



UNIVERSITY OF GOTHENBURG
SCHOOL OF BUSINESS, ECONOMICS AND LAW

Ägandekonzentrationens inverkan på kapitalstruktur

En studie på svenska noterade företag

**Kandidatuppsats i Företagsekonomi
Externredovisning
Vårterminen 2018**

Handledare

Andreas Hagberg

Författare

Stina Carlsson

Patrik Hammarstrand

Sammanfattning

**Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet,
Kandidatuppsats, Externredovisning VT 18**

Författare: Stina Carlsson & Patrik Hammarstrand

Handledare: Andreas Hagberg

Titel: Ägandekoncentrationens inverkan på kapitalstruktur - en studie på svenska noterade företag

Bakgrund och Problem: Forskningen om kapitalstruktur är ett omfattande och omskrivet område. I forskningen om kapitalstruktur nämns ofta ägarstruktur och ägandekoncentration som betydande faktorer. Båda begreppen handlar om ägarförhållande men betydelsen skiljer sig. Ägandekoncentration är mer specifikt och står för hur ägandet är uppdelat mellan de olika ägare som har investerat i företaget. Kapitalstrukturens fördelning och ägandekoncentrations utseende kan variera stort och tidigare forskning på dessa områden visar skilda resultat.

Syfte: Syftet med denna studie att undersöka i vilken utsträckning och på vilket sätt ägandekoncentrationen i företag har betydelse för företagens kapitalstruktur.

Metod: Kvantitativ metod baserad på finansiell redovisningsdata via databas och böcker. Data är bearbetad i Excel och analyseras med hjälp av statistikprogrammet SPSS där en multipel regression skapats och analyserats.

Avgränsningar: Studien avgränsas till svenska noterade bolag med en balansomslutning och omsättning över 430 miljoner sek respektive 500 miljoner sek mellan åren 2011–2015.

Resultat och Slutsatser: Vårt resultat tyder på att ägandekoncentration är en betydande förklaringsfaktor av samma klass som andra faktorer som tidigare forskning ofta nämner. Hög ägandekoncentration tenderar att leda till högre soliditet.

Förslag till fortsatt forskning: Undersöka om den största ägarens operativa inflytande i företaget är mer betydande jämfört med övriga ägare eller om det finns fler ägare som har samma inflytande trots olika stora andelar av aktierna och om det påverkar kapitalstrukturen.

Nyckelord: Ägandekoncentration, kapitalstruktur, svenska företag, noterade företag, pecking-orderteorin, trade-offteorin, agentteori, soliditet

| | |
|--|-----------|
| 1. INTRODUKTION | 5 |
| 1.1 BAKGRUND | 5 |
| 1.2 PROBLEMDISKUSSION | 6 |
| 1.3 SYFTE..... | 7 |
| 1.4 RELEVANS OCH BIDRAG | 8 |
| 1.5 DISPOSITION | 8 |
| 2. TEORETISK REFERENSRAM | 9 |
| 2.1 KAPITALSTRUKTUR..... | 9 |
| 2.1.1 Bakgrund till området | 9 |
| 2.1.2 Trade-offteorin..... | 10 |
| 2.1.3 Pecking-orderteorin..... | 10 |
| 2.2 AGENTTEORI | 11 |
| 2.3 ÄGANDEKONCENTRATION | 11 |
| 2.3.1 Litteraturöversikt..... | 12 |
| 2.4 FAKTORER SOM PÅVERKAR KAPITALSTRUKTUREN | 13 |
| 2.4.1 Lönsamhet | 13 |
| 2.4.2 Storlek | 13 |
| 2.4.3 Materiella tillgångar | 14 |
| 2.4.4 Tillväxt..... | 14 |
| 2.4.5 Bransch..... | 14 |
| 2.4.6 Institutionell miljö..... | 15 |
| 2.4.7 Skatt | 15 |
| 2.5 SAMMANFATTNING TEORETISK REFERENSRAM | 15 |
| 3. METOD | 16 |
| 3.1 VAL AV METOD..... | 16 |
| 3.2 STATISTISK MODELL | 16 |
| 3.3 VAL AV VARIABLER | 17 |
| 3.3.1 Beroende variabel..... | 17 |
| 3.3.2 Oberoende variabler..... | 17 |
| 3.3.3 Kontrollvariabler | 18 |
| 3.4 URVAL AV FÖRETAG | 21 |
| 3.5 DATAINSAMLINGSMETOD | 22 |
| 3.5.1 Insamling av teoretisk referensram..... | 23 |
| 3.6 TOLKNING AV RESULTATEN | 24 |
| 3.7 AVGRÄNSNINGAR | 25 |
| 3.8 STUDIENS TROVÄRDIGHET..... | 25 |
| 3.8.1 Validitet | 25 |
| 3.8.2 Reliabilitet..... | 25 |
| 3.9 SAMMANFATTNING METOD | 26 |
| 4. EMPIRI & ANALYS..... | 27 |
| 4.1 BESKRIVANDE STATISTIK..... | 27 |
| 4.2 KORRELATION | 29 |
| 4.3 REGRESSIONSMODELLENS RESULTAT | 30 |
| 4.3.1 Regressionsmodellens resultat branschvis | 32 |
| 4.3.2 Sammanfattning av resultat per bransch..... | 36 |

| | |
|--|-----------|
| 4.4 SAMMANFATTNING ANALYS OCH EMPIRI | 36 |
| 5. SLUTSATS | 38 |
| 5.1 FORTSATT FORSKNING | 38 |
| 6. REFERENSLISTA | 40 |

1. Introduktion

1.1 Bakgrund

Myers (2001) påstår att en pizzas värde beror på hur den är uppdelad och en konsument är totalt sett villig att betala mer för en pizzaslice än för en motsvarande hel pizza. Myers (2001) menar att samma resonemang kan appliceras på företag, med andra ord om dess värde beror på hur dess tillgångar, kassaflöden och tillväxtmöjligheter är uppdelade samt hur dessa delar erbjuds till investerare. Förståelse för beståndsdelars påverkan på helheten är viktigt för att kunna göra en korrekt bedömning av ett företags värde.

Om företags värde delvis beror på dess tillväxtmöjligheter blir företagets förmåga att finansiera tillväxt intressant. Det optimala svaret på hur företag bör välja finansiering är tvetydigt. Det är framförallt den optimala relationen eget kapital och skuld svår att besvara. Detta är kapitalstrukturen och är ett område som har intresserat många forskare under lång tid. Skuldsättning leder till en högre risk men oftast mer avkastning till ägarna. Värdet för en aktieägare utgörs därför till viss del av vilken skuldsättning ett företag har. Hur ägandet är fördelat har därför betydelse för kapitalstruktur. I forskningen om kapitalstruktur nämns ofta begreppen ägarstruktur och ägandekoncentration. Ägandekoncentration är mer specifikt och står för hur ägandet är uppdelat mellan de olika ägare som har investerat i företaget och därmed ägare av en andel av företagets eget kapital. Således kommer studien behandla hur ägandekoncentration påverkar kapitalstruktur.

Sedan Modigliani och Miller (1958) lanserade irrelevante teorin om kapitalstrukturens inverkan på företagets värdering har val av kapitalstruktur varit föremål för diskussion. Mycket av den teoribildning som skrivits sedan dess har utgått från att förstå och förklara vilka faktorer som påverkar kapitalstrukturens utseende. Hur och varför företag i olika kontexter och med olika förutsättningar väljer en viss typ av kapital (Harris & Raviv, 1991; Rajan & Zingales, 1995; Frank & Goyal, 2009). Utöver ägandestruktur anses också skattefördelar, bransch, lönsamhet, tillväxtmöjligheter, företags storlek och mognad som några av viktigaste förklaringsvariablerna.

Betydelse av ägandeskap påvisas i den välkända agentteorin, publicerad av Jensen & Meckling (1976), och bygger på relationen mellan principaler och agenter i ett företag. Teorierna trade-offteorin och pecking-orderteorin (Myers, 1984), har för forskning om kapitalstruktur varit betydande. Den förstnämnda anser att mixen av skuld och eget kapital ska balanseras mot de skattefördelar som skuldsättning medför mot den ökade risken som en ökad skuldsättning också innebär. Pecking-orderteorin säger däremot att problemet om informationsasymmetrin är den faktor som främst bör bestämma val av finansiering. Teorin anser att ett bolag bör prioritera finansieringsalternativ utifrån en viss rangordning. Ägarskapet nämns dock inte som en av de avgörande faktorerna för kapitalstrukturens utseende.

Förståelse för nationella traditioner i länder med marknads- eller bankorienterade ekonomier är en viktig faktor att hänsyn till vid forskning om kapitalstruktur då det har en direkt inverkan på företags val av finansiering (Rajan & Zingales, 1995; Antoniou, Guney & Paudyal, 2008). Agentteorin är sprungen ur en amerikansk kontext och i marknadsorienterade ekonomier är det vanligare med fler mindre ägare. Agentteorin menar att företag med spridd ägandeskap och som har en ledning anställd för att driva verksamheten kommer att få ökade kostnader. Dessa kostnader kallas övervakningskostnader och härleds till beslutsteori om att båda parter, ägare och företagsledning, är rationella. Företagsledare kommer till största sannolikhet optimera den egna nyttan istället för att ta hänsyn till ägarnas bästa. Agentteorin menar att problematiken kommer leda till ökad skuldsättning (Jensen & Meckling, 1976) och därav påverka kapitalstrukturens utseende. Shleifer & Vishny (1997) behandlar problematiken kring ägandekoncentration och kommer fram till att stora ägare kan ha en negativ inverkan på mindre ägarens kapital. Detta menar de beror på att stora ägare har makt att använda sina rösträtter till sin egen fördel.

Kapitalstruktur och ägandekoncentration är komplexa forskningsområden med flera förklarande faktorer. Forskare bör därför vara försiktiga med att generalisera och applicera tidigare resultat från studier om kapitalstruktur i en viss kontext. Detta underbyggs av Overland, Mavruk och Sjögren (2012) som dels bygger sin undersökning *Ownership concentrations measures compared* på denna problematik. De menar att det finns svårigheter kring att dra slutsatser om ägandekoncentrationens betydelse eftersom att tidigare forskning visar mycket spridda resultat. Kontextuella förhållandena påstås vara en av huvudorsakerna till ojämna utslag vid forskning om ägandekoncentrationens betydelse för företagets prestation. Resultat från en studie gjord på brittisk data kommer med mycket stor sannolikhet skilja sig från en studie baserad på japansk data (Overland et al., 2012). Hur ägarbilden i ett bolag ser ut, dvs ägandekoncentration, är bevisligen en av de faktorer som påverkar kapitalstrukturen (Jensen & Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1997) men är i sig självt ett komplext och intressant forskningsområde med många förklarande faktorer (Overland et al., 2012).

1.2 Problemdiskussion

Svenska företag har över tid växt sig större och i och med det kan ägandestrukturen ändras. Globaliseringen har medfört strukturella förändringar. Kapital kan förflyttas runt jorden på endast några sekunder och konkurrensen ökar och blir allt mer intensiv (Svenskt Näringsliv, 2006). Skilda ägandekonstellationer och konstruktioner har konsekvenser på ägarens förmåga att kontrollera företag.

Stora svenska bolag som inte är privatägda är ofta noterade på någon av de svenska börslistor. Trots att bolagen är listade kan ägandeförhållandena tydligt skilja sig. Vissa företag har en tydlig ägare (Sundqvist, 2012). En större aktiepost innebär mer inflytande, ofta genom en ledande plats i styrelsen förutsatt att ägaren innehar en betydande del jämfört med resterande ägare. Andra företag har flera mindre ägare vilket kan innebära att ingen av ägarna har en inflytande roll i företaget och styrelsen. I en sådan situation har ofta VD och ledningen

mer att säga till om på bolagsstämman. Små ägare tvingas lita på ledningen då de själva inte är starka nog att ifrågasätta ledningens handlingar och beslut.

Ägandestrukturen i företag har varit ett diskuterat ämne sedan Berle och Means (1932) formade tankar om konflikter mellan managers och ägare. Agentteorin redogör för de problem och kostnader som skapas när en person anställer någon annan att utföra dennes arbete. Jensen (1986) argumenterar vidare att företagsledningen hos lönsamma företag ser fördelar med ökad skuldsättning för att möjliggöra återköp av aktier och således att minska övervakningskostnader. Han menar att den ökade kontroll som en sådan skuldsättning skulle ge, främst är aktuell för företag med bra lönsamhet men utan lönsamma investeringsmöjligheter.

Att kapitalstruktur, ägandekoncentration och styrning hänger ihop finns det tydliga indikationer på (Rajan & Zingales, 1995; King & Santor, 2008; Margaritis & Psillaki, 2010; Santos, Moreira och Vieira, 2014; Shahar, Adzis och Baderi, 2016; Granado-Peiró & López-Gracia, 2017). Det finns ingen universell teori om det optimala förhållandet mellan eget kapital och skuld, och heller ingen anledning att förvänta sig det (Myers, 2001). Margaritis och Psillaki (2010) menar att i företag där en stor del av ägandet är koncentrerat till en ägare tenderar detta att leda till högre skuldsättning. Santos et al. (2014) och Shahar et al. (2016) hävdar istället att skuldsättningen tenderar att minska när ägandet är koncentrerat till en ägare, vilket är i linje med agentteorin. Santos et al. (2014) påstår också att när den andra och tredje största ägaren i företaget har starkt inflytande, tenderar skuldsättningen i företaget att öka.

Sammanfattningsvis så kan kapitalstruktur och ägandekoncentration variera stort och se mycket olika ut och tidigare forskning visar skilda resultat. Vår värld är ständigt under förändring vilket gör att nya möjligheter uppstår och förhållanden kan skifta snabbt. Svenska AB Volvo är ett exempel på ett bolag som nyligen gått igenom en ägande förändring och fördelning när kinesiska Geely gick in som storägare (Svenska Dagbladet, 2018). I och med nya möjligheter och förekomsten av utländska investerare kan traditionella mönster brytas upp och kapitalstrukturen påverkas. I detta kan ägandekoncentrationen spela en roll i hur mycket inflytande nya influenser har för betydelse i praktiken då det är ägarnas makt som avgör hur företagen styrs. Det är därför intressant att undersöka i vilken utsträckning och på vilket sätt ägandekoncentrationen i företag har betydelse för företagets val av kapitalstruktur.

1.3 Syfte

Med ovanstående resonemang är syftet med denna studie att undersöka i vilken utsträckning och på vilket sätt ägandekoncentrationen i företag har betydelse för företagets kapitalstruktur.

