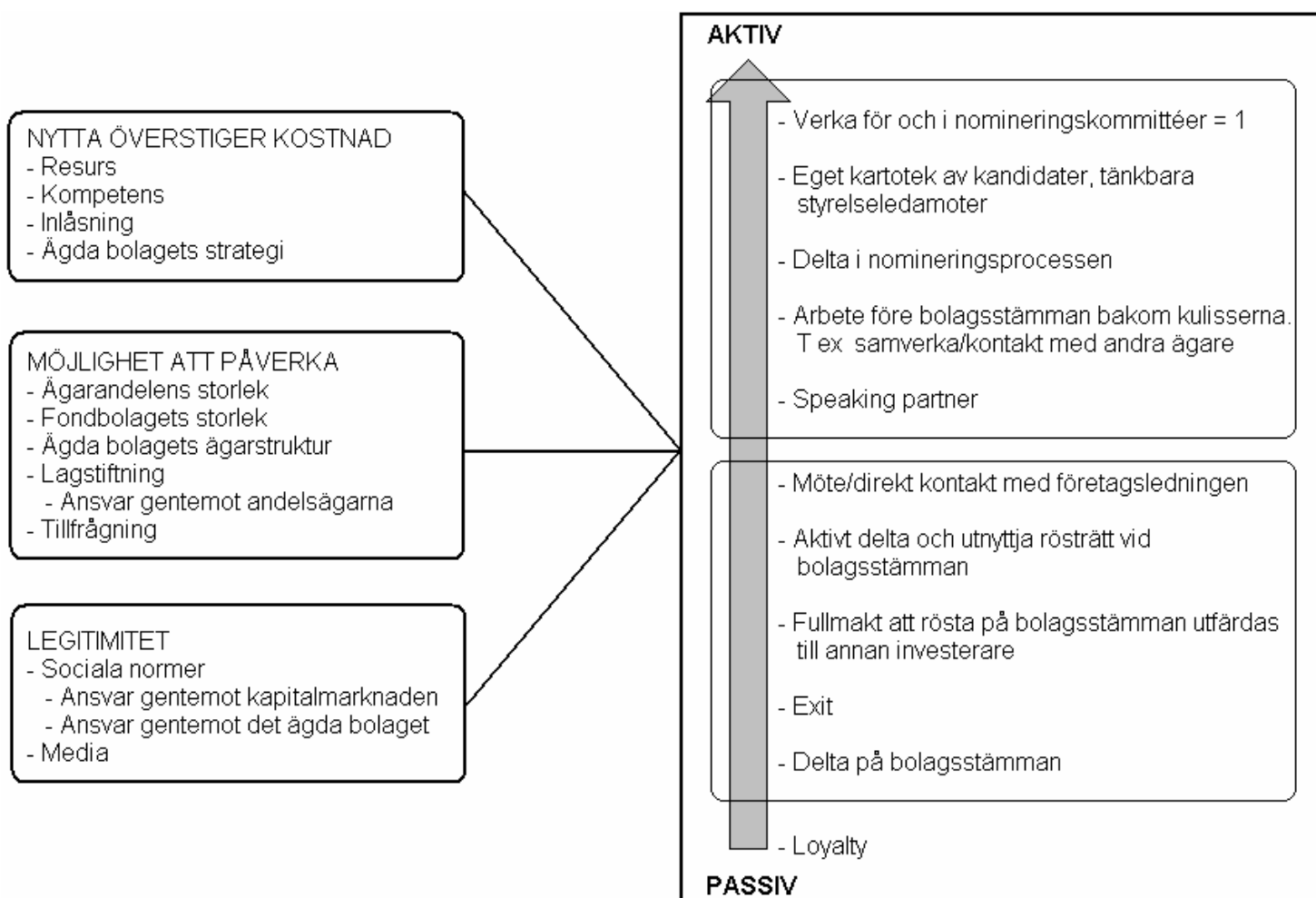
Vår data har gett indikationer att det finns ett ”tak” i vår aktivitetsbarometer. Vår aktivitetsbarometer kan delas upp i två delar, och det är fondbolagets storlek som avgör i vilken del de hamnar. Detta ”tak” befinner sig mellan att vara *speaking partner* med det ägda bolaget och att ha *kontakter med andra ägare*. Att vara *speaking partner* innebär att fondbolaget har en relation med bolaget vilket förutsätter viss storlek på innehavet. Dock kräver denna aktivitet inte kompetens i form av nätverk. För att gå igenom ”taket”, att ha *kontakt med andra ägare* krävs det däremot ett nätverk, en kostnad, som mindre fondbolag inte tenderar att skaffa sig för att kunna agera endast någon enstaka gång.

**H8: Små fondbolag och/eller innehav befinner sig i nedre delen av aktivitetsbarometern**

När de däremot blir större tenderar de att bli inlåsta i sitt ägande, varför de börjar agera voice för att på så sätt påverka och övervaka värdet på sin investering. Detta gör att fondbolaget snabbt ”åker upp” till toppen på aktivitetsbarometern när de väl gått igenom taket, eftersom det är på dessa nivåer som nyttan med aktiviteterna överstiger kostnaden för att utföra dem. Dock tenderar de stora fondbolagen att utnyttja mellannivåerna på aktivitetsbarometern när de har mindre innehav i sina portföljer och därmed behöver prioritera bland sina resurser.

**H9: Stora fondbolag och/eller innehav befinner sig i den övre delen av aktivitetsbarometern**

Utifrån dessa hypoteser kan vår kärnkategori, aktivitetsbarometern, delas in två grupper för små respektive stora fondbolag. Dessa två grupper av aktiviteter innefattar dock inte loyalty, då detta beteende är en följd av att fondbolaget är inlåst och inte har någon möjlighet att påverka det ägda bolaget. Fondbolaget antar då ett passivt beteende, loyalty. Kategoriernas, det vill säga de oberoende faktorernas relation till kärnkategorin, den beroende faktorn, kan tydliggöras med hjälp av följande modell;



Figur 5:1 Kategoriernas, de oberoende faktorernas, relation till kärnkategorin, den beroende faktorn

Slutligen kan det sägas att den faktor som tenderar att ligga bakom de oberoende faktorerna är storleken. Denna faktor tenderar nämligen vara den mest drivande faktorn, då val av aktivitet har att göra med fondbolagets och/eller innehavets storlek.

#### **5.4 Sammanställning av hypoteser**

**H1: Om nyttan för en aktivitet understiger kostnaden för att utföra den utövar fondbolaget exit**

**H2: Om nyttan med en aktivitet överstiger kostnaden för att utföra den agerar fondbolaget voice**

**H3: Om fondbolaget varken kan utnyttja exit eller voice antar de ett passivt beteende.**

**H4: Ett innehav som litet, relativt och/eller absolut, leder till exitbeteende**

**H5: Ett stort innehav, relativt och/eller absolut, leder till voicebeteende**

**H6: Små fondbolag och/eller innehav styrs av den moderna portföljteorin**

**H7: Socialt legitimerande agerande ökar med storleken på fondbolaget**

**H8: Små fondbolag och/eller innehav befinner sig i nedre delen av aktivitetsbarometern**

**H9: Stora fondbolag och/eller innehav befinner sig i den övre delen av aktivitetsbarometern**

#### **5.5 Kapitelsammanfattning**

I detta kapitel har vi redogjort hur vår teori växte fram och hur denna vägledde vår datainsamling. Vår kärnkategori, aktivitetsnivån, är vår beroende variabel vilket medfört att vi hela tiden inriktat oss på kategorier som kan tänkas ha någon relation till aktivitetsnivån. Vår insamlade data har bekräftat de aktiviteter vi redan hade i aktivitetsbarometern, utom styrelserepresentation, samt visat på en ny aktivitet; speaking partner. Vi började undersöka

de mindre fondbolagen och kunde redan efter några få intervjuer se tydliga mönster hos dessa fondbolag. När vi sedan vände oss till de stora fondbolagen kunde vi även här efter några intervjuer se ett tydligt mönster.

Ett litet fondbolag med små innehav tenderar att ha ett exitbeteende eftersom kostnaden för olika aktiviteter överstiger nyttan och möjligheten att påverka är liten. Det blir därmed en reaktiv handling att i vissa situationer ”när det är motiverat” gå in och agera, exempelvis när aktieägarvärdet hotas vid nyemission, är det även kostnadsmässigt motiverat. Detta gör att de ibland ”åker upp”, från att utöva exit som aktivitet, till aktivitetsbarometerns mellannivåer. Det finns dock en gräns, ett tak, som fondbolagen inte tar sig igenom i sitt reaktiva beteende. De utövar alltså aktiviteter upp till denna nivå men sedan når de inte högre och utövar därmed inte de ”högre” aktiviteterna på aktivitetsbarometern. Detta ”tak” befinner sig mellan att vara speaking partner med det ägda bolaget och att ha kontakter med andra ägare. För att gå igenom ”taket”, att ha kontakt med andra ägare krävs det ett nätverk som mindre fondbolag inte tenderar att skaffa sig för att kunna agera endast någon enstaka gång. När de däremot blir större tenderar de att bli inlåsta i sitt ägande, varför de börjar agera voice för att på så sätt påverka och övervaka värdet på sin investering. Detta gör att fondbolaget snabbt ”åker upp” till toppen på aktivitetsbarometern när de väl gått igenom taket, eftersom det är på dessa nivåer som nyttan med aktiviteterna överstiger kostnaden för att utföra dem.

När vi avslutade vår datainsamling började vi söka efter och tydliggöra samband, dels mellan kategorierna i sig och dels mellan kategorierna och kärnkategorin. De kategorier som korrelerade och som kunde sägas ha samma relation till aktivitetsnivån valde vi att sätta samman. Denna process skedde stegvis för att slutligen resultera i tre kategorier som kan sägas utgöra kontentan i det analyserade datamaterialet och som beskriver varför fondbolaget äger som de gör. Dessa tre kategorier är; *nytta överstiger kostnad*, *möjlighet att påverka* och *legitimitet*. Dock tenderar det vara storleken på fondbolaget och/eller innehavet som ligger bakom dessa kategorier, då storleken tenderar vara den mest drivande faktorn eftersom val av aktivitet oftast har att göra med fondbolagets och/eller innehavets storlek. Utifrån kärnkategorin och dessa kategorier utformade vi hypoteser som förklarar varför fondbolagen hamnar på en viss aktivitetsnivå.