1.4 Relevans och bidrag

Studien bidrar genom att tillsammans studera två närliggande men olika forskningsområden; ägandestruktur och kapitalstruktur. Tidigare forskning på ägandestruktur har ofta kombinerat ägandekoncentration och företags prestation (Overland et al, 2012) medan kapitalstruktur ofta har studerats i kombination med företagets värde.

En av huvudorsakerna till att resultaten vid forskning om kapitalstruktur för sig självt och om ägandekoncentration för sig självt, är motstridiga beror på den miljö som forskningen är baserad på. Ytterligare empiriskt material där områdena kombineras för att reda ut vilket samband som gäller i olika kontextuella miljöer behövs. Fler studier som baseras på en viss kontextuell miljö är relevant för att kunna dra slutsatser gällande ägandekoncentrationens betydelse för kapitalstrukturens utseende. För att fastslå samband, exempelvis att hög ägandekoncentration är positivt korrelerad med hög skuldsättning, behövs fler observationer som utgår från samma förhållanden. Denna studie bidrar således genom att undersöka sambandet ägandekoncentration och kapitalstruktur i svenska noterade bolag.

I Sverige jämfört med andra nationer är det vanligt att företag har aktier av olika typer (Cronqvist & Nilsson, 2003). Detta gör i sin tur att det blir intressant att titta på vad rösterna betyder för kapitalstrukturen i svenska bolag, då röster och kapital inte skiljs åt i samma utsträckning i andra länder. Det finns A- och B-aktier samt preferens- och stamaktier. Vad som ofta är skillnaden mellan olika typer av aktier är hur stor rösträtt ägaren har. Utdelningen brukar däremot inte skilja sig beroende på aktietyp. Det är företagen själva som beslutar om hur uppdelningen ser ut och vilka rättigheter varje aktietyp medför. (Avanza, u.å.)

Ägandekoncentrationen hos endast börsnoterade företag är relevant att studera då det finns lättillgänglig data gällande ägarstrukturen i svenska börsnoterade företag. I böckerna *Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag* av Sven-Ivan Sundqvist, finns denna årligt upprättade sammanställning. En sådan sammanställning finns inte för onoterade bolag, vilket hade försvårat datainsamlingen avsevärt. Oftast är också den finansiella informationen mer utförlig hos noterade bolag då det finns starkare incitament för dem att redovisa information (Åkesson, 2011).

1.5 Disposition

Dispositionen i studien kommer att se ut som följer. I kapitel 1, inledning, finns en beskrivning och diskussion om problemområdet och som avslutas med vad författarna syftar till att undersöka. I kapitel 2, teoretisk referensram, presenteras de teorier och tidigare forskning inom områdena som ligger till grund för studiens fortsatta utformning och analysverktyg. I kapitel 3, metod, redovisas insamlad data och vilka utgångspunkter studien har, hur densamma är utförd och vilka aspekter som har tagits i beaktande. I Kapitel 4, empiri och analys, redovisas datans utseende genom en tabell samt de resultat som nåtts genom en statistisk modell. Kapitel 5 avslutar studien och besvarar dess syfte i en slutsats om vad författarna kom fram till. Längst bak hittas en lista över använda källor.

2. Teoretisk referensram

För att skapa en grundläggande förståelse för områdena kapitalstruktur och ägandekonzentration kommer vi i detta kapitel gå igenom den tidigare forskning som vi har studerat. Forskningen som vi kommer att diskutera nedan är dels teorier om kapitalstruktur, dels teorier om ägande och intressekonflikter. Varje avsnitt kommer att inledas med en övergripande förklaring om vad begreppet handlar om. Ordningen är bestämd utifrån de som vi anser är mest fundamentalt och blir således mer specifikt mot slutet av kapitlet.

2.1 Kapitalstruktur

Termen kapitalstruktur används för att uttrycka finansieringen av ett företags totala tillgångar, med andra ord hur passivsidan av företagets balansräkning är uppbyggd. Fördelning av skulder och eget kapital är av intresse för att förstå företagets förmåga att överleva förlustperioder samt förmåga att investera. Det finns ett antal mått som mäter relationen mellan eget kapital och skulder. I svenska årsredovisningar används oftast skuldsättningsgrad (skulder ÷ eget kapital) eller soliditet (eget kapital ÷ totalt kapital). Debt-asset ratio (totala skulder ÷ totala tillgångar) är ett annat mått men är vanligare i länder som Storbritannien och USA.

2.1.1 Bakgrund till området

Irrelevantsteorin är fundamental för den moderna teoribildningen om kapitalstruktur. Modigliani & Miller publicerade 1958 teorin i artikeln *The Cost of Capital, Corporation Finance, and Theory of Investment*. Teorin hävdar att ett företags värde är oberoende av dess kapitalstruktur i en ekonomisk miljö utan skatter och finansiella kostnader.

Under utvecklingen av teorin gjordes många antaganden, vilket är värt att uppmärksamma. Författarna utgick ifrån antagandet att det finns två primära sätt att erhålla kapital; eget kapital och skuld. Båda typerna av finansiering har sina för- och nackdelar, men enligt Modigliani & Miller (1958) bestäms inte värdet på ett företag av dess kapital utan det är aktivsidan av företagets balansräkning som har betydelse, med andra ord lönsamheten. Om alla investerare skulle ha tillgång till samma finansiella marknad, en effektiv marknad utan asymmetrisk information, skatter, konkurskostnader och administrativa kostnader kommer företagsvärdet inte påverkas om kapitalet erhålls från lån, nyemission eller från intjänad vinst.

Irrelevantsteorin fick stark kritik som främst riktades mot bristen av realism. Beräkningarna tog inte hänsyn till skatter eller de finansiella kostnader som uppstår vid skuldsättning. För att stärka teorin gjordes ytterligare studier som gav upphov till en ny artikel. I rättsen *Corporate income taxes and the cost of capital a correction* menar Modigliani och Miller (1963) att det finns fördelar med skuldsättning. Den senare artikeln tar hänsyn till de skatteförmåner som uppstår vid ränteavdrag och vidare hävdas att ett skuldsatt företag är mer värt än ett företag utan. Vid skuldsättning skapas en *skattesköld*, denna utgörs av totalsumman av giltiga ränteavdrag. En skattesköld påverkar ett företags marknadsvärde och investerarens förväntade avkastning. Denna insikt och erkännande gav följaktligen en ny

slutsats; att företag endast bör vara lånefinansierade om värdet ska maximeras. (Modigliani & Miller, 1963)

Efter irrelevansteorins korrigeringar har efterföljande forskning främst försökt klargöra vilka faktorer som föranleder val av kapital och fördelning. Två framstående teorier som haft stor betydelse för området är; trade-offteorin och pecking-orderteorin.

2.1.2 Trade-offteorin

Enligt trade-offteorin söker företag en optimal skuldsättning. En optimal skuldsättning nås genom lånenivåer som balanseras av skattefördelar från ytterligare skulder mot risken att hamna i finansiella svårigheter. En avvägning mellan kostnader och fördelarna med ytterligare belåning görs, under förutsättningarna att företagets prestation, tillgångar och tillväxt hålls konstant (Myers, 1984). Modigliani och Millers slutsats om att ett företag endast bör vara finansierade av lån för att maximera företagsvärdet, tar hänsyn till de fördelar en skattesköld skapar men bortser från andra faktorer skuldsättning innebär. Trade-offteorin bygger på nyttan från skattesköld, men tar också hänsyn till den stress och press från räntebetalningar som en hög skuldsättning medför. Stora räntekostnader utöver de initiala driftskostnaderna i verksamheten gör att företag omöjligt kan vara belånade till hundra procent. Argumentet hänvisas till kostnader som uppstår vid konkurs och finansiella besvär (financial distress). Kostnader vid finansiella besvär är eventuella administrativa och juridiska kostnader vid konkurs samt övervakning och upphandlingskostnader och andra kostnader som försvagar företagets värde (Myers 1984). Teorin förespråkar måttlig belåning och menar att desto lönsammare företaget är desto högre skuldsättning bör företaget ha.

2.1.3 Pecking-orderteorin

Till skillnad från trade-offteorin syftar pecking-orderteorin inte till att förutsäga en optimal kapitalstruktur utan förklarar olika kapitalstrukturmönster och hur dessa strukturer finansieras. Teorin förklarar en prioriteringsordning över hur bolag bör välja att finansiera olika projekt. I huvudsak bör upparbetad vinst användas framför externt kapital (Myers 1984). Prioriteringsordningen härstammar från problemet om informationsasymmetri. Kostnader uppstår vid upptag av utomstående finansiering, dvs banklån samt nytt eget kapital. I situationer där upparbetade vinstmedel inte finns tillgängliga bör företag enligt pecking-orderteorin först välja säkra lån, sedan riskfyllda lån och allra sist finansiering via nyemission (Myers 1984)

Det grundläggande tankesättet bakom pecking-orderteorin härleds från Donaldsons studie i *Corporate Debt Capacity* (1961), vilket Myers senare kom att tolka. Studien utfördes bland annat att genom intervjuer med företagsledare. Donaldson (1961) fann att chefer främst nyttjar upparbetad vinst men som andra alternativ, i ofrånkomliga situationer, väljer att nyttja extern finansiering.

2.2 Agentteori

Agentproblemet handlar om att få de anställda att arbeta för företagets bästa. Det hävdas att företagsledare i företag där ägarskapet och kontrollen är separerade ofta har små incitament att leda och arbeta i aktieägarnas intresse vilket leder till ett så kallat principal- agentproblem. (Jensen & Meckling, 1976)

Agentteorin härstammar från diskussion kring informationsasymmetri men har också koppling till den rationella beslutsmodellen som härstammar från beslutsteori. Teorin behandlar problematiken som kan uppstå mellan principaler och agenter när dessa har skilda mål och önskan om hur företaget ska bedrivas (Jensen & Meckling, 1976).

En intressekonflikt skapas när agenten hellre arbetar för att stärka den egna makten och det egna välbefindandet istället för att arbeta utifrån ägarnas intresse. En av konsekvenserna blir ökade kostnader, så kallade övervakningskostnader, när principalen inte är medveten om agentens handlingar eller helt enkelt inte litar på att det arbete som ska utföras faktiskt görs. Jensen & Meckling (1976) menar att människor är rationella och i första hand kommer maximera den egna nyttan. På en effektiv marknad är det omöjligt att ha fullständig kontroll (Black, Hashimzade & Myles, 2012). Det är således omöjligt att säkra ett perfekt förhållande mellan principal och agent då det alltid kommer att föreligga en informationsasymmetri parterna emellan. Enligt Berle & Means (1932) är det ledningen som har den största kontrollen över företagets utveckling då det är de som styr, inte ägarna.

Jensen & Meckling (1976) menar att mycket likvida medel i ett företag men få tillväxtpotentialer ger incitament till företagsledare att använda likvida medel till exempelvis löneförmåner. Ett sätt att minska företagsledarnas inflytande och minska likvida medel är att öka skuldsättningen för att kunna investera i nya projekt. Agentteorin menar också att ett spritt ägande (låg ägandekonzentration) leder till att mer makt hamnar hos agenterna. Den marginella nyttan för principalen att övervaka agenter minskar ju mindre principalen har investerat. Detta kan ägarna lösa genom att försöka skuldsätta bolaget mer, vilket inskränker agenternas makt och ger banker och kreditgivare mer inflytande, vilka har intressen som sammanfaller mer med principalen än agenten. Enligt agentteorin bör högre ägandekonzentration med andra ord leda till högre soliditet.

2.3 Ägandekonzentration

I forskningen om kapitalstruktur nämns ofta ägandestruktur och ägandekonzentration som betydande faktorer. Begreppen står nära varandra, men det finns skillnader.

Ägandekonzentration behandlar hur ägandet är uppdelat mellan de olika ägarna som äger delar av företagets egna kapital. Hur koncentrerat ägandet är beror på hur mycket av det egna kapitalet som ägs av den största parten och av resterande parter. Ägarstruktur är ett bredare begrepp och innefattar såväl ägandekonzentration som andra aspekter av ägande, såsom vilken typ av ägare som innehar företagets aktier. Olika typer av ägande kan vara

familjeföretag, noterat eller onoterat, kreditinstitut och banker. Vilken typ av ägande tas inte i beaktande i denna studie.

2.3.1 Litteraturöversikt

Overland et al. (2012) menar att koncentrationen av ägande är hög i ett företag med en stor ägare, där resterande ägare innehar en relativt liten andel av aktierna jämförelse. I ett företag där skillnaderna på aktieinnehavet hos den största och näst största ägaren är relativt små anses ägandekoncentration vara låg.

La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer och Vishny (2002) hävdar att ägandekoncentrationen tenderar att vara mer koncentrerad i miljöer där kapitalmarknaderna är mindre utvecklade och skyddet till investerare svagt. Det i sin tur kan innebära att stora ägare använder makten de har för att utnyttja mindre ägare. Shleifer & Vishny (1997) påstår att detta är ett ännu större problem ifall de stora ägarna äger en större mängd av aktierösterna än vad de äger aktiekapital. De menar förvisso att en hög ägandekoncentration kan lösa en del av agentproblemet mellan företagsledare och ägare. Stora ägare har ofta makt och inflytande i exempelvis styrelsen har därmed bättre insyn och kan på så sätt skydda sitt kapital. Något som dock kan ge upphov till exploatering av mindre ägare.

Rajan & Zingales (1995) fann i sin studie att ägandekoncentrationen skiljer sig mellan länder och olika institutionella miljöer. De fann att spritt ägande var mer vanligt i Storbritannien, Kanada och USA (anglosaxiska länder) medan ägandet i större utsträckning var koncentrerat till en ägare i Tyskland, Frankrike, Italien och Japan. Rajan & Zingales (1995) ansåg dock att vad ägandekoncentration betydde för kapitalstruktur i praktiken är ovisst. Forskare har intresserat sig alltmer för sambandet mellan ägandekoncentration och kapitalstruktur men resultaten från studierna är tvetydiga. Margaritis & Psillaki (2010) fann i sin studie om relationen mellan ägandestruktur, kapitalstruktur och prestation, att ett företag med en stor ägare, det vill säga hög koncentration leder till att skuldsättning i företaget ökar. Studien gjordes på ett urval franska företag i industrier med både hög och låg tillväxt. Samma samband visar King & Santor (2008) i sin studie på kanadensiska företag. I Margaritis & Psillaki (2010) studie klassades majoriteten av de undersökta företagen som små. Margaritis & Psillaki (2010) delade upp urvalet (företagen) i tre olika stora klasser baserat på antalet anställda. Första och största klassen var små bolag 5-50 anställda, följt av medelstora företag 50-500 anställda och en minoritet i studien där företagen klassades som stora över 500 anställda.