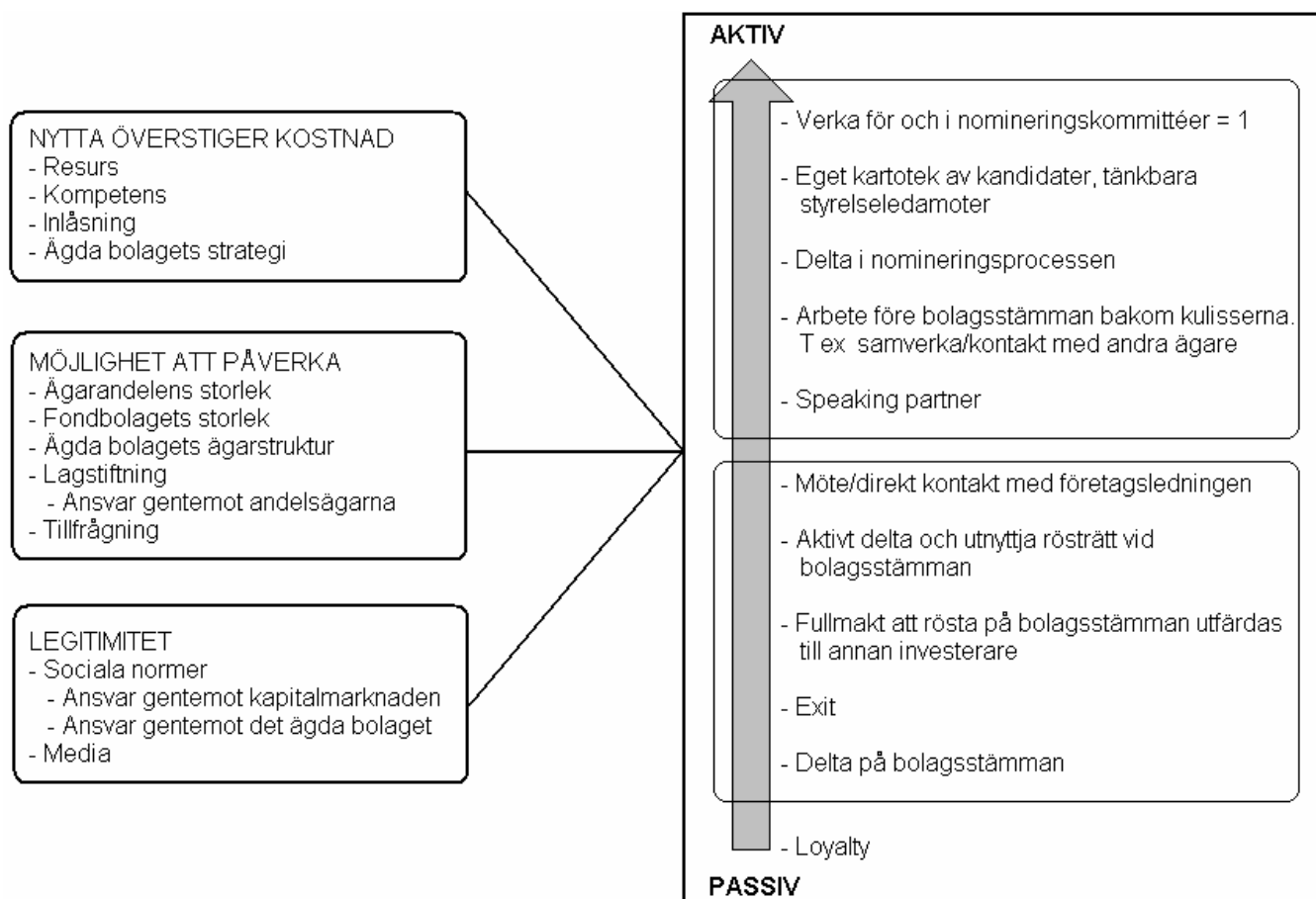
## 6. RESULTAT

*I resultatet kommer vi att diskutera hur vår förändrade referensram skiljer sig från den ursprungliga referensramen vi hade innan vi genomförde vår empiriska undersökning. Vi kommer här att redogöra för de kategorier, det vill säga aktiviteter och förklarande faktorer, som tillkommit eller försvunnit från vår ursprungliga referensram. Slutligen kommer vi även att klargöra för hur "ägaransvaret" delades upp och fördelades in i andra faktorer.*

### 6.1 Förändrad referensram

Analysen i kapitel 5 har gett upphov till en förändrad referensram som skiljer sig från den ursprungliga referensramen som vi hade innan vi gick ut i den empiriska verkligheten.

Vi har identifierat tre kategorier som kan förklara hur fondbolagen utövar sitt ägande och varför de uppnår en viss aktivitetsnivå på vår aktivitetsbarometer. Detta kan tydliggöras genom följande modell av vår förändrade referensram.



Figur 6.1 Den förändrade referensramen

Av modellen framgår att vi delat in aktivitetsbarometern i två slutna grupper. Längst ner på barometern befinner sig små fondbolag och/eller innehav, då dessa utövar aktiviteter under ”taket”. De har ett exitbeteende som baseras på ekonomisk rationalitet, att nyttan med exit överstiger kostnaden för att utföra den. De har dessutom liten eller ingen möjlighet att påverka, varför de inte är motiverade att agera voice. Vidare är de mindre fondbolagen inte lika utsatta för allmänheten och medias tryck på att vara aktiva ägare. De har inte behov av den sortens legitimitet, utan deras legitimitet består i rykte och historiskt bra avkastning för att locka till sig nya andelsägares investeringar. De agerar dock voice i vissa situationer när det är motiverat. Det vill säga de utför aktiviteter upp till ”taket” när det är ekonomiskt försvarbart för att skydda sin investering och bevara värdet av den. Denna grupp kan därför sägas vara reaktiva i sitt aktivitetsutövande.

När fondbolaget och/eller innehavet når en viss storlek begränsas deras möjlighet till att utöva exit. Inlåsningseffekten gör att det blir kostsamt att gå ur en placering på grund av den negativa kurspåverkan en stor försäljning medför. Det blir därmed kostnadsmissigt fördelaktigt att istället börja agera i förebyggande syfte för att på så sätt tillse att den inlåsta investeringen får en så gynnsam utveckling som möjligt. När fondbolaget tar steget genom taket åker de raskt upp till toppen av aktivitetsbarometern då det är på dessa toppnivåer som möjlighet till den sortens påverkan finns. Eftersom deltagande i nomineringskommittéer kan påverka styrelsens sammansättning kan de påverka bolaget och därmed avkastningen på investeringen. Vidare gör legitimitetskrav att de stora fondbolagen tenderar att använda mellannivåerna på aktivitetsbarometern när de är begränsade i sina resurser och måste prioritera. Dock är det fondens storleksmässiga innehav som har den avgörande betydelsen för agerandet. Även stora fondbolag har fonder med små innehav i sina portföljer, varför även de tenderar att använda sig av exitfunktionen när detta är möjligt.

De två grupperna av aktiviteter innefattar dock inte loyalty, då detta beteende är en följd av att fondbolaget är inlåst och inte har någon möjlighet att påverka det ägda bolaget. Fondbolaget antar då ett passivt beteende, ett så kallat lojalt beteende.

Slutligen kan vi utifrån vår analys se att den faktor som tenderar att ligga bakom de oberoende faktorerna är storleken. Denna faktor tenderar nämligen vara den mest drivande faktorn, då val av aktivitet har att göra med fondbolagets och/eller innehavets storlek.

### 6.1.1 Aktivitetsbarometerns förändring

Vår analys bekräftade som sagts i kapitel 5 de aktiviteter vi redan hade i aktivitetsbarometern utom styrelserepresentation. Denna aktivitet försvann då vi inte fann några indikationer på att det tillhör de möjliga aktiviteter som ett fondbolag engagerar sig i. Analysen indikerar att det främst beror på fondbolagens behov av att snabbt kunna köpa och sälja sina innehav. Tillgångarna i fonderna kan när som helst återlösas av andelsägarna, varför fonderna alltid måste kunna avyttra sitt innehav. Detta kräver att fondbolaget alltid ska kunna agera självständigt, utan hänsyn till andra parter än andelsägarna. Styrelserepresentation är därmed inte förenligt med fondbolagens uppdrag, då det ger fondbolaget en insynställning, vilket innebär att de inte får avyttra sina aktier inom tre månader från köpdatum.

Vår analys gav även indikationer på att det finns en ytterligare aktivitet; *speaking partner*, det vill säga ägarinflytande genom att kunna påverka bolaget i form av en relation, ett utbyte. Vår aktivitetsbarometer saknade aktiviteten ägarinflytande genom *speaking partnerskap* med ledningen, varför vi valde att tillföra denna aktivitet i vår aktivitetsbarometer.

En ytterligare förändring i vår aktivitetsbarometer är det så kallade ”taket”. Vi upptäckte under analysens gång att vår aktivitetsbarometer kunde delas upp i två delar, och det är fondbolagets storlek som avgör i vilken del fondbolaget hamnar. Vi behövde därför lägga in en gräns, ett ”tak”, för att särskilja dessa grupper. Fondbolagens tillgång till kompetens i form av nätverk visade sig vara av betydelse för hur högt fondbolagen kunde komma i aktivitetsbarometern. ”Taket” befinner sig mellan att vara *speaking partner* med det ägda bolaget och att ha *kontakter med andra ägare*. Att vara *speaking partner* innebär att fondbolaget har en relation med bolaget och kräver inte kompetens i form av nätverk. För att gå igenom ”taket”, att ha *kontakt med andra ägare* krävs det däremot ett nätverk, en kostnad, som mindre fondbolag inte tenderar att skaffa sig för att kunna agera endast någon enstaka gång. När de däremot blir större tenderar de att bli inlåsta i sitt ägande, varför de börjar agera *voice* för att på så sätt påverka och övervaka värdet på sin investering. Detta gör att fondbolaget snabbt ”åker upp” till toppen på aktivitetsbarometern när de väl gått igenom taket, eftersom det är på dessa nivåer som nyttan med aktiviteterna överstiger kostnaden för att utföra dem.



### 6.1.2 Faktorer som tillkommit

Vår analys har gett upphov till ytterligare faktorer som driver aktivitetsnivån i vår ägarbarometer, det vill säga som påverkar fondbolagens sätt att utöva sitt ägande. Dessa nya faktorer är;

*Fondbolagets storlek:* Fondbolag som förvaltar flera fonder slår samman sina innehav i de olika fonderna och ser till den totala ägarandelen vid sitt ägarutövande. Detta innebär att de fondbolag som har stora absoluta innehav kan utöva ägarinflytande trots att de är röstmässigt svaga. Fondbolagets storlek är en faktor som kan förklaras genom kategorin möjlighet att påverka.

*Tid:* Tid är en resurs som kan vara begränsad vilket gör att fondbolagen måste prioritera hur resurserna ska användas. Tid kan därför förklaras genom kategorin nytta måste överstiga kostnaden.

*Om fondbolaget blir tillfrågat:* Vid viss storlek på innehavet kan fondbolagen bli kontaktade av bolaget för att delta som speaking partner, delta i möten inför bolagsstämman eller delta i nomineringsprocesser/kommittéer. Faktorn om fondbolaget blir tillfrågat kan därför förklaras genom kategorin möjlighet att påverka.

*Likviditetsproblem i små bolag:* Likviditet på kapitalmarknaden är en förutsättning för att fondbolagen ska kunna utöva exitfunktionen. I mindre bolag kan begränsning i tillgänglig likviditet göra att fondbolagen blir inlåsta i sitt ägande redan vid små innehav. Det vill säga, det kan ta lång tid att gå ur eftersom försäljningen pressar kursen. Likviditetsproblem i små bolag kan förklaras av kategorin nytta måste överstiga kostnad.

*Ägda bolagets storlek:* Bolagen kan delas in efter börsvärdets storlek. Exempelvis i; stora bolag, mellanbolag, småbolag och mikrobolag, där mikrobolag är den minsta storleken med cirka 100 miljoner kronor i börsvärde. Detta innebär att fondbolag som normalt sett förlitar sig på exit kan bli en av de större ägarna i ett mikrobolag trots en liten investering. Detta medför i sin tur förväntningar på voicebeteende i form av tillfrågning. Det ägda bolagets storlek påverkar på så sätt aktivitetsnivån i fondbolagen och kan förklaras genom kategorin möjlighet att påverka.

*Ansvar gentemot marknaden:* De stora fondbolagen uppgav i vårt datamaterial att de kände ett ansvar gentemot kapitalmarknaden, det vill säga ett ansvar att bevara och utveckla förtroendet för Stockholmsbörsen som marknadsplats. Vi har dock brutit ner denna faktor i ekonomisk rationalitet och social legitimitet enligt nedan förda resonemang, varför denna faktor inte finns med bland de slutgiltiga kategorierna som påverkar ägaraktiviteten.

### **6.1.3 Faktorer som försvunnit**

Vi har även behövt förkasta vissa av de faktorer som vi hade i vår ursprungliga referensram i kapitel 3, då dessa inte har återfunnits i vårt insamlade datamaterial. Dessa faktorer är;

*Beroendeförhållande på grund av kunskapsinvestering:* I vår ursprungliga referensram antog vi att det fanns ett samband mellan fondbolagens investering i kompetens och nivå i aktivitetsbarometern. Vidare användes transaktionskostnadsteorin för att förklara detta samband. Ju mer kompetens fondbolaget investerar i ett bolag desto mer antog vi att de skulle vara uppehållna i sin investering. Detta samband återfanns inte i vårt datamaterial. Vi fann istället att det är innehavets storlek som ger inlåsningseffekten, vilket leder till ett voicebeteende. Vi fann också att det är motivationen att använda kompetensen som är det avgörande för hur fondbolagen agerar. Det vill säga fondbolagen är motiverade att använda sin kompetens när nyttan överstiger kostnaden, när de har möjlighet att påverka samt för att erhålla legitimitet. Denna motivation tendera dock bara uppstå om fondbolaget har den kompetens som krävs för att agera.

*Fondanställdas legitimitet:* Inte heller denna faktor återfanns i vårt insamlade datamaterial. En möjlig förklaring skulle kunna vara att vår intervjuguide inte kunde fånga upp de fondanställdas beteende och behov. Med hjälp av vår intervjuguide fick vi istället information kring hur fondförvaltare och personer som arbetar med ägarfrågor såg på fondbolagens ägarroll och sin egen insats och arbetsuppgifter.

*Fondbolagets riskbenägenhet:* Vi återfann inte faktorn fondbolagets riskbenägenhet en enda gång under våra samtal med fondbolagen. Inte heller i analysen kunde vi identifiera några fenomen som antydde ett samband mellan att utöva exit och undvika voice på grund av att det torde medföra en högre risk än exit. Vi måste därför förkasta sambandet att fondbolag som är riskaversa utövar exit. Enligt vårt insamlade datamaterial är det istället ekonomisk rationalitet

som styr. Risk är i och för sig ett begrepp som kan beskrivas som en kostnad, men i fondbolagens fall torde det inte vara sambandet risk och kostnad som begränsar dem att agera i första hand. Så länge som det går, är ekonomiskt rationellt, att utöva exit är detta den aktivitet som fondbolagen förlitar sig på i första hand. När exit inte längre är möjligt på grund av innehavets storlek är valet av att börja agera voice återigen ett ekonomiskt rationellt beteende.

#### 6.1.4 Vart tog ansvaret vägen

En av de faktorer som vi fick bekräftade i vårt datamaterial är ansvar. Det vill säga fondbolagens ansvar gentemot andelsägarna, fondbolagens ansvar gentemot marknaden och fondbolagens ansvar gentemot det ägda bolaget. När vi försökte analysera vad detta ”ägaransvar” innebar kom vi fram till att ansvaret kunde brytas ned och fördelas in i andra kategorier. Det ”ägaransvar” som fondbolagen ansåg sig ha torde vara ett irrationellt beteende som genom denna uppdelning kan sägas vara ett rationellt beteende. Det vill säga fondbolagen anger att de har olika typer av ansvar som de tenderar att ha olika förklaringar till varför detta ansvar uppstår. Ett beteende som inte går att förklara kan därför sägas vara ett irrationellt beteende. Om vi istället bryter ner ansvaret i termer som kan förklara vad ansvaret består av kan vi visa att ansvaret är ett rationellt beteende.

	Andelsägare	Bolag	Kapitalmarknad
Juridisk aspekt	X		
Ekonomisk aspekt	X	X	X
Social aspekt		X	X

Figur 6.2 Ansvarets olika aspekter

##### *Ansvar gentemot andelsägarna*

Fondbolagens ansvar gentemot *andelsägarna* kan förklaras genom att dela upp ansvaret i en *juridisk aspekt* och en *kostnadsaspekt*. Fondbolagen är enligt lagen om investeringsfonder (4 kap 2 §) skyldiga att handla uteslutande i andelsägarnas gemensamma intresse. Bryter de mot

denna lag är det förenat med sanktioner (10 kap 29 §). Fondbolagen är kapitalförvaltare och deras uppgift är att ge andelsägarna bästa möjliga avkastning givet vald risknivå. Av detta följer att fondbolag med små innehav uppfyller den lagliga skyldigheten genom ett exitbeteende, då detta är mest ekonomiskt och därmed maximerar andelsägarnas nytta. För fondbolag med stora innehav är exit däremot förknippat med stora kostnader på grund av inlåsnings-effekten, varför det är mer ekonomiskt lönsamt att försöka skydda värdet på andelsägarnas investering i form av voice. Fondbolag med stora innehav uppfyller därmed den lagliga skyldigheten genom att anta ett voicebeteende.

#### *Ansvar gentemot det ägda bolaget*

Fondbolagets ansvar, enskilt och kollektivt, gentemot det *ägda bolaget* kan förklaras genom att dela upp ansvaret i en *ekonomisk aspekt* och en *social aspekt*. Den juridiska aspekten är inte tillämplig här eftersom ägandet av aktier endast medför en laglig rättighet men inte någon skyldighet att styra och övervaka det ägda bolaget. Det är därmed upp till varje fondbolag att avgöra om de vill utnyttja denna rättighet eller inte, vilket kan förklaras av den ekonomiska aspekten och den sociala aspekten. Den underliggande dimensionen i vår ägarbarometer är kostnaden, varför fondbolagen vid val av aktivitetsnivå måste ta hänsyn till ekonomisk rationalitet. Detta bekräftas i vår analys i kapitel 5 och innebär att fondbolagen utövar övervakning och styrning av det ägda bolaget när det är ekonomiskt lönsamt, det vill säga när andelsägarnas nytta med aktiviteten överstiger kostnaden för att utföra den.

Små fondbolag/innehav tenderar därför att inte utöva övervakning och styrning av det ägda bolaget, då detta inte är ekonomiskt rationellt vid ett exitbeteende. De stora fondbolagen/innehaven är som tidigare nämnts inlåsta i sitt ägande, varför det är ekonomiskt rationellt att utöva övervakning och styrning av det ägda bolaget. Av detta följer att den kollektiva övervakningen och styrningen sker av fondbolag med stora innehav. Fondbolag med små innehav intar en position som free-riders eftersom de åtnjuter den spill-over effekt som de fondbolagen med stora innehav skapar. Vidare kan ansvaret för det ägda bolaget förklaras av fondbolagens behov av social legitimitet. Stora innehav är föremål för allmänhetens intresse, varför de behöver uppfattas som ansvarsfulla ägare som tar ett aktivt ”ägaransvar”. Behovet av legitimitet ökar med storleken på innehavet eftersom legitimitet tenderar att vara ett konkurrensmedel i kampen om andelsägarnas pengar. Små innehav har däremot inte behov av samma typ av legitimitet. Deras legitimitet består i rykte och historiskt bra avkastning för att locka till sig nya andelsägares investeringar.

Vidare tenderar de stora fondbolagen, till skillnad från de små, att tillhöra en grupp av ägare som går på bolagsstämmor och känner varandra. De tenderar att ha en norm om agerande vilken upprätthålls genom sociala mekanismer. Med andra ord agerar de aktivt på grund av att de söker legitimitet i den sociala gruppen. Fondbolagen tenderar dock inte att gå på bolagsstämmor i de innehav som är små, då detta inte är kostnadsmissigt motiverat. De kan dock gå i syfte att få information.

### *Ansvar gentemot kapitalmarknaden*

Fondbolagets ansvar gentemot *kapitalmarknaden* kan förklaras genom att dela upp ansvaret i en *ekonomisk aspekt* och en *social aspekt*. Ju större innehaven blir desto mer beroende är fondbolagen av en fungerande kapitalmarknad, då detta är en förutsättning för god likviditet. Ju högre likviditet marknaden tillhandahåller desto högre belopp tillåts i innehaven innan inlösning inträffar. Fondbolag med stora innehav har därmed ett ekonomiskt intresse i att tillse att det finns förtroende för kapitalmarknaden. Det är därmed ekonomiskt rationellt att de utför aktiviteter som syftar till att uppnå detta. Fondbolag med små innehav har inte samma behov av likviditet, varför det inte är ekonomiskt försvarbart att utföra aktiviteter som syftar till att skapa/upprätthålla förtroende för kapitalmarknaden. Vidare är de stora innehaven föremål för allmänhetens intresse och precis som i ovanstående fall behöver fondbolag med stora innehav agera så som det förväntas av dem för att de ska uppnå social legitimitet. Den sociala legitimiteten är vidare ett konkurrensmedel i kampen om andelsägarnas pengar. Fondbolag med små innehav gör inte så mycket väsen av sig och är inte föremål för allmänhetens intresse på samma sätt som de fondbolag med stora innehav, varför de inte har samma behov av legitimitet.

”Ägaransvaret” är därmed inte en egen faktor som driver aktivitetsbarometern utan återfinns istället under faktorerna *kostnad överstiger nytta, möjlighet att påverka och legitimitet*.

## **6.2 Kapitelsammanfattning**

I resultatet har vi diskuterat hur vår förändrade referensram skiljer sig från den ursprungliga referensramen vi hade innan vi genomförde vår empiriska undersökning. Vår analys bekräftade de aktiviteter vi redan hade i aktivitetsbarometern utom styrelserepresentation. Denna aktivitet försvann då vi inte fann några indikationer på att det tillhör de möjliga aktiviteter som ett fondbolag engagerar sig i. Vår analys gav även indikationer på att det finns

ytterligare aktivitet i vår aktivitetsbarometer; *speaking partner*, det vill säga ägarinflytande genom att kunna påverka bolaget i form av en relation, ett utbyte. En ytterligare förändring i vår aktivitetsbarometer är det så kallade "taket", vilket gjort att aktivitetsbarometern delats in i två slutna grupper. Dessa två grupper av aktiviteter innefattar dock inte loyalté, då detta beteende är en följd av att fondbolaget är inlåst och inte har någon möjlighet att påverka det ägda bolaget. Vår analys har även givit oss ytterligare förklarande faktorer som driver aktivitetsnivån i vår barometer, det vill säga som påverkar fondbolagens sätt att utöva sitt ägande. Dessa nya faktorer är; *fondbolagets storlek, tid, om fondbolaget blir tillfrågat, likviditetsproblem i små bolag, ägda bolagets storlek och ansvar gentemot marknaden*. Vi har även behövt förkasta vissa av de faktorer som vi hade i vår ursprungliga referensram då dessa inte har återfunnits i vårt insamlade datamaterial. Dessa faktorer är; *beroendeförhållande på grund av kunskapsinvestering, fondanställdas legitimitet och fondbolagets riskbenägenhet*. Vi avslutar resultatkapitlet med att redogöra för hur "ägaransvaret" kunde brytas ned och fördelas in i andra kategorier. Det "ägaransvar" som fondbolagen ansåg sig ha torde vara ett irrationellt beteende som genom denna uppdelning kan sägas vara ett rationellt beteende.