Santos et al. (2014) fann ett annat resultat i sin studie. De undersökte sambandet mellan ägandekoncentration och kapitalstruktur i 12 europeiska länder och fann att skuldsättningen minskar när företag har ett ägande koncentrerat till en stor ägare. De fann också att skuldsättningen ökade ifall den största ägaren blev utmanad av en eller två andra stora ägare. Shahr et al. (2016) fann att skuldsättningen minskade i malaysiska företag ju mer koncentrerat ägandet var.

Granado-Peiró & López-Gracia (2017) hittade i sin undersökning om 89 spanska företag under tidsperioden 2005-2011 stöd för båda resultat. De fann att när den största ägaren hade mindre än 34% av aktierösterna, ledde en ökning i ägandekoncentrationen till att skuldsättningen minskade. Det motsatta gällde då den största ägaren ägde mer än 34% av aktierösterna. Då ökade istället skuldsättningen ju mer koncentrerat ägandet blev.

2.4 Faktorer som påverkar kapitalstrukturen

I detta avsnitt kommer vi att presentera de faktorer som tidigare forskning inom området kapitalstruktur återkommande anser vara betydelsefulla för företags kapitalstruktur. I forskningen har ett antal faktorer utöver de som nämns nedan också setts som förklaringar till varför kapitalstrukturen ser ut som de gör i företag. I vår tolkning av tidigare forskning inom området är faktorerna nedan de som oftast nämnts och har störst acceptans inom fältet.

2.4.1 Lönsamhet

Lönsamhet är en faktor där tidigare studier är överens om dess påverkan på kapitalstrukturen. Harris & Raviv (1991) och Rajan & Zingales (1995) är överens om att lönsamhet är en förklaring till varför kapitalstrukturen ser ut som den gör i företag. Frank & Goyal (2009) menar i sin studie, där de undersöker möjliga faktorer i amerikanska företag över tidsperioden 1950-2003, att företagens lönsamhet har en negativ påverkan på kapitalstrukturen, dvs ju mer lönsamt ett företag är desto lägre skuldsättning kommer det att ha. Detta är något som pecking-orderteorin förutspår, dvs att företag kommer välja internt genererade vinster för att investera i verksamheten framför externt kapital. Öztekin (2015) fann i sin studie om faktorerna bakom kapitalstruktur, som undersöktes i över 37 länder, att sambandet mellan lönsamhet och skuldsättning är starkare i miljöer med svaga institutioner, men är generellt överens med tidigare forskare om detta samband. Med svaga institutioner menar Öztekin (2015) länder med svagt kreditskydd.

2.4.2 Storlek

Rajan & Zingales (1995) och Frank & Goyal (2009) finner i sina studier att större företag tenderar att ha högre skuldsättning. Detta är konsistent med vad trade-offteorin förutspår för stora företag. Öztekin (2015) menar däremot att företagens storlek endast är en avgörande faktor i miljöer där institutionerna är starka. I de fall då institutionerna är svaga finner Öztekin (2015) att storlek inte alls är pålitlig som en förklarande faktor bakom kapitalstruktur. Den övergripande synen är dock att storlek på företag har en positiv påverkan på skuldsättning, dvs när företagets storlek ökar, ökar också skuldsättningen. En förklaring till detta är att större företag ofta är mer diversifierade, vilket gör att risken för att hamna i finansiell knipa eller drabbas av konkurs är mindre (Rajan & Zingales, 1995; Frank & Goyal, 2009). Detta leder i sin tur till att stora, mer kända eller publika bolag oftast har bättre, billigare villkor och bättre tillgång till kapitalmarknaden vilket skulle kunna innebära högre skuldsättning.

2.4.3 Materiella tillgångar

En förklaringsfaktor som har stöd i tidigare studier är vilken typ av tillgångar företaget i fråga har i sin balansomslutning. Harris & Raviv (1991), Rajan & Zingales (1995), Frank & Goyal (2009) och Öztekin (2015) finner alla stöd för att skuldsättningen är högre i företag med en hög andel materiella tillgångar i balansräkningen. En förklaring till detta är att företag med en hög andel materiella tillgångar har lättare att ställa dessa tillgångar som säkerhet till lån. På så sätt minskar risken för att långivare utsätts av ett agentbeteende från företagen, vilket ökar långivarnas benägenhet att låna ut. Möjligheten att låna mer leder därför till att skuldsättningen bör öka i företag med hög andel materiella tillgångar (Rajan & Zingales, 1995). En annan anledning är att materiella tillgångar är lättare att värdera, vilket gör att oron hos långivare för att inte få tillbaka utlånat kapital om det lånande företaget hamnar i finansiell knipa minskar (Frank & Goyal, 2009).

2.4.4 Tillväxt

Harris & Raviv (1991), Rajan & Zingales (1995), Frank & Goyal (2009) och Öztekin (2015) menar att ökad tillväxt leder till minskad skuldsättning. Detta förklaras bland annat av Myers (1977) som påstår att företag med hög skuldsättning är mer benägna att avstå från en lönsam investering. Myers (1977) menar därför att företag med stora tillväxtmöjligheter därför bör finansiera sin verksamhet med eget kapital.

En annan förklaring ges av Jensen & Meckling (1976) som menar att mycket likvida medel i ett företag med låg tillväxtmöjlighet och således små möjligheter att investera, ger incitament till företagsledare att använda dessa likvida medel till löneförmåner och att ge anställda för höga löner. Ett sätt att minska företagsledarnas inflytande (och i och med detta minska agentkostnaderna) över de likvida medlen är därför att öka skuldsättningen så att de likvida medlen minskar.

2.4.5 Bransch

Frank & Goyal (2009) och Öztekin (2015) finner båda stöd för att företag som verkar i branscher där skuldsättningsmedianen är hög tenderar att ha högre skuldsättning än företag i andra branscher. Detta har även stöd i tidigare forskning som finner att företag inom samma bransch generellt har en kapitalstruktur som är mer lik varandras än företag utanför branschen (Bowen, Daley & Huber, 1982; Bradley, Jarell & Kim, 1984). Frank & Goyal (2009) menar bland annat att detta kan bero på att företag inom samma bransch har gemensamma förutsättningar i exempelvis risken i rörelsen och har samma typ av tillgångar.

I mindre kapitalintensiva branscher är behovet av externt kapital inte lika stort för att tillgodose samma tillväxtnivå som i en bransch där det krävs mycket kapital för att finansiera tillväxt. Företag i branscher där en stor del av tillgångarna är materiella har också en större chans att ställa sina tillgångar som säkerhet när de söker lån (Jensen & Meckling, 1976). Frank & Goyal (2009) fann också att företag i branscher som är reglerade har en högre skuldsättning än icke-reglerade branscher. Detta eftersom kassaflödet ses mer stabilt i reglerade branscher och risken för konkurs är således lägre.

En annan förklaring som bland annat ges av Hovakimian, Opler och Titman (2001) är att branschmedianen för skuldsättning fungerar som ett slags benchmark för företagen inom branschen. En skuldsättningsnivå företagen ständigt försöker anpassa soliditet och skuldsättning efter.

2.4.6 Institutionell miljö

Den institutionella miljön i vilka företag verkar i har flera tidigare studier varit en viktig förklaringsfaktor bakom kapitalstrukturen i företag. Antoniou et al. (2009) kom i sin undersökning, om skillnader i förklaringar bakom kapitalstruktur mellan bankorienterade länder och marknadsorienterade länder, fram till att den ekonomiska och institutionella miljön spelar stor roll för hur företags kapitalstruktur ser ut. Exempelvis gav skillnader i hur skattelagstiftning hanterade utdelning och balanserade vinstmedel påverkan på kapitalstrukturen. I länder där utdelning var mer fördelaktigt var således skuldsättningen högre mot länder där skattelagstiftningen premierade balanserade vinstmedel.

Öztekin (2015) såg i sin studie att egenskaper specifika för ett visst land kan påverka den långsiktiga kapitalstrukturen i företag. När det finns institutioner som skyddar kreditgivare bättre än investerare leder detta till att det blir billigare att finansiera i form av skulder, vilket i sin tur leder till att skuldsättningen ökar. Tvärtom gäller när skyddet för investerare är bra, detta leder istället till att det blir billigare att finansiera sig i form av eget kapital, vilket leder till att skuldsättningen minskar.

2.4.7 Skatt

Enligt trade-offteorin bör företag maximera nyttan av en skattesköld och optimal skuldsättning nås genom en skuldnivå som balanseras mot risken att hamna i finansiella svårighet. Detta innebär i sin tur att lönsamma företag bör ha hög skuldsättning så de kan nyttja fördelarna från en skattesköld. Detta instämmer varken Frank & Goyal (2009) eller Öztekin (2015) istället menar de att skatt inte är en tillförlitlig faktor.

2.5 Sammanfattning teoretisk referensram

Agentteorin, pecking-order och trade-offteorin kommer att användas för att analysera och tolka resultaten. Litteraturen om vilka faktorer som har inverkan på kapitalstruktur behövs för att bygga en trovärdig statistisk modell. Tidigare forskning har fastställt att dessa faktorer har betydelse för kapitalstruktur och därav finns en teoretisk förankring. För studien innebär detta att kontrollera ägandekoncentrationens påverkan i jämförelse med dessa faktorer; bransch, storlek, lönsamhet, tillväxt samt andel materiella tillgångar. Vidare kan en jämförelse om hur starkt stöd det finns för att ägandekoncentrationen påverkar på kapitalstrukturen mot de andra faktorerna göras. Litteraturöversikten över tidigare forskning om ägandekoncentration i förhållande till kapitalstruktur kommer att hjälpa oss få en uppfattning om vad vi kan utläsa av resultaten och hur den statistiska modellen kan utformas.

3. Metod

I kapitlet redovisas den data som samlats in samt hur den kommer att behandlas. Studien undersöker hur koncentrationen av ägande inverkar på företags kapitalstruktur. Detta görs genom att analysera data från valda företag för åren 2011 till 2015 med ett kvantitativt tillvägagångssätt.

3.1 Val av metod

För att på ett så korrekt sätt som möjligt besvara studiens syfte uppkommer frågan kring vilken metod som är mest lämplig. Vi har valt ett deduktivt förhållningssätt i studien vilket gör en kvantitativ metod bäst lämpad (Bryman & Bell, 2011). Ett deduktivt förhållningssätt antas enligt Bryman & Bell (2011) när forskare vill undersöka om det som teorin säger stämmer in på verkligheten, vilket är det som kommer att göras i denna studie.

En kvantitativ metod ansågs mest lämplig då data i form av siffror har bearbetats. En kvalitativ metod hade i sammanhanget haft nackdelar för oss då vi vill förklara ett fenomen på en övergripande nivå. Kvantitativ metod passar enligt Bryman och Bell (2011) då det är intressant med mätning, vilket det i vårt fall är. Att exempelvis genomföra intervjuer med sakkunniga inom området hade inte haft samma precision eftersom det då är deras åsikter som mäts. Dessa kan vara svåra omvandla till siffror, processen kan vara krävande, och resultatet kan påverkas av intervjurespondenternas personliga åsikter.

Studien har upprättats genom data från Retriever samt boksamlingen *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag*. Studien undersöker svenska noterade aktiebolag över en viss omsättning och storlek på balansomslutning. Efter att ha gjort en gränsdragning om omsättning och balansomslutning samt gallrat finans- och investmentbolag och observationer utan fullständig data resulterade urvalet i 589 observationer.

3.2 Statistisk modell

Studiens syfte är att undersöka ägandekoncentrations inverkan på kapitalstruktur. För att försöka tyda ett samband finns olika statistiska modeller och tillvägagångssätt.

Regressionsanalys är ett verktyg som ofta används för att förklara variationen hos den beroende variabeln (y) och är det tillvägagångssätt som har använts i vår studie. Valet att använda regressionsanalys bygger på att båda forskningsområdena kapitalstruktur och ägandekoncentration är mycket komplexa. För att öka modellens trovärdighet tar undersökningen därför hänsyn till ytterligare ett antal förklarande variabler, utöver ägandekoncentration. När fler än en oberoende variabel inkluderas i en regression är det en multipel regressionsanalys. En multipel regression ser ut som följande:

$$y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3 + \dots + \beta_k x_k + \varepsilon$$

Y utgör den beroende variabeln, β_0 konstanten, x de oberoende variablerna och ε felprecision i mätningen. B-koefficienterna framför x är den oberoende variabelns koefficient. Undersökningens regressionsmodell ser ut som följande:

$$\begin{aligned} \text{Soliditet} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ägankekongentration} + \beta_2 \text{lönsamhet} + \beta_3 \text{storlek} \\ & + \beta_4 \text{materiella tillgångar} + \beta_5 \text{tillväxt} + \beta_6 \text{financials} + \beta_7 \text{consumer goods} \\ & + \beta_8 \text{industrials} + \beta_9 \text{technology} + \beta_{10} \text{materials} + \beta_{11} \text{health} + \varepsilon \end{aligned}$$

De olika variablernas betydelse förklaras vidare i nästa avsnitt. Likaså en motivering till varför de har valts. Efterföljande avsnitt kommer behandla hur resultaten från modellen kommer att tolkas.

3.3 Val av variabler

3.3.1 Beroende variabel

Soliditet står som beroende testvariabel. Förhållandet mellan skulder och eget kapital kan förklaras på många olika sätt, i svenska företag är soliditet det mest använda måttet på kapitalstruktur vilket går identifiera i årsredovisningar (Åkesson, 2008). Måttet lämpar sig därför bäst i denna studie som till stor del baseras på data från Retriever som i sin tur är hämtat datan från respektive företags årsredovisningar. Då studien ämnar att undersöka hur kapitalstrukturen påverkas skall ett mått för kapitalstruktur användas som oberoende variabel. Soliditeten testas mot förklaringsvariabler som kan härledas till de faktorer som beskrivits i teoriavsnittet. Vi kommer att uttrycka soliditeten som ett procenttal i våra tabeller.

$$\text{Soliditet} = \frac{\text{Eget kapital}}{\text{Totalt kapital}}$$

3.3.2 Oberoende variabler

Overland et al. (2012) identifierade 20 olika tillvägagångssätt som tidigare studier har tillämpat för att mäta ägankekongentration. De anser att mäta ägankekongentrationen genom att enbart fokusera på den största ägarens röstandelar i företag är det enklaste tillvägagångssätt att mäta kongentrationen. Problemet med denna form av mätning är att övriga ägares inflytande inte tas i beaktande. Overland et al. (2012) menar också att en kontinuerlig variabel, istället för att dela in ägandet i grupper tar bort en del av den godtycklighet som uppdelning av ägandet i olika klasser medför. Detta eftersom man inte med säkerhet kan säga vid vilken andel den största ägaren innehar kontroll över företaget. Ytterligare ett problem som uppstår är när mätningen av ägankekongentration sker genom att klumpa ihop flera ägares rösträtter till att bilda en grupp som utgör en kontrollerande grupp. Problemet med denna typ av uppdelning är att skillnaderna mellan ägarna då inte tas i beaktande. Problemet belystes av Santos et al. (2014) som kom fram till att när det fanns två

eller fler jämbördiga starka ägare ökade skuldsättningen, medan om den största ägaren inte utmanades av andra stora ägare minskade skuldsättningen. En sådan insikt kan inte fångas upp genom att klumpa ihop de största ägarna i samma grupp.