## 7. SLUTSATS

---

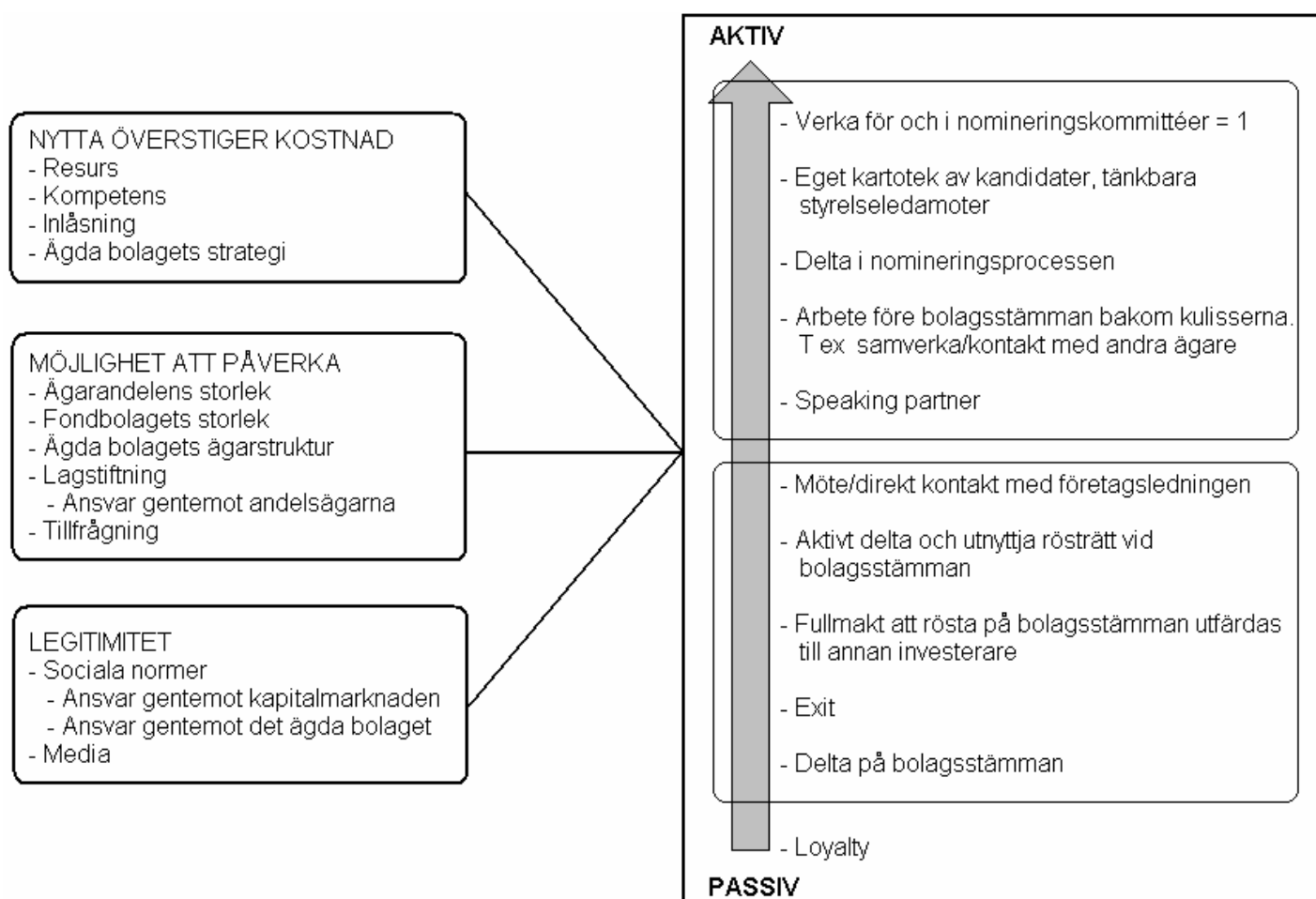
*I detta kapital kommer vi visa vår genererade teori om fondbolagens ägande och diskutera den i relation till frågeställning och syfte. Vi kommer även att diskutera våra bidrag till forskningen i form av vår aktivitetsbarometer, faktorer som förklarar ägarbeteende, "taket" samt upplösningen av ansvar i en juridisk, en ekonomisk och en social aspekt. Vår teori om fondbolagens ägande innebär även vissa implikationer, vilka vi kommer att gå igenom i detta kapitel. Kapitlet avslutas med förslag till fortsatt forskning.*

---

### 7.1 Slutsats och reflektioner

Syftet med vår uppsats var att undersöka *hur* fondbolag, i egenskap av institutionella ägare, utövar sitt ägande. Vi ville genom teori och empiri försöka förstå hur fondbolagen utövar sitt ägande och utifrån det skapa en teori som förklarar *varför* de agerar som de gör.

Eftersom ägaraktivitet är ett diffust begrepp fanns det inga teorier, om vad ägare gör när de äger, som kunde användas för att analysera fondbolagens ägaraktivitet. Vi skapade därför först en referensram för att beskriva vår förförståelse för hur fondbolagen utövar sitt ägande. I denna ingick vissa grundläggande teorier så som modern portföljteori, institutionell teori och transaktionsteori som kunde tänkas förklara varför fondbolagen utövar sitt ägande så som de gör. Med hjälp av referensramen kunde vi skapa kategorier i form av ägaraktiviteter och förklarade faktorer till aktiviteter. Vi skapade även en aktivitetsbarometer för att dels kunna beskriva hur ägare kan utöva ägande, vilka ägaraktiviteter som finns, och dels kunna fungera som ett dynamiskt operationaliseringsinstrument i vår empiriska metod för att vi skulle kunna mäta hur aktiva fondbolagen är som ägare. Vår empiriska metod bestod av en kombination av deduktiva och induktiva element, vilket innebar att urval, datainsamling och analys gjordes interaktivt. Resultatet av vår studie mynnade sedan ut i en reviderad referensram vilket sammanfattar vår teori om fondbolagens ägande.



Figur 7.1 Teori om fondbolagens ägande

Fondbolag är enligt lag skyldiga att handla uteslutande i andelsägarnas gemensamma intresse. Andelsägarnas nytta måste överstiga kostnaden för fondbolagens agerande, varför mindre fondbolag/innehav tenderar att ha ett exitbeteende då exit är billigare än voice. Dock finns det tillfällen när det är ekonomiskt försvarbart att agera för att försöka skydda sin investering och bevara värdet av den, varför de små fondbolagen/innehaven tillfälligt kan utöva andra aktiviteter än exit. Det blir därmed en reaktiv handling att i vissa situationer ”när det är motiverat” gå in och agera. Detta gör att de ibland ”åker upp”, från att utöva exit som aktivitet, till aktivitetsbarometerns mellannivåer. Det finns dock en gräns, ett ”tak”, som fondbolagen inte tar sig igenom i sitt reaktiva beteende. De utövar alltså aktiviteter upp till denna nivå men sedan når de inte högre och utövar därmed inte de ”högre” aktiviteterna på aktivitetsbarometern.

Stora fondbolag och/eller innehav kan däremot bli inlåsta i sitt ägande, vilket kan medföra att kostnaden för exit överstiger dess nytta. Det blir därmed kostnadsmässigt fördelaktigt för



fondbolagen att istället börja agera i förebyggande syfte för att på så sätt tillse att den inlåsta investeringen får en så gynnsam utveckling som möjligt. Detta gör att fondbolaget snabbt ”åker upp” till toppen på aktivitetsbarometern när de väl gått igenom ”taket”, eftersom det är på dessa nivåer som nyttan med aktiviteterna överstiger kostnaden för att utföra dem. Denna grupp kan därför sägas vara proaktiva i sitt aktivitetsutövande och befinner sig i den övre delen av aktivitetsbarometern. Dock tenderar de stora fondbolagen att utnyttja mellannivåerna på aktivitetsbarometern när de har mindre innehav i sina portföljer och därmed behöver prioritera bland sina resurser.

Ytterligare anledningar till att de stora fondbolagen/innehaven utövar voice istället för exit är att de stora fondbolagen/innehaven, till skillnad från de små, har en möjlighet att påverka. De stora fondbolagen är även utsatta för allmänhetens och medias krav på att vara aktiva ägare. Om de inte utövar ett aktivt ägande riskerar de att förlora sin legitimitet, det vill säga allmänhetens acceptans.

## 7.2 Bidrag

### *Aktivitetsbarometern*

Ett aktivt ägande kan definieras genom att dela upp ägandet i olika aktiviteter som beskriver vad ägarna gör när de äger. Hedlund et al. (1985) identifierade olika former för utövande av inflytande vilka vi har använt för att skapa en del av aktiviteterna som återfinns i vår aktivitetsbarometer. Dock har vi bidragit med aktiviteterna; lämna fullmakt, att rösta på bolagsstämman, speaking partner, delta i nomineringsprocesser, eget kartotek av styrelseledamöter samt verka för och i nomineringskommittéer. Både Hedlund et al. (1985) och våra aktiviteter baseras på Hirschmans (1970) begrepp om loyalty, exit och voice.

Syftet med Hedlund et al. (1985) studie ”Institutioner som aktieägare *Förvaltare? Industrialiser? Klippare?*” var att analysera det ägande som utövas av institutioner och vad de gör när de äger. De identifierade de olika institutionernas ägarroller och placerade in dem i antingen portföljförvaltning med exitbeteende eller aktivt, strategiskt ägarskap med voicebeteende. Vi har ett liknande syfte med vår studie, men har angripit begreppet aktivt ägande på ett annat sätt. Fördelen med vårt sätt i förhållande till deras, Hedlund et al. (1985), är att vi har brutit ner begreppet aktivt ägande till de aktiviteter som är möjliga att utföra, vilket innebär att vi har graderat aktiviteterna i en aktivitetsbarometer. Vi har därmed skapat

ett instrument som kan mäta ägaraktivitet genom att rangordna ägaraktiviteterna i olika nivåer beroende på hur aktiva de kan anses vara. Nivåerna går från 0 till 1, där 0 kan ses som ett passivt ägande medan 1 kan ses som ett maximalt aktivt ägande. Vi har genom att skapa en aktivitetsbarometer bidragit med en definition av begreppet ägaraktivitet, som kan användas för att mäta, jämföra och förstå vad det är som erfordras för att ägarna ska uppnå en viss ägaraktivitet.

#### *Faktorer som förklarar ägarbeteende*

Vår studie visar att det finns tre grundläggande faktorer (kategorier) som kan förklara varför fondbolagen äger som de gör. Dessa faktorer är; *nyttan ska överstiga kostnaden*, *möjlighet att påverka* och *legitimitet*. En tidigare studie (Hedlund et al., 1985) har benämnt fondbolag som exitbenägna eftersom deras syfte inte är att vara aktiva. De har därför inte angivit vilka faktorer som påverkar fondbolagen att vara aktiva i sitt ägande. En annan svensk studie utförd av Pålsson (2001) anger att det finns två förutsättningar som måste vara uppfyllda för att fondbolagen ska vilja övervaka; formell och reell möjlighet att påverka och intäkterna av övervakningen måste tillfalla den som övervakar. Hon kommer därför fram till att fondbolagen inte har någon möjlighet att påverka samt att de får stå för alla kostnaderna men kan inte tillgodogöra sig hela vinsten, varför fondbolagen saknar incitament att vara aktiva. Den enda utländska studie som vi funnit som behandlar fonder är Guercio och Hawkins (1999), dock behandlar de pensionsfonder, vilka kan jämföras med Sveriges 4:e AP fond, som inte är en öppen fond och dessutom har andra förutsättningar för sin verksamhet, varför pensionsfonder inte ingår i vår undersökning. Övriga utländska studier som vi funnit inriktar sig på institutionella ägare som grupp och särskiljer inte fondbolagen, varför vi inte kan jämföra våra resultat med deras.

Vi vill med vår studie hävda att det som motiverar fondbolagens agerande är kostnad och möjlighet men att dessa kan brytas ned i underkategorier. Vi menar att det som styr om *nyttan överstiger kostnaden* är; resurs, kompetens, inlåsning och det ägda bolagets strategi. Vidare är det som styr *möjligheten att påverka*; ägarandelens storlek, fondbolagets storlek, ägda bolagets ägarstruktur, lagstiftning och tillfrågning. Därmed är dessa faktorer inte identiska med tidigare studier på området, då dessa studier inte tagit fram vad som ligger bakom faktorerna.

Vi har dessutom tagit fram ytterligare en faktor som påverkar ägarbeteendet, nämligen *legitimiteten*. Även denna faktor kan brytas ned i underkategorier; sociala normer och media. Behovet av att ta hänsyn till legitimitetens påverkan på institutionernas ägarbeteende har ökat de senaste åren, varför denna faktor torde behövas för att förklara varför ägarna äger som de gör.

De tre faktorerna nytta överstiger kostnad, möjlighet att påverka och legitimitet kan därför tillsammans ge en detaljerad förklaring till vad det är som driver aktivitetsnivån i aktivitetsbarometern, det vill säga varför fondbolagen antar ett visst ägarbeteende.

### *”Taket”*

Tidigare studier tenderar att dela in institutionella investerare i två kategorier; exit- och voice-institutioner. Denna kategorisering är baserad på empiriska observationer, och inte teoretisk generalisation, av institutionella investerares aktivitet under 1990-talet. (Collin, 2004) Vår studie tyder dock på att denna kategorisering inte stämmer in på fondbolagen i Sverige.

Vår analys indikerade att det fanns ett så kallat ”tak” i vår aktivitetsbarometer, vilket innebär att vi också har identifierat två grupper av ägaraktiviteter. Skillnaden är dock att gränsen, ”taket”, skiljer grupperna åt på ett annat sätt än tidigare studier gjort och flyttar gränsen för exit-institutionerna en bit in i voice gruppen (se 5.1.3, 5.3.4 och kapitel 6). Tidigare studier har nämligen definierat exit, sälja/köpa, som icke aktivt och voice, övriga aktiviteter, som aktivt (Hellman, 2004; Veranen & Cassel, 2003; Ross & Forsberg, 2002; LO, 2001; Hedlund et al., 1985). De tenderar att se exit som ett passivt beteende, ”att rösta med fötterna”, (Hellman, 2004; Veranen & Cassel, 2003; Ross & Forsberg, 2002; LO, 2001; Hedlund et al., 1985) medan vi i vår studie menar att det krävs kompetens för att utöva exit, varför även denna aktivitet kan ses som ett aktivt ägande.

De tidigare studiernas exit-institutioner har i vår studie identifierats som små fondbolag och/eller små innehav vilket utgör den grupp som tenderar att ha ett exitbeteende eftersom kostnaden för olika aktiviteter överstiger nyttan och möjligheten att påverka är liten. Det blir därmed en reaktiv handling, att i vissa situationer, ”när det är motiverat”, gå in och agera, exempelvis när aktieägarvärdet hotas vid nyemission. Detta gör att de ibland ”åker upp”, från att utöva exit som aktivitet, till aktivitetsbarometerens mellannivåer, voice. Det finns dock en gräns, ett ”tak”, som fondbolagen inte tar sig igenom i sitt reaktiva beteende. Detta ”tak”

befinner sig mellan att vara *speaking partner* med det ägda bolaget och att ha *kontakter med andra ägare*. Att vara *speaking partner* innebär att fondbolaget har en relation med bolaget vilket förutsätter viss storlek på innehavet. Dock kräver denna aktivitet inte kompetens i form av nätverk. För att gå igenom "taket", att ha *kontakt med andra ägare* krävs det däremot ett nätverk som mindre fondbolag inte tenderar att skaffa sig för att kunna agera endast någon enstaka gång.

När fondbolaget och/eller innehavet når en viss storlek tenderar de att bli inlåsta i sitt ägande, varför de börjar agera *voice* för att på så sätt påverka och övervaka värdet på sin investering. Detta gör att fondbolaget snabbt "åker upp" till toppen på aktivitetsbarometern när de väl gått igenom taket, eftersom det är på dessa nivåer som nyttan med aktiviteterna överstiger kostnaden för att utföra dem. Dock tenderar de stora fondbolagen att utnyttja mellannivåerna på aktivitetsbarometern när de har mindre innehav i sina portföljer och därmed behöver prioritera bland sina resurser.

Med hjälp av "taket" kan vi därmed förklara varför små fondbolag som förlitar sig på exit ibland tenderar att utöva *voice* upp till en viss nivå, men aldrig når högre än *speaking partner*. Vidare kan denna teori förklara varför de stora fondbolagen, som vid viss storlek gått igenom "taket", tenderar att åka direkt upp i toppen på aktivitetsbarometern.

Detta innebär att vi kan använda vår teori för att förutsäga fondbolagens beteende, vilket gör att förväntningsgapet kan minska eller försvinna. I debatten framställs önskemål om att institutionerna ska utöva aktivt ägande. Genom att tillämpa vår teori kan de olika aktörerna identifiera vilken ägaraktivitet fondbolaget rimligen kan anta, varför förväntningarna därmed torde kunna justeras för att överensstämma med den ägarroll fondbolagen faktiskt utövar.

#### *Ansvar*

Tidigare studier om institutionella ägare har bland annat behandlat frågan om huruvida institutionella ägare ska utöva ett aktivt ägande (Ross & Forsberg, 2002; Pålsson, 2001; LO, 2001) och om det "ägaransvar" som institutionerna eventuellt ska ta. Detta "ägaransvar" framställs i debatten som en rimlig drivkraft till agerande, men vår studie antyder snarare att "ägaransvar" är en konsekvens av agerande, som drivs av andra faktorer.

Vi har i vår studie visat att ”ägaransvaret” kan brytas ned och fördelas in i andra faktorer som förklarar fondbolagens agerande; *kostnad överstiger nytta, möjlighet att påverka och legitimitet*. Med andra ord delas ansvaret in i en *juridisk aspekt*, en *social aspekt* och en *ekonomisk aspekt*. Detta går emot debatten som vill framstå i högre nivå då man agerar med ”ansvar” istället för av enkla anledningar som ekonomisk rationalitet, juridik och social legitimitet.

Vi har alltså kommit fram till att ”ägaransvar” inte är en drivkraft till agerande utan det är ett sätt att beskriva konsekvenserna av dels regleringar, såväl sociala som statliga, och dels ekonomiskt övervägande. Ansvar tenderar att implicera moral, och det inslaget har inte varit starkt framstående i vår undersökning.

### 7.3 Implikationer av vår teori

Vår studie innebär flera viktiga implikationer. Vi kommer i det följande avsnittet att redogöra för vad det innebär att vi brutit ner begreppet ”ägaransvar” till ett rationellt beteende. Vidare kommer vi att redogöra för vad de stora fondbolagens inlåsta positioner ger upphov till i form av ett ägande som kan liknas vid strategisk ägande och hur innehavens storlek påverkar flexibiliteten i portföljen. Slutligen redogör vi för hur vår teori kan användas för andra ägare förutom fondbolagen.

#### ”Ägaransvar”

Debatten om institutionernas växande andel i ägarstrukturen och varningarna om ”ett ägande utan ansikte” (Lindberg, 1987) tenderar inte att vara befogad vad gäller fondbolagen som institutionella ägare enligt vår studie. Vidare torde diskussionerna kring att institutionella ägare inte anses utöva vad som benämns som ”ägaransvar” utan endast ”röstar med fötterna” och att en allt större del av ägande tar mindre ”aktivt ansvar” för ägandets alla funktioner (Ross & Forsberg, 2002; Pålsson, 2001; LO, 2001) inte heller vara befogad oro vad gäller fondbolagen.

Ovanstående visar på en oro inför det ökade institutionella ägandet eftersom det antas att övervakningsfunktioner och styrfunktioner blir lidande då alla ägare antas vara spekulanter och ingen vill utöva ett aktivt ägande. Det finns en rädsla för att ansvar saknas. Vi kan med hjälp av vår teori påvisa att det ansvar fondbolagen känner består av ansvar gentemot

andelsägarna, ansvar gentemot bolaget och ansvar gentemot marknaden. Fondbolagens ansvar gentemot andelsägarna kan förklaras genom att dela upp ansvaret i en *juridisk aspekt* och en *kostnadsaspekt*. Vidare kan fondbolagens ansvar, enskilt och kollektivt, gentemot det ägda bolaget förklaras genom att dela upp ansvaret i en *ekonomisk aspekt* och en *social aspekt*. Slutligen kan fondbolagens ansvar gentemot kapitalmarknaden förklaras genom att dela upp ansvaret i en *ekonomisk aspekt* och en *social aspekt*. Ansvaret har därmed visat sig innebära rationella beteenden som fondbolagen antar i olika kombinationer beroende på fondbolagets storlek.

Detta innebär att fondbolag som utövar exit tillför kapitalmarknaden likviditet och fondbolagen som utövar voice tillför förutom likviditet även styrning och övervakning (Hedlund et al., 1985). Detta ägarutövande står inte i konflikt med det primära syfte som fondbolagen har, att uteslutande handla i andelsägarnas gemensamma intresse, så länge nyttan med en aktivitet överstiger dess kostnad.

Med andra ord kan vi med hjälp av ansvarets upplösning (se kapitel 6, stycke 6.1.4) hävda att fondbolagen har incitament till att utöva sitt ”ansvar”, varför vi inte håller med om farhågorna om att det institutionella ägandet skulle medföra de negativa effekter som kritikerna hävdar (Ross & Forsberg, 2002; Pålsson, 2001; LO, 2001) när det gäller fondbolagen.

Dock finns det en svensk studie av Hellman (2004), som hävdar att institutionella ägare inte är önskvärda som strategiska ägare, då de inte tenderar att ha den kompetens och organisationsstruktur som krävs för att utöva styrning och övervakning. Hellman menar att institutionella investerares organisationer tenderar att inte vara skapta för att utöva strategiskt agerande utan de är skapta för placeringsinnehav. Detta kan innebära att det inte finns någon avdelning för ägarfrågor, corporate governance, det vill säga ingen kompetens för strategiskt agerande. Vi har dock i vår studie funnit indikationer på att så inte är fallet. De stora fondbolagen tenderar att ha både den kompetens och organisationsstruktur som kan sägas krävas för strategiska innehav, varför de torde tillföra kapitalmarknaden styrning och övervakning.

I dagens debatt är det därför viktigt att precisera vilken grupp av institutionella ägare man syftar på eftersom institutionella ägare inte är en homogen samling ägare (Webb et al, 2003; Hedlund et al., 1985). Fondbolagen är inte heller att betrakta som en homogen grupp,

varför det är viktigt att tillföra debatten om ägarfrågor en uppdelning av ägarkategorierna för att kunna rikta rimliga krav/förväntningar på ägaraktivitet. Det vill säga, det torde inte vara rimligt att förvänta sig att alla fondbolag ska bidra med ett voicebeteende för att de ska anses ta sitt "ägaransvar". Med hjälp av vår teori om fondbolagens ägande kan förväntningsgapet mellan vad allmänheten förväntar sig att fondbolagen ska utöva för ägaraktiviteter och fondbolagens verkliga ägarutövande minska.