Margaritis och Psillaki (2010) och Santos et al. (2014) delade in ägandekoncentrationen i tre olika grupper. Grupperna utgjorde dummyvariabler i studierna. Grupperna var indelade i låg, medel samt hög ägandekoncentration. I den första gruppen, låg ägandekoncentration, ägde den största ägaren i företaget mindre än 25% av aktierösterna. I den andra gruppen, medel ägandekoncentration, hade den största ägaren i företaget mellan 25% av rösterna upp till 50%. I den tredje gruppen, hög ägandekoncentration, hade den största ägaren i företaget över 50% av aktierösterna. (Margaritis & Psillaki, 2010; Santos et al., 2014¹)

- Låg ägandekoncentration: <25%
- Medel ägandekoncentration: >25% och <50%
- Hög ägandekoncentration: >50%

Hypotetiskt skulle två företag som har lik ägandekoncentration kunna ligga på var sin sida om en gräns och därmed vara i två olika klasser. Exempelvis skulle ett företags största ägare kunna äga 25,1% av rösterna och ett annat företags största ägare har 24,9% men de kommer inte att sorteras i samma storleksklass. Ett annat företags största ägare skulle hypotetiskt kunna äga 49,9% av rösterna och då hamna i samma klass som företaget där ägaren har 25,1% av rösterna. Skillnaden är större mellan 49,9% och 25,1% än 25,1% och 24,9%, men detta tar inte klassificeringen hänsyn till. Denna indelning kan därför ha inverkan på resultatet. Ett annat sätt att klassificera ägandekoncentration användes av Granado-Peiró & López-Gracia (2017) som istället gjorde två grupper för att dela in ägandekoncentration. Den ena gruppen bestod av företag där den största ägaren hade lägre än 34% av rösterna medan den andra gruppen bestod av företag där största ägaren hade fler än 34% av rösterna. Med detta sätt att mäta på kvarstår dock problematiken som beskrivits ovan, nämligen att nyanser i observationer som befinner sig på vardera sida av gränsdragningen men nära varandra inte riktigt fångas upp. Vi kommer därför att inte använda någon gruppindelning utan istället mäta ägandekoncentration mätt som kvot där hela urvalet utgör samma grupp.

3.3.3 Kontrollvariabler

Vid undersökning av eventuella samband bör kontrollvariabler inkluderas. Kontrollvariabler behövs i en regressionsanalys för att reducera risken att dra felaktiga slutsatser (Sundell, 2012). De mest lämpliga kontrollvariablerna har vi hänfört från Frank och Goyals (2009) studie som tog fram sex faktorer som de hävdar är den mest betydande påverkan för skuldsättningen i företag. Dessa faktorer är bransch, andelen materiella tillgångar, lönsamhet, företagets storlek (företag som är stora i form av mycket tillgångar har högre skuldsättningsgrad), marknadsvärde på tillgångar jämfört med redovisat värde (företag med högre ratio har lägre skuldsättning) och förväntad inflation.

¹ Santos et al. (2014) definierar låg ägandekoncentration som >10% och <25%.

Vi har också anpassat måtten för variablerna till den data Retriever har haft tillgänglig. Fem av de kontrollvariabler Frank & Goyal (2009) uppgav vara lämpligast har använts i denna statistiska modell. Inflationen i Sverige varit mycket låg under de undersökta åren (Statistiska Centralbyrån, 2012; 2013; 2014; 2015; 2016) och variabeln förväntad inflation har därmed eliminerats. Tillväxt har mätts på ett annat sätt än det som Frank & Goyal (2009) föreslår eftersom data för marknadsvärden saknas i Retrievers databas.

Lönsamhet

Det finns flera sätt att mäta lönsamheten i företag. Åkesson (2008) påstår att olika konsultfirmor lanserar olika tolkningar av residual income nyckeltal men att räntabilitetsmått kvarstår som dominerande prestationsmått. Margaritis & Psillaki (2010) och Santos et al. (2014) använder sig av räntabiliteten på totalt kapital för att kontrollera för lönsamhet. Där Margaritis och Psillaki (2010) använder sig av EBIT mot totala tillgångar använder istället Santos et al. (2014) EBITDA mot totala tillgångar. Harris & Raviv (1991), Rajan & Zingales (1995) samt Frank & Goyal (2009) slår fast att lönsamhet är en viktig faktor för kapitalstrukturens utseende men behandlar inte hur lönsamheten bör mätas. Åkesson (2011) gör i sin undersökning om 16 svenska företag ett resonemang kring räntabilitetsmått. Han menar att räntabilitet på totalt kapital hade sin popularitetstopp år 1980, därefter har räntabilitet på eget kapital samt räntabilitet på sysselsatt kapital blivit mer populära. Denna studie kommer att följa tidigare forskning inom området tillvägagångssätt, och använder således räntabilitet på totalt kapital.

$$\text{Räntabilitet totalt kapital} = \frac{\text{Rörelseresultat} + \text{finansiella intäkter}}{\text{Totala tillgångar}}$$

Storlek

Företagets storlek är en annan faktor som är viktig för kapitalstrukturens utseende (Frank & Goyal, 2009). Frank & Goyal (2009) föreslår logaritmen av totala tillgångar som mått för storlek som kontrollvariabel. Rajan & Zingales (1995)², Margaritis & Psillaki (2010) och Santos et al. (2014) har emellertid alla använt den naturliga logaritmen av omsättningen som mått för företagets storlek. Vi väljer att använda oss av den naturliga logaritmen av omsättningen för att göra vår studie precis som Margaritis & Psillaki samt Santos et al. gjort. Omsättningen logaritmeras för att göra datan jämnare och således bättre i en regressionsanalys.

$$\text{Storlek} = \ln(\text{omsättning})$$

² Rajan & Zingales (1995) använde sig av logaritmen, inte den naturliga logaritmen.

Materiella tillgångar

Harris & Raviv (1991), Rajan & Zingales (1995) och Frank & Goyal (2009) framhäver betydelsen av materiella tillgångars andel av totala tillgångar betydelse för kapitalstrukturen. Detta eftersom en hög andel materiella tillgångar teoretiskt bör innebära att soliditeten minskar då lån- och kreditgivare känner sig mer trygga att låna ut till företag med en sådan struktur. Precis som Margaritis & Psillaki (2010) och Santos et al. (2014) har vi använt andelen materiella tillgångar i förhållande till totala tillgångar som kontrollvariabel.

$$\text{Andel materiella tillgångar} = \frac{\text{Materiella tillgångar}}{\text{Totala tillgångar}}$$

Tillväxt

Vi kommer att mäta tillväxt genom att beräkna den procentuella tillväxten i omsättning från föregående år. Den kontrollvariabel som användes av Rajan & Zingales (1995) och Santos et al. (2014) för att mäta tillväxtpotential var PB-tal (price-to-book), dvs marknadsvärdet av det egna kapitalet jämfört med bokfört värde av det egna kapitalet. Enligt Frank & Goyal (2009) är PB-talet det mest använda måttet för att mäta tillväxtpotentialer för företag men det finns flera tillvägagångssätt. Exempelvis använde Titman & Wessels (1988) att beräkna tillväxten genom att använda ökningen i omsättning från föregående år. Vi har valt att beräkna tillväxten genom detta tillvägagångssätt.

$$\text{Tillväxt} = \frac{\text{Omsättning år}_t - \text{Omsättning år}_{t-1}}{\text{Omsättning år}_{t-1}}$$

Bransch

Frank & Goyal (2009) menar att det är ett välkänt faktum att skuldsättningen ser olika ut i olika branscher, men att det kan finnas olika förklaringar till detta. En förklaring som bland annat ges av Hovakimian et al. (2001) är att branschmedianen för skuldsättning fungerar som ett slags benchmark för företagen inom branschen, som företagen ständigt försöker justera sin skuldsättning till. Eftersom vi kommer att undersöka företag från flera branscher blir det därför viktigt att ha med en kontrollvariabel som kontrollerar för branschtillhörighet. Vår studie omfattar 213 företag över flera olika branscher. Varje företag har delats in i olika branschtillhörigheter efter branschfiltret på Nasdaq Stockholms aktielista. Listan innehåller 10 olika branschindelningar.

| Branschnamn | Antal observationer |
|-------------------|---------------------|
| Financials | 80 |
| Consumer Goods | 81 |
| Industrials | 208 |
| Technology | 48 |
| Materials | 35 |
| Health | 32 |
| Consumer Services | 88 |
| Utilities | 1 |
| Oil & Gas | 0 |

Tabell 1 - Branscher

Vi valde att inte använda de SNI-koder Retriever angett för varje företag då de vi uppfattade dessa som missvisande. SNI står för svensk näringsgrensindelning och är en femsiffrig kod som beskriver verksamheten. Samtliga företag måste ange en SNI-kod vid registrering hos skatteverket för att Statistiska Centralbyrån skall kunna föra ekonomisk statistik (Bolagsverket, 2018). En majoritet av företagen hade i Retriever SNI-koden 70.100 som står för ”verksamheter som utövas av huvudkontor”. Anledningen till detta kan bero på att företagen angetts som moderbolag, medan redovisningssiffrorna är för koncernen. Detta innebar att företag som exempelvis H&M, Tele2 och SCA enligt Retriever var i samma bransch. Nasdaq Stockholms branschindelning är grövre än den indelning som görs med hjälp av SNI-koder, vilket består av 21 indelningar. Detta kan leda till att precisionen i indelningen av bransch i vår studie minskar. Av samtliga observationer var ingen tillhörande kategorin Oil & Gas och endast en observation fanns för kategorin Utilities. I kategorin Financials finns förutom finansföretag även fastighetsföretag.

3.4 Urval av företag

Vi kommer att redovisa svenska noterade bolag. Urvalet har utgått från EU-kommissionens rekommendation om definition av små och medelstora företag (2003/361/EG). Rekommendationen föreskriver gränsvärden om mindre än 250 anställda, en omsättning som inte överstiger 50 miljoner euro eller balansomslutning som inte överstiger 43 miljoner euro. Överskrider dessa värden anses företaget vara stort. Vi har valt de bolag som överstiger gränsvärdena för omsättning och balansomslutning enligt definitionen ovan. Detta för att säkerställa att företagen har tillgångar som överskrider detta värde och som i sin tur har behövt finansiering eller behöver finansieras, vilket ger upphov till beslut gällande kapitalstrukturen i företagen. Kriteriet om antalet anställda har inte tagits med vid gallringen då vi ansett det mer givande för studiens syfte att studera bolag som är kapitalintensiva framför personalintensiva.

Som tidigare sagt undersöks endast svenska bolag som är noterade på svenska listor och således undviks studien att påverkas av olika institutionella miljöer. Rajan & Zingales (1995) och Antoniou et al. (2008) menar att institutionell miljö har en viss roll för kapitalstrukturens utseende i företag. Shleifer & Vishny (1997) menar också att institutionell miljö påverkar

ägandekoncentrationen. Genom att undersöka företag från samma land minskar denna påverkande faktor.

Studien undersöker noterade företag för att de i teorin har lika förutsättningar inför kapitalmarknaden. Att anskaffa kapital genom att emittera aktier på börsen (Aktietorget, u.å.) är ett tillvägagångssätt som onoterade företag saknar. Trots noterade företags lika förutsättningar kan ägandekoncentrationen se mycket olika ut trots att företag verkar i samma bransch, samt har liknande storlek och omsättning. Olikheter uppmärksammades när vi tittade på ägandekoncentration hos bolag i fastighetsbranschen. Fastighetsbolagen Fastighets AB Balder och Akelius AB omsatte 2016 5,73 miljarder SEK respektive 4,47 miljarder SEK och totala tillgångar hos företagen uppgick 2016 till 92 623 mkr och 88 434 mkr, med andra ord hade de två företagen relativt lika i balansomslutning och omsättning. Sett till ägandekoncentration är företagen desto mer olika varandra. Största aktieägaren i respektive bolag hade ett innehav av 48,2% (Fastighets AB Balder) och 85,0% (Akelius AB) av rösterna. Detta är ett exempel som illustrerar hur olika ägandekoncentrationen hos noterade och relativt lika bolag kan vara. Ett exempel som tydliggör skillnaderna ytterligare är ett fastighetsbolag, Castellum, som år 2016 hade en omsättning på 4,53 miljarder SEK och totala tillgångar värt 72 509 mkr där största ägaren endast hade 5,6% av rösterna.

3.5 Datainsamlingsmetod

Den finansiella informationen har hämtats från databasen Retriever Business. Databasen finns tillgänglig för studenter vid Göteborgs Universitet och innehåller affärsinformation från samtliga svenska bolag. Data för ägandet i undersökta företag har hämtats från Sven-Ivar Sundqvists samling *Ägarna och makten i Sveriges Börsföretag*, som är en sammanställning över ägandet i Svenska noterade företag. Sammanställningen gavs ut årligen från år 1985 fram till år 2015. En sammanställning för onoterade bolag finns ej, vilket hade försvårat datainsamlingen. Valet att använda data från fem års observationer har två fördelar. Undersökningen blir mindre känslig för eventuella makroekonomiska faktorer som kan infalla ett specifikt år och som potentiellt kan inverka på resultatet. Den andra fördelen är att antalet observationer ökar, vilket ger en högre statistisk säkerhet.

Retriever använder SEK som valuta i sin databas och vi har använt oss av en definition som uttrycker sina gränsvärden i Euro. Det var därför nödvändigt att omvandlat gränsvärdena till SEK. För att underlätta överskådligheten användes en kurs där 1 Euro är 10 SEK. Eurons värde har fluktuerat relativt kronan under den undersökta tidsperioden, från periodens lägsta, 8,2077 SEK per Euro, i augusti år 2012 till periodens högsta, 9,56557 SEK per Euro i augusti år 2015 (ECB, 2018). Vid tidpunkten för denna studie var kursen 10,6174 SEK per Euro (2018-05-02) (ECB, 2018). Valutakursen bedöms emellertid inte påverka urvalet för studien så tillvida att resultatet hade blivit ett annat om valutakursen hade fastslagits på annat sätt.