Till dagens debatt kring "ägaransvar" bör även tillföras det perspektiv att en fungerande kapitalmarknad behöver både portföljförvaltning med exitbeteende och strategiskt ägarskap med voicebeteende, vilket sällan nämns. Det är också så att lämpligheten i en ägarstruktur varierar med bolagets situation och behov, vilket gör att både exit och voice är viktigt för en fungerande kapitalmarknad (Veranen & Cassel, 1986; Hedlund et al., 1985).

### *Strategiska innehav*

Enligt vår analys tenderar fondbolagen att se på sitt ägande som långsiktigt men inte strategiskt. Långsiktigheten är en effekt av investeringsfilosofin, då vår insamlade data indikerar att det inte är möjligt att bolag går kortsiktigt bra men långsiktigt dåligt. Långsiktigheten beror på hur bolagets möjligheter ser ut och om de har god kursutveckling, men allt är till salu till rätt pris. Fondbolagen tenderar därför att ha placeringsinnehav, det vill säga innehav som kan vara både kortsiktiga och långsiktiga, men fondbolagen upplever inga andra begränsningar för avyttring än rent ekonomiska (Hedlund et al., 1985) och hänsyn till riskspridning. Ett strategiskt innehav kan definieras som; stora långsiktiga innehav som medför ett ökat ansvarstagande som ägare (Hedlund et al., 1985) eller innehav förenat med särskilt "ägaransvar" eller särskilda ägaruppgifter (Hägg & Hörnell, 1985).

Enligt vår analys tenderar fondbolagen att se på sitt ägande som rent placeringsmässigt även om innehavet är långsiktigt. Dock kan stora innehav medföra en inlåsning på grund av begränsad eller bristande likviditet, varför fondbolagen agerar voice för att bevaka värdet på sin investering. Enligt vår analys tvingas fondbolaget i och med inlåsningsen att gå igenom "taket" i vår aktivitetsbarometer och de åker därmed upp i toppen på aktivitetsbarometern och agerar mycket aktivt.

Om de stora fondbolagen är placeringsinriktade och voicebenägna torde detta leda till kortsiktig styrning med avkastningsfokusering. Men det kan också vara så att deras agerande

blir ett oavsiktligt strategiskt ägande. Det vill säga, de stora fondbolagen med stora innehav är inlåsta i sitt ägande och torde kunna avyttra delar av sina innehav för att möta likviditetskravet från andelsägarna, men de har troligen svårt att avyttra hela sitt innehav på grund av den kostnad detta skulle medföra. Agerandet kan därmed vara kortsiktigt, men konsekvensen av placeringen är att de tvingas agera strategiskt. De stora fondbolagen kan därför säga att de agerar långsiktigt men inte strategiskt. Storleken på fondbolagens innehav gör att de måste agera långsiktigt men de vill inte agera strategiskt.

Det kan därmed vara så att det inte är deras avsikt att vara strategiska men att det blir en följd av deras placering. Det vill säga det finns en skillnad i vad fondbolagen vill göra och vad de faktiskt gör.

Vidare torde det vara så att det är likviditeten på kapitalmarknaden som avgör när fondbolagen blir inlåsta i sitt ägande. Ju mer likviditet det finns att tillgå på marknaden desto högre upp går gränsen för när inlåsning inträffar. Ju mer likviditet som finns att tillgå, desto färre torde de strategiska fondbolagen vara och vice versa. Detta torde innebära att Svenska fondbolag som agerar på Stockholmsbörsen snabbare uppnår ett strategiskt påtvingat agerande än fondbolag i andra länder med mer likvida börser.

#### *Portföljens flexibilitet*

Enligt vår analys förlitar sig små fondbolag och/eller innehav på exit och stora fondbolag och/eller innehav utövar voice. Detta torde innebära att olika fonder har olika förutsättning för att skapa avkastning. Små fondbolag och/eller fonder torde ha möjlighet att utöva exit i portföljens olika innehav, vilket ger en stor flexibilitet i valet av portföljens aktuella sammansättning. Fondens förvaltare torde därmed ha både teoretisk och praktisk möjlighet att förändra portföljens sammansättning i förhållande till analyser och teorier om vilka bolag som förväntas ge bäst avkastning.

Stora fondbolag och/eller fonder torde på grund av innehavets storlek drabbas av inlåsningseffekter, vilket skapar en trögrörlighet i portföljens aktuella sammansättning. Fondens förvaltare torde därmed ha både praktisk och teoretisk möjlighet att möta likviditetskrav från andelsägarna, men torde möta praktiska hinder att vara flexibel i portföljens sammansättning. Stora fondbolag och/eller fonder torde därför inte ha samma praktiska möjlighet som små fondbolag och/eller fonder att agera på information från



marknaden, då de blir intvingade industrialister. Vår teori om fondbolagens ägande kan därför användas av andelsägarna vid analys av möjliga fonder att placera sina pengar i. Det vill säga om fonden har stora innehav i vissa bolag torde det medföra att innehavet kan betraktas som långsiktigt vilket kan vara av intresse att kunna förutse som andelsägare i valet mellan olika fonder och deras innehav.

Det bör tilläggas att förvaltarens kompetens är av stor betydelse för fondens prestationsförmåga, då det är förvaltaren som står för beslut om köp och försäljning. Detta innebär att fondens tillgång till flexibilitet inte behöver ha en negativ effekt på fondens prestationsförmåga.

Nedanstående data, hämtat från [www.morningstar.se](http://www.morningstar.se) (05-06-04), styrker våra antaganden om att flexibiliteten troligtvis inte har något samband med fondens prestationsförmåga. En möjlig förklaring skulle kunna vara att fondförvaltarna i de stora fonderna har utvecklat en teknik för att motverka flexibilitetens negativa konsekvenser. Det vill säga de kanske arbetar mer aktivt med den delen av portföljen som inte är låst eller så utnyttjar de tradingmöjligheten i portföljen för att skapa avkastning. Detta är dock endast spekulationer om troliga orsaker, varför empiriska studier behöver genomföras för att få kunskap om verkliga orsaker som kan förklara prestationsförmågan.

Tabell 7.1 Olika fonders avkastning och förvaltningsavgifter. Källa: [www.morningstar.se](http://www.morningstar.se) (05-06-04)

	<u>Avkastning</u>				<u>Förvaltningsavgifter</u>	
	Småbolag		Sverige		Småbolag	Sverige
	3mån	1 år	3mån	1år		
<b>Carnegie</b>	3,9 %	16,8 %	3,7 %	8,7 %	1,70 %	1,70 %
<b>Lannebo</b>	-0,4 %	10,0 %	1,6 %	7,1 %	1,60 %	1,60 %
<b>Nordea</b>	6,5 %	17,2 %	2,1 %	8,4 %	1,60 %	1,50 %
<b>Robur</b>	2,2 %	15,2 %	2,5 %	9,6 %	1,40 %	1,40 %

Av resonemanget om flexibilitet följer att fonder som investerar i bolag med låg likviditet i, torde vara medvetna om inlåsningseffekten, varför förvaltarna torde sprida investerade pengar i fler bolag istället för att fylla på i de bolag som riskerar att hamna i inlåst position. Detta

skulle i så fall innebära att exempelvis småbolagsfonder över tiden i takt med att förvaltad kapital ökar får ett större antal bolag i sina portföljer. Det vill säga ju större förvaltad kapital, desto fler bolag i portföljen. Inlåsnings-effekten torde också till viss del kunna förklara varför de stora fondbolagen startar nya fonder, för att på så sätt kunna behålla flexibiliteten i portföljerna.

Vi har analyserat data från [www.morningstar.se](http://www.morningstar.se) (050604) och vi har funnit indikationer på att ovanstående samband torde finnas. I tabellen nedan framgår att småbolagsfonderna har ett större antal innehav per förvaltat krona än vad motsvarande fondbolags Sverigefond har.

Tabell 7.2 Olika fonders innehav. Källa: [www.morningstar.se](http://www.morningstar.se) (05-06-04)

### **Småbolagsfond**

Carnegie	1972 mkr	55 aktieinnehav
Lannebo	2689 mkr	51 aktieinnehav
Nordea	2492 mkr	94 aktieinnehav
Robur	3372 mkr	110 aktieinnehav

### **Sverigefond**

Carnegie	340 mkr	23 aktieinnehav
Lannebo	1304 mkr	31 aktieinnehav
Nordea	4718 mkr	58 aktieinnehav
Robur	6059 mkr	95 aktieinnehav

För att bekräfta detta samband gjorde vi ett icke-parametrisk test. Detta test visar att det finns en tydlig korrelation (0,786) mellan fondernas innehav och värde

Tabell 7.3 Korrelation mellan fonders innehav och värde

			Innehav	Värde
<b>Spearman's rho</b>	<b>Innehav</b>	Korrelations koefficient	1,000	<b>0,786(*)</b>
		Signifikans	.	0,021
		Antal	8	8
	<b>Värde</b>	Korrelations koefficient	<b>0,786(*)</b>	1,000
		Signifikans	0,021	.
		Antal	8	8

\* Korrelationen är signifikant på 0.05 nivå.

Vår teori om fondbolagens ägande kan därmed användas för att förutsäga, förklara och skapa teorier kring fondbolagens ägande.

#### *Teorins användbarhet för andra institutionella ägare*

Vår teori om fondbolagens ägande torde även kunna användas för att förklara andra institutionella ägares ägande så som investmentbolag, försäkringsföretag, rörelsedrivande bolag och stiftelser. Dessa institutionella ägare är juridiska personer, finansiella aktörer, som förvaltar andras kapital. De har dock olika syften med verksamheten och arbetar under skilda förutsättningar, vilket gör att de har olika incitament för hur de utövar in ägarroll (Hedlund et al., 1985).

Aktivitetsbarometern kan även justeras för att passa andra ägare än fondbolag. Övriga institutionella ägare kan ha möjlighet att sitta i styrelsen för det ägda bolaget, varför aktivitetsbarometern kan kompletteras med aktiviteten styrelsepost som högsta möjliga aktivitet. De oberoende faktorerna kan sedan användas för att förklara varför de olika institutionerna uppnår viss ägaraktivitet. Dock kan de oberoende faktorerna behöva justeras för att anpassas efter de olika institutionella ägarnas egenskaper.

Genom att justera teorin enligt ovan borde vi kunna använda vår teori om fondbolagens ägande för att förutsäga hur övriga institutionella ägare utövar sitt ägande. Det torde även vara så att vår teori kan användas för andra ägare än institutionella ägare, teorin kan ändras beroende på vem som är ägare, för att förutsäga olika ägares beteende och vilken ägaraktivitet de kan utföra.

## **7.4 Förslag till fortsatt forskning**

Vår studie har varit teorigenererande, vilket har inneburit att vi funnit flera intressanta fenomen under studiens gång som kan vara uppslag till fortsatt forskning.

Vi har under studiens gång upplevt en avsaknad av nya svenska studier som behandlar hur de svenska aktiebolagen kontrolleras, hur ägarkoncentrationen ser ut och hur möjligheten till påverkan ser ut. Många tidigare studier är föråldrade då ny lagstiftning tillkommit samt att det institutionella ägandet har ökat och därmed troligen förändrat den svenska ägarbilden.