Den första gallringen gjordes genom att under retrievers funktion ”sökfilter” applicera kriteriet omsättning över 500 miljoner SEK och kriteriet balansomslutning över 430 miljoner SEK. Om man inte anger ett specifikt bokslutsår baseras resultatet på de senaste bokslutet

databasen innehar. Denna första gallring gav ett urval av 213 företag. Data för soliditet, avkastning på totalt kapital, omsättning, summa materiella anläggningstillgångar och totala tillgångar samlades sedan in för åren 2010–2015 och sparades i ett exceldokument. Information gällande omsättningen år 2010 hämtades för att kunna göra en beräkning på tillväxten i företagets omsättning för år 2011 från föregående år. Dessa 213 bolag under 5 års tid gav preliminärt 1065 observationer. Sedan rensades alla observationer bort där balansomslutning understeg 430 miljoner SEK och alla observationer där omsättningen understeg 500 miljoner SEK. Utöver det har även finansbolag och banker plockats ut från sammanställda data då de har skilda redovisningsregler och är därför inte brukligt.

En initial färgkodning gjordes vid genomgången av datan där vi markerade de observationer som såg märkliga ut. Orsaken till varför de markerade observationerna utmärker sig, undersöktes genom att läsa företagets respektive årsredovisning. Observationerna eliminerades eller korrigerades när uppgiften antogs vara felaktig. En utmärkande observation var exempelvis ett företag vars siffror följt ett liknande mönster över perioden, men där ett av åren hade ett avvikande värde. Detta gäller t.ex Sagax AB som enligt Retrievers data år 2011 hade materiella anläggningstillgångar om 8,9 miljarder. År 2012 uppgick materiella anläggningstillgångar 2,2 miljoner och 2013 uppgick materiella tillgångar till 10,8 miljarder enligt insamlad data. Värdet för år 2012 ansågs vara uppenbart felaktigt, vilket visade sig stämma vid närmare undersökning (Sagax, 2013). För denna observation och liknande har därför värdena justerats till de korrekta. Ytterligare ett bortfall om 127 observationer uppstod efter att vi sammanställt data från böckerna *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag*. Boksamlingen saknade uppgifter om dessa observationer vilket gjorde dem oanvändbara. Totalt omfattar undersökningen 589 observationer.

| År | Innan gallring | Efter gallring |
|--------|----------------|----------------|
| 2011 | 213 | 107 |
| 2012 | 213 | 116 |
| 2013 | 213 | 112 |
| 2014 | 213 | 120 |
| 2015 | 213 | 134 |
| Totalt | 1065 | 589 |

Tabell 2- Observationer

3.5.1 Insamling av teoretisk referensram

Insamlingen av den teoretiska referensramen inleddes med att söka på nyckelord i Göteborgs universitetsbiblioteks söktjänst ”supersök”. De första nyckelorden som söktes på var ”capital structure”, ”ownership structure”, ”capital choice”. Sökresultatet gav mer än två miljoner träffar, vilket gjorde det svårt att hitta artiklar med stor nytta just för vårt syfte och fick oss därför att tänka om. För att få en förståelse över vad tidigare forskning skrivit om kapitalstruktur tog vi istället hjälp av boken *Lönsamhet och finansiell flexibilitet - redovisningen i Sverige 1997–2006* (Hagberg, 2012), där ett avsnitt om just detta finns. För att hittat relevant material om vad som tidigare skrivits om ägandekonzentration valdes att

tittat på vilka artiklar som tidigare uppsatser om ämnet använt. Uppsatserna hämtades från databasen GUPEA.

3.6 Tolkning av resultaten

När datainsamling sammanställts och sorterats har data analyserats med regressioner i statistikprogrammet SPSS. Innan regressionsanalyserna presenteras en tabell med deskriptiv statistik för att skapa en förståelse för urvalen och dess fördelning. Även en korrelationsmatris presenteras för att se hur de olika variablerna korrelerar med varandra.

Korrelationskoefficienten r är en slumpvariabel och värdet på r varierar utifrån observationerna i urvalet. När korrelation är perfekt antar koefficienten värdet 1 vid positiva samband eller -1 vid negativa samband och om korrelation mellan två variabler är obefintlig är koefficientens värd 0. Om variablerna kan antas vara normalfördelade (parametriska) används Pearsons korrelationsmatris och när variablerna i urvalet inte kan anses normalfördelade (icke-parametriska) används istället Spearmans korrelationsmatris (Wahlgren, 2012). Vilken av matriserna som kommer användas bestäms således efter granskning av den deskriptiva statistiken.

Vid tolkning av regressionsmodellen kommer stor vikt ges till de ostandardiserade b -koefficienterna, då det är dem som visar om effekten är positiv eller negativ. Studien syfte är att förklara om det utvalda variablerna har en inverkan på soliditeten. B -koefficienterna är därav mycket viktiga för resultatet. B -koefficienten är den oberoende variabelns koefficient och visar vad för effekt ett steg uppåt i den oberoende skulle betyda för den beroende variabeln (Djurfeldt, Larsson & Stjärnhagen, 2010). Innan informationen används ska det först fastställas ifall koefficienten är signifikant vilket görs av SPSS med ett så kallat t -test. Om koefficienten är signifikant innebär detta att man med säkerhet vet att den inte är noll. Skulle koefficienten vara noll har den oberoende variabeln inte några effekter på kapitalstrukturen. När regressioner görs i SPSS redovisas även standardiserad b -koefficient i tabellerna men denna kommer studien ej att titta på.

Studien kommer även att tolka determinationskoefficientens (R^2) värde. R^2 anger hur stor del av den totala variationen i den beroende variabeln som förklaras av regressionsmodellen och kan anta värden mellan 0 och 1. Desto högre värde R^2 antar desto starkare kan variationen i den oberoenden variabeln förklaras av modellen. Ett problem med R^2 är att koefficienten ökar ju fler oberoende variabler som tas med i modellen om dessa innehar något som kan förklara den beroende variabeln. Vid regressionsanalyser i SPSS redovisas även justerat R^2 . Måttet justerat R^2 kompenserar för antalet förklaringsvariabler i modellen, genom att ta hänsyn till hur många variabler modellen innehåller. Om en variabel inte förklarar mycket av den beroende variabeln innebär det att justerat R^2 kan bli lägre när variabeln läggs till samtidigt som R^2 blir högre (Djurfeldt et al., 2010). Vid bedömning av hur bra modellen predikterar variansen i soliditet kommer vi att titta på justerat R^2 då den är mest realistisk.

En fråga som uppkommer vid statistiska tester är huruvida extremvärden ska tas i beaktande eller inte. Extremvärden är observationer som är extrema i förhållande till övriga observationer. Detta gör att medelvärdet i stickprovet kan påverkas eftersom dessa värden marginellt har större betydelse än övriga observationer. Vi har valt att inkludera de extremvärden vi har funnit i vårt stickprov eftersom de inte anses utgöra någon större inverkan på undersökningens resultat.

3.7 Avgränsningar

Undersökningen avgränsar sig till svenska noterade bolag på Nasdaq Stockholm small, mid eller large cap med en omsättning på minst 500 miljoner sek och en balansomslutning om minst 430 miljoner sek. Undersökningen avgränsar sig också till att endast omfatta åren 2011–2015.

3.8 Studiens trovärdighet

Vi kommer nedan behandla undersökningens giltighet och trovärdighet.

3.8.1 Validitet

Validitet beskriver hur väl metoden som används besvarar det som ska undersökas (Djurfeldt et al., 2010). Med andra ord är det i vårt fall frågan om hur väl den största ägarens andel av aktiernas rösträtter beskriver ägandekoncentrationen i företagen. Eftersom flera studier har mätt ägandekoncentrationen på samma sätt, finns det starka argument för att undersökningen lever upp till denna beskrivning av validitet. Å andra sidan har andra studier inom fältet bestämt ägandekoncentrationen på andra sätt. Som Overland et al. (2012) beskriver finns 20 olika sätt att mäta ägandekoncentration på och inget sätt tycks vara bättre än det andra. Det kan göra att validiteten, med anledning av att inget bästa sätt att mäta ägandekoncentration finns, kan ifrågasättas.

3.8.2 Reliabilitet

Kvantitativ data har samlats in från två olika källor, vilket gör att reliabiliteten viktig. Reliabiliteten bestäms av hur mätningarna utförs och hur noggrant de bearbetas. Det resultat som studien genererar måste kunna återskapas för att studien ska vara trovärdig. Djurfeldt et al. (2010) menar att även om frågan som ställs är valid kan precisionen och tillförlitligheten i mätinstrumentet variera. Eftersom en databas och boksamling har använts för att samla in data kan vi inte garantera att datan är hundra procent korrekt, slumpmässiga fel kan ha skett när datan sammanställts. Informationen som anges i svenska årsredovisningar anses god och följa de lagar och direktiv vi har. Variablerna som använts i mätningarna har tydliga argument och koppling till tidigare forskning vilket stärker studiens reliabilitet.

För att skapa branschvariabler har samtliga observationerna grupperats efter Nasdaq Stockholms branschindelning. Nasdaqs indelning är avsedd för investerare i första hand. För studien har deras indelning resulterat i att företag som driver olika typer av verksamheter är i samma klass vilket gör att andel tillgångar kan vara mycket olika trots att observationerna i

studien tillhör samma bransch. Reliabiliteten i studien kan därför komma att påverkas av hur precis Nasdaq Stockholms indelning är.

Undersökningen baseras på stora noterade företag och kommer troligtvis inte vara reliabel för en generalisering till hela populationen av svenska bolag. Urvalet är medvetet snedvridet till att endast innefatta stora bolag.

3.9 Sammanfattning metod

En regressionsanalys kommer att utföras för att se hur den beroende variabeln soliditet förklaras av den oberoende variabeln ägandekonzentration. För att detta ska kunna genomföras på ett tillförlitligt sätt adderas kontrollvariabler som beskrivits tidigare i metodavsnittet och som är starkt förankrade i tidigare forskning. Störst betydelse kommer läggas på b-koefficienten då denna visar vad för effekt en förändring i den oberoende betyder för den beroende variabeln. Analysen baseras på ett urval bestående av 589 observationer som är bestämd utifrån specifika kriterier. Dessa kriterier gör dels att studien inte påverkas av olika institutionella miljöer och att variation på företagsstorlek minskar.

4. Empiri & Analys

Vi kommer i detta kapitel presentera de resultat som studien resulterat i. Först presenteras beskrivande statistik från urvalet, som följs av en korrelationsmatris och därefter ett antal regressionsanalyser som förklarar de utvalda variablernas samband och påverkan på variabeln soliditet. Kapitlet avslutas med en sammanfattande analys av samtliga förklaringsvariabler.

4.1 Beskrivande statistik

Här presenteras statistik som förklarar hur data för urvalspopulationen ser ut. Variablerna soliditet, ägandekoncentration, storlek, andel materiella anläggningstillgångar, lönsamhet och tillväxt är inkluderade i tabellen. Samtliga variabler förutom storlek anges i procent.

| Beskrivande statistik | | | | | | | |
|-----------------------|-----|----------|----------|------------|---------------|------------|----------|
| | N | Minimum | Maximum | Medelvärde | Std.avvikelse | Skevhet | |
| | | | | | | Statistika | Std. Fel |
| Soliditet | 589 | -14,300 | 87,70 | 43,520 | 15,36111 | 0,221 | 0,101 |
| Ägandekoncentration | 589 | 3,20 | 88,90 | 33,123 | 19,4783 | 0,736 | 0,101 |
| Lönsamhet | 589 | -45,50 | 85,60 | 8,843 | 9,09325 | 1,742 | 0,101 |
| Storlek | 589 | 13,158 | 19,575 | 15,502 | 1,548 | 0,651 | 0,101 |
| Materiella tillgångar | 589 | 0,002 | 99,238 | 25,582 | 29,236 | 1,547 | 0,101 |
| Tillväxt | 589 | -51,3434 | 2532,762 | 14,394 | 114,978 | 19,410 | 0,101 |

Tabell 3 - Beskrivande statistik

Information om antalet observationer, dess minimum-, maximum och medelvärde, medelvärde, standardavvikelse samt urvalets skevhet presenteras. N anger totala antalet observationer. Kolumnen längst till höger anger skevhet och är viktig för att förstå urvalspopulationen. Den traditionella synen på skevhet är att när skevhetskoefficienten ligger utanför intervallet -1 till 1 är urvalet icke-parametriskt (Groeneveld & Meeden, 1984). I ett helt parametriskt urval är skevhetskoefficienten 0 och ju mer koefficienten avviker från 0, desto mer skev är fördelningen. Ett positivt värde innebär att kurvan har en tjockare svans på höger sida, dvs att majoriteten av observationerna är större än medelvärdet. Ett negativt värde innebär att kurvan har en tjockare svans på vänster sida.

Medelvärdet för soliditet är 43,52 och har standardavvikelsen 15,36. Värdena beräknas genom en kvot och beskriver förhållandet eget kapital mot total kapital. Skillnad mellan minimum och maximumvärdet tyder på att det finns utstickande observationer som ökar spridningen, standardavvikelsen tyder också på att de finns en spridning. Dock är majoriteten av observationerna koncentrerade till fördelningens tyngdpunkt, skevheten uppgår endast till 0,221.

Variabeln ägandekoncentrationen uttrycks i den största ägarens andel, denna visar ett medelvärde på 33,12 % och standardavvikelse på 19,49. Ägandekoncentration är av störst

intresse i undersökningen och därför är fördelningen kompletterad med ett lådagram för att ge en grafisk illustration över spridningen i ägandekoncentrationen.

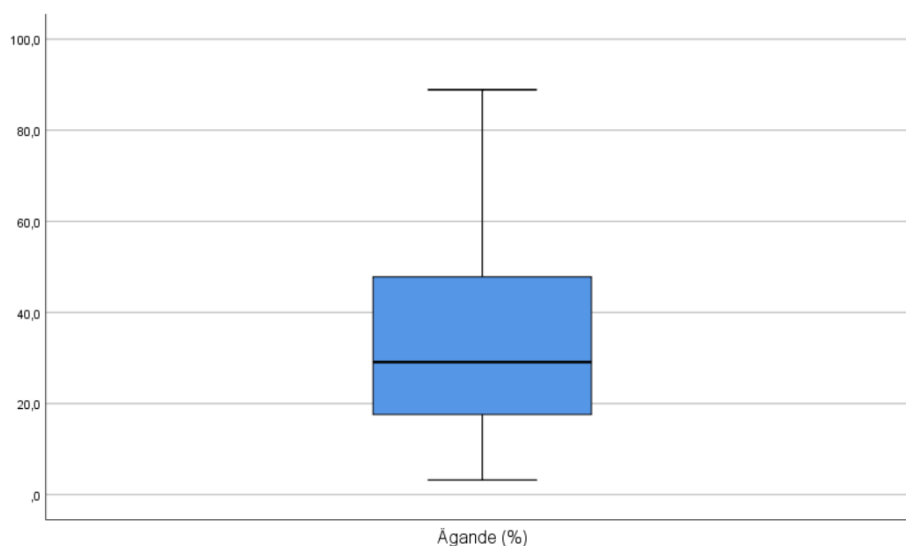


Diagram 1 - Lådagram över spridning i ägandekoncentration

Den tjocka linjen i lådan är medianvärdet. Intervallet mellan lådans övre och nedre avgränsning utgör kvartilavståndet. Detta intervall mellan övre (Q3) och nedre (Q1) gräns innehåller hälften av observationerna. De linjer som går upp och ned från lådan utgörs av urvalets minimum och maxvärden och visar således variationsvidden. Skevheten hos denna variabel uppgår till 0,736. Fördelningen har svag koppling med vad La Porta et al. (2002) menar om ägandekoncentration. De fann att ägande tenderar att vara mer koncentrerat i miljöer där kapitalmarknaden är mindre utvecklad. Lådagrammet visar att 50 procent av observationerna har en största ägare som innehar mellan 18 till 50 procent av aktierösterna. En majoritet där största ägare har mellan 18 till 50 procent kan tolkas som relativt hög ägandekoncentration. Rajan & Zingales (1995) menar också att ägandekoncentrationen beror på den institutionella miljön. De fann att bankbaserade ekonomier tenderar ha mer koncentrerat ägande än marknadsbaserade ekonomier. Den spridning som lådagrammet visar skulle kunna tolkas som att observationerna till viss del överensstämmer med dessa tidigare forskningsresultat, men fördelningen stärker främst det resultat Rajan & Zingales (1995) fann.

När urvalets skevhet överstiger 1 eller går under -1 anses urvalet vara så ojämnt fördelat att det inte längre kan anses vara en parametrisk fördelning. Detta kan vi se i tabellen gäller för tre av de undersökta variablerna; andel materiella anläggningstillgångar, lönsamhet och tillväxt. Att variabeln materiella anläggningstillgångar varierar stort ser vi på standardavvikelsen som uppgår till 29,24 och genom skevhetskoefficienten som visar att fler observationer överstiger medelvärdet än understiger. Denna variation kan förklaras genom att de bolag vi har studerat är från olika branscher och det är ofta bransch som styr andelen materiella tillgångar. Variabeln lönsamhet visar också på att det är fler observationer som ligger över medelvärdet, dock är standardavvikelsen, 9,01, hyfsat liten. Variabeln tillväxt har

en mycket sned fördelning som beror på att det är några utstickande observationer vilket tydliggörs när medelvärdet jämförs med minimum- och maximumvärdena. Medelvärdet uppgår till 14,39 procent medan det största värdet visar en tillväxt på 2532,76 procent och det minsta värdet -51,34. Snedfördelningen uppgår till 19,41.

4.2 Korrelation

Nedan presenteras en matris över korrelationen hos de undersökta variablerna. Tre av sex variabler i modellen visade sig vara icke-parametriska. Därav upprättades Spearmans korrelationsmatris.

| Korrelationsmatris | | | | | | |
|------------------------------|-----------|----------------------|-----------|---------|-----------------------|----------|
| | Soliditet | Ägande koncentration | Lönsamhet | Storlek | Materiella tillgångar | Tillväxt |
| Soliditet | 1,000 | | | | | |
| Ägandekoncentration | ,082* | 1,000 | | | | |
| | 0,047 | | | | | |
| Lönsamhet | ,299** | -0,027 | 1,000 | | | |
| | 0,000 | 0,510 | | | | |
| Storlek | -,176** | ,110** | ,121** | 1,000 | | |
| | 0,000 | 0,007 | 0,003 | | | |
| Materiella tillgångar | -,155** | ,195** | -,087* | ,095* | 1,000 | |
| | 0,000 | 0,000 | 0,035 | 0,021 | | |
| Tillväxt | 0,031 | 0,011 | ,326** | -0,041 | -0,073 | 1,000 |
| | 0,450 | 0,789 | 0,000 | 0,315 | 0,075 | |
| Financials | -,259** | -0,020 | -,097* | -,249** | ,476** | 0,016 |
| | 0,000 | 0,627 | 0,019 | 0,000 | 0,000 | 0,697 |
| Consumer Goods | ,115** | 0,016 | -0,031 | 0,049 | 0,010 | -,125** |
| | 0,005 | 0,706 | 0,447 | 0,231 | 0,809 | 0,002 |
| Industrials | -,165** | ,122** | ,125** | ,136** | -,157** | ,102* |
| | 0,000 | 0,003 | 0,002 | 0,001 | 0,000 | 0,013 |
| Technology | ,162** | -,228** | ,083* | -,114** | -,351** | ,102* |
| | 0,000 | 0,000 | 0,043 | 0,006 | 0,000 | 0,013 |
| Materials | ,173** | -0,055 | -,101* | ,149** | ,200** | -0,030 |
| | 0,000 | 0,181 | 0,014 | 0,000 | 0,000 | 0,467 |
| Health | ,106* | -0,039 | -0,065 | -,129** | -,180** | 0,074 |
| | 0,010 | 0,342 | 0,117 | 0,002 | 0,000 | 0,074 |
| Consumer Services | 0,059 | 0,045 | 0,020 | 0,057 | -0,021 | -,106** |
| | 0,152 | 0,276 | 0,629 | 0,168 | 0,610 | 0,010 |
| Telecom | -0,010 | ,087* | -0,028 | 0,068 | 0,021 | -,083* |
| | 0,810 | 0,034 | 0,501 | 0,098 | 0,610 | 0,043 |
| Utilities | -0,014 | -0,062 | -0,065 | -0,071 | 0,052 | 0,069 |
| | 0,742 | 0,135 | 0,112 | 0,084 | 0,204 | 0,095 |

Tabell 4 - korrelation

Korrelationen mellan ägandekoncentrationen och soliditeten visar ett positivt samband, 0,082, något det finns stöd för på femprocentig signifikansnivå. Femprocentig signifikansnivå betyder att det finns 5 procent chans att slutsatsen är felaktig. Vidare kan vi i matrisen utläsa att det finns en korrelation mellan soliditet och variabeln lönsamhet. Denna korrelation visar

0,299. Detta positiva samband mellan lönsamhet och soliditet stärker pecking-orderteorin som menar att företag föredrar att finansiera sig med hjälp av internt upparbetade vinstmedel framför extern finansiering. Mer lönsamma företag tycks ha en högre soliditet vilket motsäger trade-offteorin som menar att lönsamma företag bör belåna sig mer för att dra nytta av en mer fördelaktig skattesköld. Korrelationsmatrisen visar att tillväxt inte är korrelerad med soliditet på en statistisk signifikant nivå. Fördelningen i tillväxt är mycket ojämn vilket vi ser i tabell 3. Enligt Djurfeldt et al. (2010) krävs normalitet vid prövning med t-test och t-test är en del utav regressionsanalysen vilket innebär att denna variabel troligtvis inte kommer att visa något samband i regressionerna.

Mellan variablerna bransch och soliditet finns det i sex av nio fall en korrelation som är statistiskt signifikant. Det saknas statistisk signifikans för att kunna säga att branscherna telekom, utilities samt consumer services är korrelerade med soliditet. För båda branscherna telekom och utilities beror det troligtvis på små stickprov, 16 respektive 1 observation. På grund av att korrelation som är statistisk signifikans saknas kommer utilities, consumer services och telecom att uteslutas från regressionsmodellen då det kan skada modellen.

Endast två branscher, Industrials och Materials visar korrelation som är statistisk signifikant med variabeln ägandekonzentration. Detta innebär troligtvis att ägandekonzentration inte beror på den bransch företag tillhör. I den tidigare forskning som har studerats har heller inget stöd för att så skulle vara fallet hittats.

Vidare visar korrelationsmatrisen att korrelationen mellan Financials och variabeln materiella tillgångar är positiv samt att korrelationen mellan Technology, Health och materiella tillgångar är negativ. Andelen materiella tillgångar i branscherna Technology och Health visar negativa samband, vilket betyder att företag i dessa branscher tenderar att ha lägre andel materiella tillgångar än hela stickprovets median. Financials har ett positivt samband med materiella tillgångar, vilket betyder att andelen materiella tillgångar i denna bransch tenderar att vara högre än medianen. Dessa värden kan förklara en del av branschvariablernas korrelation med soliditeten. Korrelationen mellan materiella tillgångar och soliditet är -0,155 och således negativ. Detta betyder att det finns ett samband mellan hög andel materiella tillgångar och en låg soliditet. Att andelen materiella tillgångar påverkar soliditeten stödjer vad Jensen & Meckling (1976) påstår. De menar att företag i branscher som kräver mycket materiella tillgångar har en möjlighet att ställa sina tillgångar som säkerhet när de söker lån, vilket leder till lägre soliditet.

4.3 Regressionsmodellens resultat

Detta avsnitt inleds med två tabeller som redovisar förklaringsgraden samt de oberoende variablernas koefficienter. Dessa två följs sedan av ytterligare sex regressioner för respektive bransch som har skapats för att undersöka hur förklaringsvariablernas samband ser ut inom branscher.

| Sammanfattning modell | | | |
|-----------------------|----------------|-------------------------|------------------------|
| R | R ² | Justerat R ² | Medelfel i skattningen |
| 0,541 | 0,293 | 0,280 | 13,037 |

Tabell 5 - Förklaringsgrad, samtliga variabler

I tabell 5 redogörs förklaringsgraden från regressionen med variablerna soliditet, ägandekonzentration, lönsamhet, storlek, materiella tillgångar, tillväxt, samt branscherna financials, consumer goods, health, technology, industrials och materials. Som vi tidigare nämnt kommer justerat R² tolkas. Denna har ett värde på 0,28 vilket innebär att modellen kan förklara 28 procent av den totala variansen i kapitalstrukturen. Hur stor del respektive variabel tillför förklaringsgraden uttrycks inte.

| Koefficienter - samtliga variabler | | | | | |
|------------------------------------|--------------------------------|----------|-----------------------|--------|-------|
| Modell | Ostandardiserade koefficienter | | Standard. koefficient | t | Sig. |
| | B | Std. Fel | Beta | | |
| Konstant | 85,724 | 5,990 | | 14,310 | 0,000 |
| Ägandekonzentration | 0,152 | 0,029 | 0,193 | 5,298 | 0,000 |
| Lönsamhet | 0,461 | 0,060 | 0,273 | 7,634 | 0,000 |
| Storlek | -3,112 | 0,368 | -0,314 | -8,447 | 0,000 |
| Materiella tillgångar | -0,039 | 0,032 | -0,075 | -1,232 | 0,218 |
| Tillväxt | -0,005 | 0,005 | -0,037 | -1,048 | 0,295 |
| Financials | -10,463 | 2,792 | -0,234 | -3,747 | 0,000 |
| Consumer Goods | -0,863 | 1,937 | -0,019 | -0,446 | 0,656 |
| Industrials | -5,078 | 1,574 | -0,158 | -3,226 | 0,001 |
| Technology | 3,779 | 2,385 | 0,067 | 1,584 | 0,114 |
| Materials | 12,689 | 2,638 | 0,195 | 4,810 | 0,000 |
| Health | 4,673 | 2,696 | 0,069 | 1,733 | 0,084 |
| Justerat R ² | 0,28 | | | | |
| N | 589 | | | | |

Tabell 6 - Koefficienter med bransch

Tabell 6 redovisar samtliga b-koefficienter i regressionsmodellen och vi kan också utläsa vilka förklaringsvariabler som har ett statistisk signifikant samband med kapitalstruktur. Ägandekonzentration har en statistisk signifikant inverkan på företagens kapitalstruktur. Detta innebär att företag med hög ägandekonzentration tenderar att ha högre soliditet. Att företag med högre ägandekonzentration tycks ha högre soliditet än företag med låg ägandekonzentration bekräftar det vi förväntat. Detta är ett resultat som visar samma mönster som det i studierna av Santos et al. (2014) och Shahar et al. (2016) kommer fram till. Margaritis & Psillakis (2010) resultat skiljer sig från vårt resultat, vilket kan bero på att de undersökte ägandekonzentrationen i huvudsak hos mindre företag, medan vår studie baseras på stora företag.

Storlek och lönsamhet är också statistiskt signifikanta variabler. Lönsamhet visar ett positivt samband. Detta samband mellan hög lönsamhet och hög soliditet stöds av Frank & Goyal (2009) samt pecking-orderteorin. Storlek visar en negativ effekt på soliditet, detta innebär att större företag tenderar att ha lägre soliditet än mindre företag. Detta resultat bekräftar trade-offteorin som menar att stora bolag som är diversifierade ofta har lägre risk och således bättre villkor på kreditmarknaden vilket ökar incitamenten att låna (Frank & Goyal, 2009). Detta resultat stämmer också överens med vad Öztekin (2015) säger om starka institutioner. Stora företag har lägre soliditet i miljöer där institutionerna är starka, vilket Sverige är.

Variabeln materiella tillgångar och tillväxt visar inget statistiskt signifikant samband med kapitalstruktur. Tidigare forskning har funnit stöd för att soliditeten är lägre i företag med större andel materiella tillgångar. Det kommer att vara intressant att titta på denna variabel i de branschvisa regressionerna då andelen materiella tillgångar ofta är jämbördiga hos företag inom samma bransch. Anledningen till att tillväxt inte är statistiskt signifikant kan vara den skeva fördelningen för variabeln, vilket vi uppmärksammade i den beskrivande statistiken.

Financials, materials och industrials är de branscher i tabell 6 som visar samband med soliditet på en statistisk signifikant nivå. Det innebär att bransch som förklaringsvariabel ger blandade resultat då tabellen tyder på att hälften av branschvariablerna kan förklara kapitalstrukturen medan den andra hälften inte kan det. Hur kapitalstrukturen inom varje bransch påverkas kommer därför att studeras i branschvisa regressioner.