Små fondbolag och/eller fonder torde ha möjlighet att utöva exit i portföljens olika innehav, vilket ger en stor flexibilitet i valet av portföljens aktuella sammansättning. Fondens förvaltare torde därmed ha både teoretisk och praktisk möjlighet att förändra portföljens sammansättning i förhållande till analyser och teorier om vilka bolag som förväntas ge bäst avkastning. Stora fondbolag och/eller fonder torde dock inte ha samma praktiska möjlighet att agera på marknadens information då dessa, på grund av sina innehavs storlek, kan drabbas av inlåsnings effekter, vilket skapar en trögrörlighet i portföljens aktuella sammansättning. Dock är fondförvaltarens kompetens av stor betydelse för fondens prestationsförmåga, då det är förvaltaren som står för beslut om köp och försäljning. Detta innebär att fondens tillgång till flexibilitet inte behöver ha en negativ effekt på fondens prestationsförmåga. Data hämtat från [www.morningstar.se](http://www.morningstar.se) (050604) angående fondbolags avkastning, styrker våra antaganden om att flexibiliteten troligtvis inte har något samband med fondens prestationsförmåga. En möjlig förklaring skulle kunna vara att fondförvaltarna i de stora fonderna har utvecklat en teknik för att motverka flexibilitetens negativa konsekvenser. Det vill säga de kanske arbetar mer aktivt med den delen av portföljen som inte är låst eller så utnyttjar de tradingmöjligheten i portföljen för att skapa avkastning. Detta är dock endast spekulationer om troliga orsaker, varför empiriska studier behöver genomföras för att få kunskap om verkliga orsaker som kan förklara prestationsförmågan.

Hellman (2004) kom i sin studie fram till att institutionella investerare inte tenderar att vara skapta för att utöva strategiskt ägande, det vill säga voice. Vi har dock i vår studie funnit indikationer på att stora fondbolag har den kompetens och organisationsstruktur som krävs för att utöva voice, varför det torde vara av intresse att undersöka om fondbolagens aktiva ägande är av godo för kapitalmarknaden eller ej.

Alla aktieägare ska enligt ABL behandlas lika, ingen ägare eller ägargrupp ska få mer information än de andra. Vi har i vår studie fått indikationer på att detta inte efterlevs i praktiken, då bolagen inte har tid med alla ägare. De stora ägarna prioriteras och utbytet blir större. Kan detta innebära konkurrensfördel till dubbelt socialiserat ägande relativt enskilt aktieäggande och vad innebär detta för kapitalmarknaden?

Vår studie har genomförts som en induktiv studie. Vi har haft ett teorigenererande syfte som realiserats genom att använda grundad teori. Teorin har således vuxit fram ur data och vi har

använt datamättnad som indikation på teoretisk mättnad. För att ytterligare säkerställa våra resultat skulle man kunna testa vår teori/våra hypoteser statistiskt. Vidare skulle fortsatt forskning kunna testa vår teori på en annan grupp av institutionella investerare och jämföra eventuella skillnader för att ytterligare få kunskap om framtidens ”ägarlösa ansikte”.

## **7.5 Kapitelsammanfattning**

I slutsatsen har vi visat vår genererade teori om fondbolagens ägande och diskuterat den i relation till frågeställning och syfte. Vi har dessutom diskuterat våra bidrag till forskningen i form av vår aktivitetsbarometer, faktorer som förklarar ägarbeteende, taket samt upplösningen av ansvar i en juridisk aspekt, en ekonomisk aspekt och en social aspekt. Vår teori om fondbolagens ägande innebär även vissa implikationer. De stora fondbolagens agerande kan vara kortsiktigt men konsekvensen av inlåsnings blir att de tvingas agera strategiskt. De stora fondernas innehav torde också möta praktiska hinder att vara flexibla i portföljens sammansättning, vilket torde innebära att ju större förvaltad kapital fonden har desto fler aktieinnehav har portföljen. Debattens oro för det ökande institutionella ägandet diskuteras vidare och den brist på ”ägaransvar” detta förväntas medföra. Vi hävdar med hjälp av vår upplösning av ansvaret att denna oro är obefogad. Vår teori om fondbolagens ägande torde också med vissa justeringar kunna användas för andra ägare än fondbolag. Kapitlet avslutas med förslag till fortsatt forskning.

## 8. REFERENSLISTA

- Agnblad, J., Berglöf, E., Högfeldt, P. & Svancar, H. (2001). Ownership and control in Sweden: strong owners, weak minorities, and social control, i Barca, F. & Becht, M. *The Control of Corporate Europe*. Oxford University Press, Oxford, pp. 221-258.
- Aguilera, R. V. & Jackson, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. *Academy of Management Review*, pp: 447-465.
- Alvesson, M. & Sköldberg, K. (1994). *Tolkning och reflektion*. Lund: Studentlitteratur.
- Andersen, I. (1998). *Den uppenbara verkligheten: Val av samhällsvetenskaplig metod*. Lund: Studentlitteratur.
- Andersson, B-E (1995). *Som man frågar får man svar – en introduktion i intervju- och enkätteknik*. Kristianstads Boktryckeri AB, Kristianstad.
- Arfwedson, G. (1998). Intervjuer och vetenskaplighet, i G., Arfwedson & P-J, Ödman (Red.). *Häftan för didaktiska studier 65, Intervjumetoder och intervjutolkning*. HLS Förlag, Stockholm.
- Berle, A., Jr. & Means, G-C (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- Christensen, L., Andersson, N., Carlsson, C. & Haglund, L. (2001). *Marknadsundersökning: en handbok*. Lund: Studentlitteratur.
- Chung, R., Firth, M. & Kim, J-B (2001). Institutional monitoring and opportunistic earnings management. *Journal of Corporate Finance*, 8 (2002) 29-48.
- Collin, S-O (2004). *The mastering of corporate governance: An integrated view of corporate governance*. Kristianstad: Department of Business Studies, Kristianstad University.
- Dahlbäck, C. (1987). Investor och Providentia som aktiva ägare, i I., Hägg (Red.). *Att äga stora företag – några ägares erfarenheter*. SNS Förlag, Bohuslänningens Boktryckeri AB, Uddevalla.
- Dahmström, K. (2000). *Från datainsamling till rapport: att göra en statistisk undersökning*. Lund: Studentlitteratur.
- Douglas, G. (1987). Personliga synpunkter på ägande - erfarenheter från Boliden, i I., Hägg (Red.). *Att äga stora företag – några ägares erfarenheter*. SNS Förlag, Bohuslänningens Boktryckeri AB, Uddevalla.
- Eriksson, L-T & Wiedersheim-Paul, F. (2001). *Att utreda, forska och rapportera*. Malmö: Liber Ekonomi, Liber AB.

Finansinspektionens hemsida:

[http://www.finansinspektionen.se/Templates/Page\\_2485.aspx](http://www.finansinspektionen.se/Templates/Page_2485.aspx) 2005-05-15

Fondbolagens förening (2004). Svensk kod för fondbolag. (Elektronisk) *Fondbolagens Förening*, 6 december. Pdf-format. Tillgänglig: <<http://www.fondbolagen.se>> (2005-04-11).

Glaser, B-G & Strauss, A-L (1967). *The discovery of grounded theory: strategies for qualitative research*. Aldine de Gruyter, New York.

Greve, A. (1997). *Organisationsteori: nya perspektiv*. Stockholm: Universitetsforlaget.

Guercio, D. & Hawkins, J. (1999). The motivation and impact of pension fund activism. *Journal of Financial Economics*, 52: 293-340.

Gummesson, E. (2004). Fallstudiebaserad forskning, i Gustavsson, B. (Red.). *Kunskapande metoder, inom samhällsvetenskapen*. Studentlitteratur: Lund.

Gustavsson, B. (1998). *Metod: Grundad Teori för ekonomer – att navigera i empirins farvatten*. BTJ Tryck AB, Lund.

Gustavsson, B. (Red.) (2004). *Kunskapande metoder, inom samhällsvetenskapen*. Lund: Studentlitteratur.

Gustavsson, B. (2004). Grundad teori, i Gustavsson, B. (Red.), 2004. *Kunskapande metoder, inom samhällsvetenskapen*. Lund: Studentlitteratur.

Hallberg, L. (1998). *En kvalitativ metod influerad av grounded theory-traditionen*. Göteborg: Rapport, Psykologiska Institutionen, Göteborgs University.

Hansson, M. (2001). *Kompetensutveckling – Försvarsmaktens interna kompetensöverföring och kompetensbevaring*. Uppsats, Försvarshögskolan.

Hartman, J. (2001). *Grundad teori – Teorigenerering på empirisk grund*. Lund: Studentlitteratur.

Hedlund, G., Hägg, I., Hörnell, E. & Rydén, B. (1985). *Institutioner som aktieägare, Förvaltare?, Industrialister?, Klippare?*. Kristianstads Boktryckeri AB, Kristianstad.

Hellman, N. (2004). Can we expect institutional investors to improve corporate governance?. *Scandinavian Journal of Management*.

Hirschman, A-O (1970). *Exit, Voice, and Loyalty; Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*. Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, London, England.

Håkansson, I. & Sremcevic, M. (2005). *Fonders avkastning – en variabelanalys av fonders avkastning under ekonomisk upp- och nedgång*. Kandidatuppsats, Ekonomihögskolan, Lund University.

- Hägg, I. & Hörnell, E. (1985). *En enkätstudie av 100 aktieägande institutioner*. Företagsekonomiska institutionen, Uppsala University.
- Investopedias hemsida: <http://www.investopedia.com/terms/c/clienteleffect.asp> 2005-03-27
- Johansson Lindfors, M-B. (1993) *Att utveckla kunskap, Om metodologiska och andra vägval vid samhällsvetenskaplig kunskapsbildning*. Lund: Studentlitteratur.
- Keen, K. (1988). *Vad är kompetens?* Mitt förlag, Skogs justnu-tryck, Malmö.
- Koladkiewicz, I. (2002). The Institutional Shareholder – Best Practice: the National Investment Fund's Experience. *Blackwell Publisher Ltd*, Vol. 10, No.3.
- Lag (2004:46) om investeringsfonder
- Lindberg, P. (1987). Investmentbolag som ägare – ett alternativ till äkta kapitalister, i I., Hägg (Red.). *Att äga stora företag – några ägares erfarenheter*. SNS Förlag, Bohuslänningens Boktryckeri AB, Uddevalla.
- Lindgren, Håkan (1994) *Aktivt ägande, Investor under växlande konjunkturer*. Nordstedts Tryckeri AB, Kungl. Boktryckeriet, Stockholm
- Lindmark, J. (2005). Förvaltarna öense om bolagsstyrning. (Elektronisk) *Morningstar*, 24 mars. Tillgänglig: <<http://www.morningstar.se/>> (2005-04-01).
- LO (2001). Ansiktslöst – Ansvarslöst: Om ägandet av de stora företagen i Sverige 2001. (Elektronisk) Pdf-format. Tillgänglig: <[http://www.lo.se/home/lo/home.nsf/unidView/50347A23491C1B55C1256E82004688E9/\\$file/ansiktslost.pdf](http://www.lo.se/home/lo/home.nsf/unidView/50347A23491C1B55C1256E82004688E9/$file/ansiktslost.pdf)> (2005-06-04)
- Lucas, D (2004). Ansiktslöst kapital tar ägaransvar. (Elektronisk) *Dagens Nyheter*, 10 juli. Tillgänglig: <<http://www.dn.se/>> (2005-05-20)
- Macey, J. R. (1998). Institutional investors and corporate monitoring: A demand-side perspective in a comparative view, in *Comparative Corporate Governance: The state of the art and emerging research*, ed. By Hopt, K.J., Kanda, H., Roe, M.J., Wymeersch, E. & Prigge, S. Oxford University Press, pp. 903-919.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance* 7, pp. 77-91.
- Morningstars hemsida: <http://www.morningstar.se/> 2005-05-18
- Olsen, M. (1971). *The logic of collective action: Public Goods and the Theory of Groups*. Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, London, England.
- Parrino, R., Sias, R-W & Starks, L-T (2002). Voting with their feet: institutional ownership changes around forced CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 68: 3-46.