4.3.1 Regressionsmodellens resultat branschvis

Vid analys av de olika branscherna finns skillnader mellan vilka variabler hos respektive branscher som har statistisk signifikans med soliditeten. Därav har vi valt att presentera och tolka förklaringsvariablernas inverkan på kapitalstruktur branschvis.

| Koefficienter Financials | | | | | |
|--------------------------|--------------------------------|----------|-----------------------|--------|-------|
| Modell | Ostandardiserade koefficienter | | Standard. koefficient | t | Sig. |
| | B | Std. Fel | Beta | | |
| Konstant | -29,552 | 17,354 | | -1,703 | 0,093 |
| Ägandekoncentration | 0,162 | 0,028 | 0,504 | 5,815 | 0,000 |
| Lönsamhet | 0,540 | 0,228 | 0,249 | 2,362 | 0,021 |
| Storlek | 3,950 | 1,140 | 0,351 | 3,465 | 0,001 |
| Materiella tillgångar | -0,020 | 0,027 | -0,073 | -0,736 | 0,464 |
| Tillväxt | -0,029 | 0,024 | -0,120 | -1,219 | 0,227 |
| Justerat R ² | 0,423 | | | | |
| N | 80 | | | | |

Tabell 7 - Financials

I tabell 7 utläses att ägandekoncentration, lönsamhet och storlek är statistiskt signifikanta förklaringsvariabler medan materiella tillgångar inte är det. Det innebär att ägandekoncentration, lönsamhet och storlek har alla en positiv påverkan på soliditeten i

denna bransch. Förklaringsgraden för denna bransch, 42,3%, är större än för hela populationen, vilket betyder att modellen förklarar mer inom branschen än totalt. Detta betyder i sin tur att branschen som sådan har en tydlig inverkan på varför kapitalstrukturen ser ut som den gör. Som vi nämnt tidigare består denna ”branschgrupp” till stor del av fastighetsbolag vilket innebär en hög andel anläggningstillgångar som kräver finansiering. Troligtvis är variabeln materiella anläggningstillgångar inte statistiskt signifikant i denna bransch på grund av att andelen materiella anläggningstillgångar inom observationerna inte varierar mycket utan andelen är hög för samtliga företag. Eftersom skillnaderna mellan observationerna i detta avseende är försumbara kan variabeln heller inte förklara de skillnader som uppstår för variabeln soliditet.

| Koefficienter Consumer goods | | | | | |
|------------------------------|--------------------------------|----------|-----------------------|--------|-------|
| Modell | Ostandardiserade koefficienter | | Standard. koefficient | t | Sig. |
| | B | Std. Fel | Beta | | |
| Konstant | 164,225 | 15,379 | | 10,679 | 0,000 |
| Ägandekoncentration | 0,193 | 0,070 | 0,227 | 2,770 | 0,007 |
| Lönsamhet | -0,328 | 0,145 | -0,184 | -2,254 | 0,027 |
| Storlek | -8,519 | 1,033 | -0,756 | -8,243 | 0,000 |
| Materiella tillgångar | 0,583 | 0,154 | 0,351 | 3,795 | 0,000 |
| Tillväxt | 0,074 | 0,124 | 0,048 | 0,598 | 0,551 |
| Justerat R ² | 0,522 | | | | |
| N | 88 | | | | |

Tabell 8 - Consumer goods

I tabell 8 ser vi att samtliga förklaringsvariabler utom tillväxt är signifikanta. Lönsamhet och storlek har en negativ inverkan på soliditeten, medan ägandekoncentration och materiella tillgångar visar en positiv påverkan. Förklaringsgraden visar ett högt tal på 0,522, vilket betyder att branschens kapitalstruktur förklaras till 52,2 procent av dessa förklaringsvariabler. Intressant är att storlekens betydelse för denna grupp skiljer sig från financials. Här är storlekens påverkan på kapitalstrukturen istället negativ. Stora företag inom consumer goods tenderar således att ha lägre soliditet. En förklaring till detta kan vara att stora företag är mer diversifierade än små företag i branschen. Detta kan innebära att dessa företag har lägre risk och därav bättre villkor på kapitalmarknaden, vilket ökar incitamenten för låg soliditet. I tabellen ser vi också att lönsamhet har en negativ inverkan på soliditet, detta kan betyda att trade-offteorin följs i denna bransch snarare än pecking-order.

| Koefficienter Industrials | | | | | |
|----------------------------------|--------------------------------|----------|-------------------------|--------|-------|
| Modell | Ostandardiserade koefficienter | | Standard. Koefficienter | t | Sig. |
| | B | Std. Fel | Beta | | |
| Konstant | 93,692 | 9,507 | | 9,855 | 0,000 |
| Ägandekoncentration | -0,068 | 0,054 | -0,080 | -1,263 | 0,208 |
| Lönsamhet | 0,888 | 0,171 | 0,368 | 5,199 | 0,000 |
| Storlek | -3,743 | 0,566 | -0,412 | -6,618 | 0,000 |
| Materiella tillgångar | 0,015 | 0,066 | 0,015 | 0,231 | 0,817 |
| Tillväxt | -0,019 | 0,013 | -0,104 | -1,492 | 0,137 |
| Justerat R ² | 0,233 | | | | |
| N | 208 | | | | |

Tabell 9 - Industrials

I tabell 9 kan vi utläsa att ägandekoncentrationen inte är signifikant, detsamma gäller variablerna materiella tillgångar och tillväxt medan lönsamhet och storlek förklarar en del av kapitalstrukturen i Industrials. Justerat R² visar ett lägre tal, 0,233, än ovan granskade branscher. Industrial är den bransch med flest observationer med totalt 208 stycken.

Variabeln materiella tillgångar är troligen inte signifikant för att klassen innehåller olika typer av bolag vilket gör att precisionen i mätningen kan ha försämrats. Då denna regression inte visar något statistiskt signifikant samband med ägandekoncentration och observationerna spridda är de svårt att kommentera resultatet. Däremot kan vi utläsa att lönsamhet har en signifikant positiv inverkan och storlek en signifikant negativ inverkan på kapitalstrukturen. Sambandet hög lönsamhet och hög soliditet stämmer överens med pecking-orderteorin.

| Koefficienter Technology | | | | | |
|---------------------------------|--------------------------------|----------|-----------------------|--------|-------|
| Modell | Ostandardiserade koefficienter | | Standard. koefficient | t | Sig. |
| | B | Std. Fel | Beta | | |
| Konstant | 40,988 | 19,955 | | 2,054 | 0,046 |
| Ägandekoncentration | 0,267 | 0,179 | 0,196 | 1,494 | 0,143 |
| Lönsamhet | 0,877 | 0,270 | 0,428 | 3,244 | 0,002 |
| Storlek | 0,864 | 1,416 | 0,091 | 0,610 | 0,545 |
| Materiella tillgångar | -4,276 | 1,396 | -0,441 | -3,064 | 0,004 |
| Tillväxt | -0,384 | 0,134 | -0,350 | -2,854 | 0,007 |
| Justerat R ² | 0,346 | | | | |
| N | 48 | | | | |

Tabell 10 - Technology

Inte heller för gruppen technology visar ägandekoncentration en statistiskt signifikant inverkan på kapitalstrukturen. Storlek visar heller inte statistisk signifikans i denna bransch. Den totala förklaringsgraden uppgår till 34,6 procent. Istället är lönsamhet, materiella tillgångar och tillväxt viktiga förklaringar till kapitalstrukturen i branschen technology. Technology är den enda bransch i vårt urval av företag där variabeln materiella tillgångar är signifikant och b-koefficienten tyder på att materiella tillgångar leder till lägre soliditet. Resultatet stödjer Rajan & Zingales (1995) forskning som menar att företag med hög andel materiella tillgångar har större möjligheter att uppta lån för att tillgångarna kan användas som säkerhet. Detta minskar risken att kreditgivarna utsätts för agentbeteenden från företagen.

| Koefficienter Materials | | | | | |
|-------------------------|--------------------------------|----------|-----------------------|--------|-------|
| Modell | Ostandardiserade koefficienter | | Standard. Koefficient | t | Sig. |
| | B | Std. Fel | Beta | | |
| Konstant | 82,395 | 27,093 | | 3,041 | 0,005 |
| Ägandekonzentration | 0,306 | 0,100 | 0,438 | 3,054 | 0,005 |
| Lönsamhet | 0,299 | 0,229 | 0,189 | 1,304 | 0,202 |
| Storlek | -3,282 | 1,635 | -0,274 | -2,008 | 0,054 |
| Materiella tillgångar | 0,370 | 0,091 | 0,548 | 4,074 | 0,000 |
| Tillväxt | -0,103 | 0,079 | -0,180 | -1,305 | 0,202 |
| Justerat R ² | 0,435 | | | | |
| N | 35 | | | | |

Tabell 11 - Materials

Tabell 11 visar att variablerna ägandekonzentrationen, storlek och materiella anläggningstillgångar ett statistiskt signifikant samband. Justerat R² visar att regressionsmodellen förklarar 43,5 procent. Variabeln ägandekonzentration visar en signifikant inverkan på kapitalstrukturen inom branschen materials. Betydelsen är positiv, företag med högre ägandekonzentration i branschen har generellt sett högre soliditet än företag med lägre ägandekonzentration. Lönsamhet och tillväxt kan inte förklara något statistiskt signifikant samband inom materials, inte heller storlek. Materiella tillgångar uppvisar ett positivt samband med soliditet, vilket kan tolkas som ett motsatt resultat jämfört med vad tidigare forskning kommit fram till.

| Koefficienter Health | | | | | |
|-------------------------|--------------------------------|----------|-----------------------|--------|-------|
| Modell | Ostandardiserade koefficienter | | Standard. koefficient | t | Sig. |
| | B | Std. Fel | Beta | | |
| Konstant | 222,667 | 27,367 | | 8,136 | 0,000 |
| Ägandekonzentration | 0,799 | 0,201 | 0,617 | 3,968 | 0,001 |
| Lönsamhet | 0,506 | 0,188 | 0,461 | 2,683 | 0,013 |
| Storlek | -12,884 | 2,042 | -1,018 | -6,308 | 0,000 |
| Materiella tillgångar | -0,705 | 0,411 | -0,197 | -1,713 | 0,099 |
| Tillväxt | -0,189 | 0,159 | -0,217 | -1,190 | 0,245 |
| Justerat R ² | 0,616 | | | | |
| N | 32 | | | | |

Tabell 12 - Health

Tabell 12 är den sjätte och sista branschvisa regressionen och den bransch som innehåller minst antal observationer. Regressionen visar en förklaringsgrad på 0,616 vilket innebär att modellen förklarar nästan 62 procent av variabeln soliditet. Denna grad får anses mycket hög. Variablerna ägandekonzentration och storlek påvisar ett positivt statistiskt signifikant samband. Båda variablerna antar ett lågt signifikansvärde vilket innebär att sambanden är starka. Det är generellt svårt att kommentera små populationer då risken för att dra felaktiga slutsatser är stor och därför bör den höga förklaringsgraden tolkas med försiktighet.

4.3.2 Sammanfattning av resultat per bransch

Ägarkoncentration är en statistisk signifikant förklaringsfaktor i fyra av de sex branschvisa regressionerna. Dessa fyra branscher har också de högsta R^2 -värdena. Detta betyder att förklaringsgraden är lägst i de branscher där ägandekoncentration inte är en statistisk signifikant variabel. I de fall ägandekoncentration kan förklara soliditeten tycks den således vara en viktig faktor. I de branscher där ägandekoncentrationen har en statistisk signifikant inverkan på soliditeten visar samtliga ett positivt samband som innebär företag med hög ägandekoncentration också har en högre soliditet, vilket är samma resultat som regressionen med samtliga variabler visar på. Resultaten leder till att sambandet vi förväntat kan ses som starkare då resultatet kan tolkas som att branschen i sig inte har betydelse för ägandekoncentrationens inverkan på kapitalstruktur.

Lönsamhet är statistiskt signifikant i fem av sex branscher och har i majoriteten av fallen en positiv påverkan på företagets soliditet. Endast i branschen consumer goods har lönsamhet en negativ inverkan på företagets soliditet. Storlek är statistiskt signifikant i fyra av sex branscher och visar en negativ inverkan på företagets soliditet för tre av fyra branscher där variabeln är statistiskt signifikant. I branschen financials har storlek istället en positiv inverkan på företagets soliditet. Materiella tillgångar är statistiskt signifikant i tre av sex branscher och det finns inget tydligt mönster över hur kapitalstrukturen påverkar denna variabel sett över de olika branscherna. Tillväxt är endast statistiskt signifikant i en av sex branscher vi tittat närmre på. Det tyder på, likt vad den övergripande regressionen visar, att tillväxt inte har en särskilt stor inverkan på företags kapitalstruktur. Åtminstone inte för det urval som denna studie innefattar.

4.4 Sammanfattning analys och empiri

Överlag påvisar regressionerna som presenterats att ägandekoncentration har positiv inverkan på soliditet. Först i regressionen med samtliga variabler påvisades sambandet. Sedan i majoriteten av de branschvisa regressionerna påvisades stöd för samband, vilket skulle kunna tolkas som att kapitalstrukturens samband med ägandekoncentration inte påverkas av vilken bransch företagen befinner sig i. Det positiva sambandet kan förklaras av agentteorins idé om hög ägandekoncentration. Teorin menar att principalen har större incitament att övervaka agenten när principalen har ett större ägande eftersom principalens nytta av att övervaka då överstiger övervakningskostnaderna. Genom att principalen själv övervakar agenten minskar behovet av ytterligare övervakning i form av kreditgivares inflytande över agenten. Detta medför starkare incitament till att hålla soliditeten hög, till skillnad från företag där ägandekoncentrationen är låg och principalens incitament att övervaka agenten är lägre. Varför låg ägandekoncentration medför färre incitament för principalen att övervaka agenten menar agentteorin beror på att den marginella nyttan av att övervaka är lägre eftersom principalen har investerat mindre i företaget.

Variabeln lönsamhet visar i tabell 6 ett statistiskt signifikant samband och den har en positiv påverkan på kapitalstruktur. Sambandet stärks ytterligare i de branschvisa regressionerna där det i majoriteten av fallen visar samma resultat. Överlag tyder detta på att pecking-orderteorin

är mer utbredd bland företagen som innefattas i vårt urval alltså högre lönsamhet leder till högre soliditet. Resultatet tyder också på att det inte finns stöd för trade-offteorin bland de företag som innefattas i urvalet då teorin säger att mer lönsamma företag bör skuldsätta sig för att maximera skattefördelar. Flexibiliteten i att använda vinstmedel till att finansiera verksamheten tycks vara att föredra framför de skattefördelar som en högre skuldsättning innebär.

Storleken på företag tenderar att utgöra en viktig förklaring till varför kapitalstrukturen ser ut som den gör i de företag vi undersökt. Större företag tycks innebära lägre soliditet. Enligt pecking-orderteorin bör stora företag ha högre soliditet eftersom de överlag har funnits längre och därför bör ha samlat på sig mer vinstmedel över tid. I kontrast till lönsamhet förklaras storlekens betydelse alltså inte av pecking-orderteorin då vår analys har visat något annat. Analysens resultat tycks snarare visa motsatsen till det pecking-orderteorin förutspår. Resultatet kan istället förklaras av trade-offteorin som säger att stora företag kan dra nytta av sin lägre risk och sina bättre villkor på kapitalmarknaden jämfört med små eller yngre företag. Agentteorin förklarar storleks påverkan på samma sätt eftersom risken i stora företag är lägre, minskas övervakningskostnader för banker och kreditinstitut, vilket i sin tur kan betyda att större företag har bättre finansieringsvillkor.

Materiella tillgångar visar i tabell 6 inget statistiskt signifikant samband med soliditet. Tidigare forskning menar att kapitalstrukturen ofta kan förklaras av bransch då materiella tillgångarna tenderar att vara lika inom branscher (Bowen et al., 1982; Bradley et al., 1984). Då materiella tillgångar tenderar att vara lika inom en bransch märkte vi i analysen att det inte var intressant att titta på denna variabel i de branschvisa regressionerna, tvärtom vad vi först trodde. Detta beror på att materiella tillgångar inte visade sig vara signifikant i fyra av sex branscher. En hög andel materiella tillgångar skulle kunna innebära lägre risk vilket kan leda till bättre villkor hos banker då det är avsevärt lättare att värdera en materiell tillgång och att de kan användas som säkerhet vid utlåning. Motstridigheten i vårt resultat tyder dock på att detta inte spelar stor roll för svenska börsföretag.

Tillväxtvariabeln antar både positiva och negativa koefficienter. Tillväxt visar i få av regressionerna statistiskt signifikant samband med soliditet. En hög tillväxt visar varken ett starkt samband med hög eller låg soliditet. Pecking-orderteorin menar att företag i första hand bör återinvestera intjänad vinst istället för att utnyttja extern finansiering. För ett bolag med hög tillväxt kan det tänkas möjligt att nya investeringar inte klarar av att finansieras endast med vinstmedel, vilket leder till låg soliditet vid tillväxt. En annan orsak till regressionsanalysernas spridda resultat kan vara att bolag har hög tillväxt och hög lönsamhet samtidigt, vilket möjliggör att tillväxten kan finansieras med vinstmedel eller att tillväxten inte beror på en investering som kräver mycket kapital. En sådan situation leder till att soliditet kan vara hög trots hög tillväxt. Tillväxt kan ske på olika sätt, de vanligaste är organisk eller förvärvstillväxt. Växer ett bolag genom ett förvärv krävs oftast mer kapital jämfört med tillväxt som sker organiskt.

5. Slutsats

Studien syfte var att undersöka i vilken utsträckning och på vilket sätt ägandekoncentrationen i företag har betydelse för företagets kapitalstruktur. Enligt de resultat studien visar är ägandekoncentration en förklaring till kapitalstruktur och resultaten tyder på ett positivt samband. Sambandet styrks i majoriteten av de upprättade regressionsanalyserna. För att på ett trovärdigt sätt bygga en regressionsmodell och komma fram till resultaten har kontrollvariabler använts i analysen.

Vårt utfall tyder på att ägandekoncentration är en betydande förklaringsfaktor av samma klass som andra faktorer som tidigare forskning ofta nämner. Vi har kommit fram till ett positivt samband när svenska noterade företag med en omsättning över 500 miljoner SEK och 430 miljoner SEK i balansomsättning undersökts. Generalisering utifrån endast en studie bör göras med försiktighet då vi endast undersökt ett specifikt urval av företag. Slutsatser är också svåra att göra för att ägandekoncentrationens betydelse kan skilja sig åt mellan olika institutionella miljöer (Overland et al., 2012). Det denna studie kan konstatera är att ägandekoncentration verkar kunna förklara en del av svenska börsföretags kapitalstruktur.

Helheten bekräftar det som vi förväntade om sambandet mellan ägandekoncentration och kapitalstruktur utifrån agentteorin. Närmare bestämt bekräftar studien att när ägandekoncentrationen är hög är även andelen eget kapital i kapitalstrukturen hög. Det finns i dagsläget forskning på området som tyder på liknande resultat (Santos et al., 2014; Shahar et al. 2016) men det finns också studier som påvisar skilda resultat mot det vi kom fram till i denna studie (King & Santor, 2008; Margaritis & Psillaki, 2010).

Sammanfattningsvis går det att se samband samt på vilket sätt ägandekoncentration påverkar svenska börsbolags kapitalstruktur men det finns fortfarande många frågor kring kapitalstruktur som är obesvarade. Vår modell kan förklara 28% av variationen i kapitalstruktur vilket kan tolkas som att det finns mycket kvar att utforska.

5.1 Fortsatt forskning

Mot ovan bakgrund skulle det vara intressant att undersöka hur kapitalstrukturen påverkas av att den största ägarens makt utmanas av en eller flera andra starka ägare. Denna studie har undersökt ägandekoncentration genom den största ägarens betydelse, men det skulle vara intressant att ta reda på hur kapitalstruktur påverkas av maktförhållanden mellan största ägare och näst största eller tredje största ägare. Ifall den största ägarens operativa inflytande i företaget är mer betydande jämfört med övriga ägare eller om det finns flera ägare som har samma inflytande, trots olika stora andelar av aktierna skulle kunna påverka kapitalstrukturen.

Ett annat förslag är att göra en kvalitativ studie av hur företagets största ägare ser på sin maktinnehavande roll. En sådan studie skulle kunna undersöka ifall det går att se skillnader i företagets kapitalstruktur beroende på vilken filosofi den största ägaren har, det vill säga

ägarnas önskan om kapitalstrukturens fördelning. Önskan och strävan om en viss soliditet eller skuldsättningsgrad hos bolag med koncentrerat ägande jämfört med spritt ägande skulle kunna skilja sig och därför förklara varför ägandekonzentration har inverkan på kapitalstruktur.

Ett sista idé är att undersöka hur sammansättningen av företags styrelser påverkas av ägandekonzentrationen. Företag som präglas av hög ägandekonzentration har ofta en eller flera ägare i styrelsen och kan därför vara med att påverka företaget operativt medan en ägare med en liten andel sällan är med och har samma inflytande.

6. Referenslista

AB Sagax. 2013. *Årsredovisning 2012*. Stockholm.

<http://investors.sagax.se/files/press/sagax/201304166618-1.pdf> (Hämtad 2018-05-10)

Akelius Residential Property AB. 2017. *Årsredovisning 2016*. Stockholm.

<http://mb.cision.com/Main/3302/2217113/644119.pdf> (Hämtad 2018-04-30)

Aktietorget. u.å. *Fördelar med notering*. www.aktietorget.se/foer-bolag/varfoer-noteras/foerdelar-med-notering/ (Hämtad 2018-04-30)

Antoniou, A., Guney, Y. & Paudyal, K., 2008. The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented versus Bank-Oriented Institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), pp.59–92.

Avanza, u.å. *Vad är en aktie?* Avanza. www.avanza.se/lar-dig-mer/avanza-akademin/aktier/vad-ar-aktier.html (Hämtad 2018-04-30)

Berle, A.A. & Means, G.C., 1932. *The modern corporation and private property*, New York: Macmillan.

Black, J., Hashimzade, N. & Myles, G., 2017. *A Dictionary of Economics* 3rd ed., Oxford University Press.

Bolagsverket, 2018. *Starta och registrera ditt företag*. <https://www.verksam.se/starta/starta-och-registrera-ditt-foretag> (Hämtad 2018-05-02)

Bowen, R. M., Daley, L. A., & Huber Jr., C. C. (1982). Evidence on the Existence and Determinants of Inter-Industry Differences in Leverage. *Financial Management* (1972), 11(4), 10-20

Bradley, M., Jarrell, G.A. & Kim, E.H., 1984. On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 39(3), pp.857–878.

Bryman. A., Bell. E., 2011. *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Liber AB. Stockholm.

Castellum. 2017. *Årsredovisning 2016*. Göteborg.

<https://www.castellum.se/globalassets/arsredovisningar/2016/castellums-arsredovisning-16.pdf> (Hämtad 2018-04-30)

Cronqvist, H. & Nilsson, M., 2003. Agency Costs of Controlling Minority Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(4), pp.695–719.

Djurfeldt, G., Larsson, R. & Stjärnhagen, O., 2010. *Statistisk verktygslåda 1 : samhällsvetenskaplig orsaksanalys med kvantitativa metoder 2*. uppl., Lund: Studentlitteratur.

European Central Bank. 2018. *ECB euro reference exchange rate: Swedish krona (SEK)*.
https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-sek.en.html (Hämtad 2018-05-07)

Fastighets AB Balder. 2017. *Balders årsredovisning 2016*. Göteborg.
<https://www.balder.se/sites/balder/files/654341.pdf> (Hämtad 2018-04-30)

Frank, M.Z. & Goyal, V.K., 2009. Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 38(1), pp.1–37.

Granado-Peiró, N. & López-Gracia, J., 2017. Corporate Governance and Capital Structure: A Spanish Study. *European Management Review*, 14(1), pp.33–45.

Groeneveld, R.A. & Meeden, G., 1984. Measuring Skewness and Kurtosis. *Journal of the Royal Statistical Society. Series D (The Statistician)*, 33(4), pp.391–399.

Hagberg, A. & Handelshögskolan vid Göteborgs universitet. Företagsekonomiska institutionen, 2012. *Lönsamhet och finansiell flexibilitet rederinäringen i Sverige 1997-2006*, Göteborg: BAS : Handelshögskolan, Göteborgs universitet.

Harris, M. & Raviv, A., 1991. The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, 46(1), pp.297–355.

Hovakimian, A., Opler, T. & Titman, S., 2001. The Debt-Equity Choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), pp.1–24.

Jensen & Meckling, 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305–360.

King, M. & Santor, E., 2008. Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. *Journal of Banking and Finance*, 32(11), pp.2423–2432.

KOMMISSIONENS REKOMMENDATION av den 6 maj 2003 om definitionen av mikroföretag samt små och medelstora företag. 2003/361/EG

La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., 2002. Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance*, 57(3), pp.1147–1170.

Margaritis & Psillaki, 2010. Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking and Finance*, 34(3), pp.621–632.

Modigliani, F. & Miller, M., 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American economic review*, 48(3), pp.261–297.

Modigliani, F. & Miller, Merton H, 1963. Corporate income taxes and the cost of capital a correction. *The American economic review*, 53(3), pp.433–443.

Myers, S.C., 1984. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), pp.575–592.

Myers, S.C., 2001. Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), pp.81–102.

Nasdaq nordiq, u.å. *Aktier - Aktiekurser för bolag listade på Nasdaq nordic*
<http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier> (Hämtad 2018-05-25)

Overland, C., Mavruk, T., & Sjögren, S., 2012. *Keeping it real or keeping it simple? Ownership concentration measures compared*. Göteborg: BAS, University of Gothenburg

Rajan, R.G. & Zingales, L., 1995. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, 50(5), pp.1421–1460.

Santos, M., Moreira, S. & Vieira, A., 2014. Ownership concentration, contestability, family firms, and capital structure. *Journal of Management & Governance*, 18(4), pp.1063–1107.

Shahar, H.K.K., Adzis, A.A.A. & Baderi, N., 2016. The relationship between ownership structure, firm specific characteristics and capital structure: Evidence from malaysian middle-capital public listed firms. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(3), pp.36–43.

Shleifer, A. & Vishny, R.W., 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52(2), pp.737–783.

Statistiska Centralbyrån, 2012. *Konsumentprisindex (KPI), december 2011*.
<https://www.scb.se/sv/Hitta-statistik/Statistik-efter-amne/Priser-och-konsumtion/Konsumentprisindex/Konsumentprisindex-KPI/33772/33779/Behallare-for-Press/Konsumentprisindex-KPI-for-december-2011/> (Hämtad 2018-05-02)

Statistiska Centralbyrån, 2013. *Konsumentprisindex (KPI), december 2012*.
<https://www.scb.se/sv/Hitta-statistik/Statistik-efter-amne/Priser-och-konsumtion/Konsumentprisindex/Konsumentprisindex-KPI/33772/33779/Behallare-for-Press/Konsumentprisindex-KPI-for-december-2012-Korrigerad-2013-02-28/> (Hämtad 2018-05-02)

Statistiska Centralbyrån, 2014. *Konsumentprisindex (KPI), december 2013*.

<https://www.scb.se/sv/Hitta-statistik/Statistik-efter-amne/Priser-och-konsumtion/Konsumentprisindex/Konsumentprisindex-KPI/33772/33779/Behallare-for-Press/369299/> (Hämtad 2018-05-02)

Statistiska Centralbyrån, 2015. *Konsumentprisindex (KPI), december 2014*.
<https://www.scb.se/sv/Hitta-statistik/Statistik-efter-amne/Priser-och-konsumtion/Konsumentprisindex/Konsumentprisindex-KPI/33772/33779/Behallare-for-Press/380750/> (Hämtad 2018-05-02)

Statistiska Centralbyrån, 2016. *Konsumentprisindex (KPI), december 2015*.
<https://www.scb.se/sv/Hitta-statistik/Statistik-efter-amne/Priser-och-konsumtion/Konsumentprisindex/Konsumentprisindex-KPI/33772/33779/Behallare-for-Press/397462/> (Hämtad 2018-05-02)

Sundell, Anders. 2012. *Guide: Kontrollvariabler i regressionanalys*. SPSS Akuten
<https://spssakuten.com/2012/05/11/guide-kontrollvariabler-i-regressionsanalys/> (Hämtad 2018-05-25)

Sundqvist, Sven-Ivan (2011). *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag. 2011*. Halmstad: SIS Ägarservice AB

Sundqvist, Sven-Ivan (2012). *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag. 2012*. Halmstad: SIS Ägarservice AB

Sundqvist, Sven-Ivan (2013). *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag. 2013*. Halmstad: SIS Ägarservice AB

Sundqvist, Sven-Ivan (2014). *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag. 2014*. Halmstad: SIS Ägarservice AB

Sundqvist, Sven-Ivan (2015). *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag. 2015*. Halmstad: SIS Ägarservice AB

Svenska Dagbladet. 2018. *Geely går in i Volvo*.
<https://www.svd.se/om/geely-gar-in-i-ab-volvo> (Hämtad 2018-05-10)

Svenskt näringsliv. 2006. *Globaliseringens utmaningar och möjligheter*. Svenskt näringsliv.
https://www.svensktnaringsliv.se/migration_catalog/globaliseringens-utmaningar-och-mojligheter_527749.html/BINARY/Globaliseringens%20utmaningar%20och%20m%C3%B6jligheter (Hämtad 2018-05-02)

Titman, S. & Wessels, R., 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, 43(1), pp.1–19.

Wahlgren, L., 2012. *SPSS steg för steg 3*. uppl., Lund: Studentlitteratur.

Åkesson, J., 2011. Finansiella mått och mål i svenska börsnoterade bolag 1965-2004.

Öztekin, Özde, 2015. Capital Structure Decisions around the World: Which Factors Are Reliably Important? , 50(3), pp.301–323.