- Parthiban, D. & Kochhar, R. (1996). Barriers to Effective Corporate Governance by Institutional Investors: Implications for Theory and Practice. *European Management Journal*, Vol. 14, No. 5.
- Proposition 2002/03:1150
- Pålsson, A-M (2001). *Fondbolagen – de ovilliga och olämpliga ägarna*. Lund: Rapport No. 17, Ekonomihögskolan, Lunds University.
- Roburs hemsida: <http://www.robur.se> 2005-05-23
- Ross, H. & Forsberg, S (2002). Institutionell ägare måste sluta huka sig i blåsväder. (Elektronisk) *Dagens Industri*, 20 februari. Tillgänglig: <<http://www.di.se/>> (2005-05-18).
- Saunders, M., Lewis, P. & Thornhill, A. (2003). *Research Methods for Business Students*. Essex: Pearson Education Ltd.
- Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52, pp. 737-783.
- Smith, A. 1776. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Indianapolis: Liberty Press, 1981.
- Srejber, (2003). Finansiell delegering – Hur håller jag koll på den som förvaltar mina pengar?. (Elektronisk.) Pdf-format. Tillgänglig: <<http://www.riksbank.se/upload/8333/031125.pdf>> (2005-06-05).
- Stern, P. (1980). Grounded theory methodology: its uses and processes. *Image*, 12 (1), pp. 20-23.
- Strandberg, J. (2005). Vad gör fondbolagen på bolagsstämorna. *Aktiespararen*, No. 3.
- Sveiby, K-E (1995). *Kunskapsflöde*. Svenska Dagbladets Förlag AB.
- Sverke, M. (2004). Design, urval och analys i kvantitativa undersökningar, i Gustavsson, B. (Red.). *Kunskapande metoder, inom samhällsvetenskapen*. Lund: Studentlitteratur.
- Veranen, J. & Cassel, P. (1996). *Värdeskapande ägande*. ISL Förlag AB, Oskarshamn.
- Webb, R., Beck, M. & McKinnon, R. (2003). Problems and Limitations of Institutional Investor Participation in Corporate Governance. *Blackwell Publishing Ltd*, Vol. 11, No. 1.
- Wikander, J. (1987). Fjärde AP-fondens ägarinflytande, i I., Hägg (Red.). *Att äga stora företag – några ägares erfarenheter*. SNS Förlag, Bohuslänningens Boktryckeri AB, Uddevalla.
- Ödman, P-J (1998). Intervjuer: hermeneutiska strategier, i G., Arfwedson & P-J, Ödman (Red.). *Häftet för didaktiska studier 65, Intervjumetoder och intervjutolkning*, HLS Förlag, Stockholm.

## Intervjuguide

## BILAGA 1

Vi skriver ut den information som fondbolaget har på nätet om sin ägarpolicy vilket också ingår i analysunderlaget och kan leda till följdfrågor.

Att ta reda på om fondbolaget, behöver inte frågas om detta står på deras hemsida:

1. Namn på fondbolag:
  2. Storlek på fondbolaget
    - a) förvaltad kapital mkr
    - b) antal fonder
- 
3. Vad innebär ägande för Er?
  4. Har Ni någon uttalad policy eller strategi när det gäller Ert ägande?
    - a) Om ja, är den generell för alla fonder eller finns det olika policys för olika fonder?
    - b) Om nej, varför inte?
  5. Vem utformar ägarpolicyn?
  6. Hur är fondförvaltningen organiserad i Ert fondbolag
    - a) Vem har befogenhet att ta beslut om köp/försäljning av aktier till fonden?
    - b) Vem har befogenhet att göra analyser av bolag?
    - c) Vem har befogenhet att besluta hur fonden ska rösta på bolagsstämmor?
    - d) Vem har befogenhet att besluta om kontakter med företagsledningen i det bolag som Ni äger aktier i?
  7. Agerar Ni utifrån fondens innehav i en aktie eller utifrån fondbolagets totala innehav i den aktien?
  8. Agerar Ni olika beroende på storlek på ägandet i förhållande till totalt antal aktier?
  9. Skiljer sig ägandet åt i de bolag fonden äger aktier i?
    - a) Om ja, varför och på vilket sätt?
    - b) Om nej, varför inte?
  10. Har Ni några strategiska innehav?
    - a) långsiktiga innehav?
    - b) Om ja, varför?

11. Om Ni är missnöjda med ett innehav, dvs företagsledning eller företaget strategi, hur agerar ni?
12. Vad kan göra att Ni säljer hela Ert innehav i ett bolag?
13. Vilken kunskap och erfarenhet har Era fondförvaltare? Med kunskap och erfarenhet avses bland annat hur länge denne arbetat som fondförvaltare, utbildning etcetera.
14. Använder Ni er av någon analytiker eller dylikt?
  - a) Om ja, varför?
15. Hur mycket kunskap har Ni om de bolag Ni äger aktier i?
  - a) I vilka bolag har ni mest kunskap?
  - b) Varför?
  - c) I vilka bolag har ni minst kunskap?
  - d) Varför?
16. Brukar Ni delta på bolagsstämmor i de bolag Ni äger aktier i?
  - a) Om ja, varför?
  - b) Om nej, varför inte?
17. Brukar Ni utöva Er rösträtt på bolagsstämmor?
  - a) Om ja, i vilka bolag
  - b) varför?
  - c) Om nej, varför inte?
18. Brukar Ni överlåta fullmakt till annan för röstning vid bolagsstämmor?
  - a) Om ja, i vilka bolag
  - b) varför?
19. Brukar Ni utföra något arbete före bolagsstämmor?
  - a) Om ja, i vilka bolag?
  - b) varför och vad för slags arbete?
20. Har Ni någon kontakt med företagsledningen i de bolag Ni äger aktier i?
  - a) I vilka bolag?
  - b) varför?
21. Brukar Ni delta i några arbetsgrupper? Med arbetsgrupper menas när flera intressenter går ihop om förslag, det vill säga kontakter med andra ägare.
  - a) Om ja, i vilka bolag
  - b) varför och vad gör Ni i dessa arbetsgrupper?

22. Brukar Ni delta i nomineringsprocesser, det vill säga vara med och nominera styrelseledamöter?
- a) Om ja, i vilka bolag
  - b) varför?
23. Har Ni något Eget kartotek av potentiella styrelsekandidater?
- a) Om ja, i vilka bolag
  - b) varför?
24. Har Ni någon representant i någon styrelse i de bolag Ni äger aktier i?
- a) Om ja, i vilka bolag
  - b) varför?
  - c) Om nej, varför inte?
25. Vilken analysmetod använder Ni er av? (Fundamental eller teknisk)
- a) När används respektive metod?
26. Utövar Ni några andra ägaraktiviteter än de vi nämnt?
- a) vilka och varför?

## Intervjuguidens utformande

## BILAGA 2

Vår huvudfråga är att studera fondbolags ägande och vad som påverkar dess beteende. Intervjun är utformad utifrån vår referensram som utvecklats i kapitel 3.

Fråga 2 ska användas för att se om storleken på fondbolagets förvaltade kapital påverkar deras agerande i ägarfrågor. Vår tanke är att större fondbolag har fler fondsparare, vilket leder till ett större allmänintresse och därmed massmedialt intresse. Fondbolaget har ett så kallat socialt ansvar att ta hänsyn till, vilket torde leda till att de blir mer vociebenägna (Wikander, 1987).

Fråga 3 är en öppen fråga som syftar till att fondbolaget själv ska få beskriva vad ägande innebär för dem. Vi vill på så sätt få ökad förståelse för fondbolagets sätt att se på ägande vilket kan ge oss ökad förståelse vid analys av materialet.

De flesta fondbolag har i enlighet med Fondbolagens Förenings rekommendationer uppgifter om sin ägarpolicy på sin hemsida. Fråga 4 kan hjälpa oss att se om fondbolaget lever upp till den förmedlade ägarpolicy i verkligheten. Den ger oss information om fondbolaget har olika ägarpolicy för sina olika fonder och en överblick av fondbolagets syfte med sitt ägande.

Med fråga 5 vill vi veta var i organisationen som ägarpolicy utformas. Vi vill veta om det till exempel är styrelsen som utformar ett strategiskt beslut om ägarpolicy eller om det kan finnas en annan del i organisationen som utformar ägarpolicy.

Fråga 6 syftar till att ge oss information om hur ansvar i organisationen är fördelat. Det ger oss en större förståelse för hur fondbolagets organisation ser ut och var besluten fattas. Vi får genom frågan information som hjälper oss att analysera samband mellan ansvar och aktivitet.

Fråga 7 ska visa om fondbolaget agerar utifrån varje enskild fond eller om det är fondbolagets totala innehav som styr hur ägaraktiviteten ser ut. Ett litet innehav i en fond kan vara förenad med hög ägaraktivitet om fondbolagets totala innehav är stort. Frågan hjälper oss att förstå om ägaraktiviteten ska ses ur ett bredare perspektiv än endast fondens innehav.

Fråga 8 ska visa om möjligheten att påverka har någon betydelse för aktivitetsnivån. Är det den relativa storleken på det investerade kapitalet som har betydelse för hur fondbolagen utövar sitt ägande?

Fråga 9 syftar till att vi ska kunna få så detaljrik information som möjligt om fondbolagens agerande och om detta agerande skiljer sig åt i de bolag fondbolagen äger aktier i.

Fråga 10 syftar till att visa om och hur tiden eller avsikten med ägandet har någon betydelse för aktivitetsnivån. Är långsiktiga innehav förknippade med voicebeteende? Är det ett medvetet val att vara långsiktig i sitt ägande eller är det ett ofrivilligt resultat av inlåsnings?

Frågorna 11 och 12 behandlar exit. Vi vill med dessa frågor få svar på hur fondbolagen visar sitt missnöje med det ägda bolaget och vad som är orsaken till att fondbolagen har ett exitbeteende.

Frågorna 13–15 handlar om kompetens, då fondbolagens kompetens, enligt Hägg & Hörnell (1985), torde påverka deras ägarbeteende. Med frågorna vill vi ha underlag för analys om kompetens påverkar vilken ägarroll fondbolagen har.

Frågorna 16-22 syftar till att ge information kring de olika aktivitetsnivåerna. Vilka aktiviteter de utför, varför och i vilka bolag. Vi får med frågorna 17-22 underlag för att analysera om, hur och varför fondbolagen utövar voice.

Frågorna 22-24 behandlar aktiviteter på styrelsenivå. Dessa nivåer utgör toppen på vår barometer och är därmed förknippade med hög aktivitetsnivå. Om man inte kan sitta i styrelsen hur betar fondbolagen sig steget under detta?

Slutligen, fråga 25 är en öppen fråga som ställs för att vi vill veta om vi missat någon aktivitet som fondbolagen utför och som skulle behöva tillföras vår barometer. Vi vill i så fall även veta hur och varför denna aktivitet äger rum.