



GÖTEBORGS UNIVERSITET HANDELSHÖGSKOLAN

Sambandet mellan ägandekonzentration och kapitalstruktur i
olika branscher på svenska börsen

Kandidatuppsats i företagsekonomi

Vårterminen 2019

Josefin Engström

Sanne Setterberg

Handledare: Andreas Hagberg

Sammanfattning Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, Kandidatuppsats, Externredovisning VT 19

Författare: Josefin Engström och Sanne Setterberg

Handledare: Andreas Hagberg

Titel: Sambandet mellan ägandekonzentration och kapitalstruktur i olika branscher på den svenska börsen

Bakgrund och problemdiskussion: Forskning och teori kring kapitalstrukturen och dess påverkande faktorer är ett ämne som länge diskuterats. Tidigare forskningsresultat skiljer sig åt, både när det gäller vilka faktorer som påverkar samt på vilket sätt dessa påverkar. Ägandekonzentration är en av variablerna som undersökts tidigare, även resultaten för denna variabls påverkan på kapitalstrukturen är motstridiga. Forskning har också påvisat att branschtillhörighet är en viktig variabel för vilken kapitalstruktur ett företag har, då företag inom samma bransch tenderar att ha liknande kapitalstruktur. Därför är det av intresse att undersöka hur sambandet ägandekonzentrationen och kapitalstruktur ser ut i olika branscher på den svenska börsen.

Syfte: Syftet med denna studie är att undersöka sambandet mellan ägandekonzentration och kapitalstruktur i olika branscher på den svenska börsen. Utöver detta syftar studien till att undersöka om en generell slutsats kan dras för ägandekonzentrationens samband med kapitalstrukturen i svenska börsnoterade företag som helhet.

Metod: Studien grundar sig i en kvantitativ metod där datainsamling skett via Retriever Business, separata årsredovisning och böcker. Datan har sedan strukturerats och bearbetats i Excel innan den slutligen exporterades till SPSS för analys.

Resultat och slutsatser: Resultatet i denna studie tyder på att det finns ett samband mellan ägandekonzentration och kapitalstruktur i fyra av åtta branscher på den svenska börsen. Hur sambandet mellan ägandekonzentrationen och kapitalstruktur ser ut i dessa branscher skiljer sig åt. Däremot visade resultaten, för urvalet som helhet, att ägandekonzentrationen inte har ett signifikant samband med soliditet.

Förslag till fortsatt forskning: Utifrån studiens resultat ges förslagen att använda en annan definition av ägandekonzentration för att eventuellt fånga en annan dimension av ägande samt att undersöka om typen av ägare har en påverkan på kapitalstrukturen. Utöver det ges förslaget använda sig av en mer preciserad indelning av branscherna för att tydligare fånga effekterna av bransch på ägandekonzentration. Slutligen ges förslaget att använda samma modell men på onoterade företag, alternativt att inkludera fler förklaringsvariabler.

Nyckelord: Ägandekonzentration, kapitalstruktur, soliditet, agentteori, pecking order teori, trade-off teori, svenska börsnoterade företag, bransch.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. INLEDNING	1
1.1 BAKGRUND.....	1
1.2 PROBLEMDISKUSSION	2
1.3 SYFTE.....	3
1.4 RELEVANS OCH BIDRAG	3
2. TEORETISK REFERENSRAM.....	4
2.1 TEORIER INOM FÖRETAGSFINANSIERING	4
2.1.1 Agentteori.....	4
2.1.2 Trade-off teori	4
2.1.3 Pecking order teori.....	5
2.2 TIDIGARE STUDIER OM KAPITALSTRUKTUR	5
2.2.1 Faktorer som påverkar kapitalstrukturen.....	7
2.3 SAMMANFATTNING TEORETISK REFERENSRAM	10
3. METOD.....	10
3.1 VAL AV METOD	10
3.2 VALDA VARIABLER OCH DEFINITIONER AV DESSA	10
3.3 STATISTISK MODELL.....	14
3.4 URVAL	16
3.5 DATAINSAMLING	16
3.5.1 Insamling av tidigare forskning	16
3.5.2 Insamling av data	16
3.6 BEARBETNING OCH TOLKNING AV DATA	18
3.7 STUDIENS TROVÄRDIGHET.....	19
3.7.1 Validitet.....	19
3.7.2 Reliabilitet.....	20
3.7.3 Begränsningar	20
4. RESULTAT OCH ANALYS.....	20
4.1 BESKRIVANDE STATISTIK.....	20
4.2.1 Regressionsanalys per bransch	24
4.2.2 Regressionsanalys för hela urvalet	27
4.3 SAMMANFATTNING AV RESULTAT OCH ANALYS	29
5. SLUTSATS	30
5.1 FÖRSLAG TILL FORTSATT FORSKNING.....	32
6. REFERENSLISTA	33

1. Inledning

1.1 Bakgrund

För att kunna driva ett företag krävs det att företaget kan finansiera sina tillgångar och tillväxt. Finansiering sker genom eget kapital och skulder, fördelning mellan eget kapital och skulder benämns som företagens kapitalstruktur. Faktorer som påverkar kapitalstrukturen utgör sedan länge ett omdiskuterat område inom företagsfinansiering. När ett ökat finansieringsbehov uppkommer, vilket bland annat uppstår i en tillväxtfas, krävs mer kapital. Beroende på var kapitalet kommer ifrån, eget kapital eller lån, kommer företags kapitalstruktur att påverkas och med det den finansiella risken de möter (Johansson & Runsten, 2017).

Modigliani och Miller kom 1958 med sin artikel *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment* som är ett av de första forskningsprojekt som gjorts kring kapitalstruktur i företag. Resultaten i den forskningen kom att benämnas som irrelevansprincipen då de kom fram till att på en effektiv marknad, i en värld utan skatter och konkurs- eller agentkostnader påverkar inte kapitalstrukturen värderingen av ett företag. Denna princip har kommit att bli kritiserad då man menar att den baseras på orealistiska förutsättningar och att man därmed går miste om effekter som kan vara av värde, såsom exempelvis skatteeffekter. Trots diskussionerna kring resultaten blev denna artikel början för forskningen kring kapitalstruktur och dess effekter på företag. Sedan dess har en stor mängd forskning och flera teorier etablerats i ämnet.

Många av de teorier som finns inom ämnet undersöker hur olika variabler påverkar företagens kapitalstruktur. De två teorier som fått störst genomslag inom forskningen är pecking order teorin (Myers, 1984) och trade-off teorin (Kraus & Litzenberger, 1973). Pecking order teorin menar att finansieringsalternativen kan rangordnas, där internt upparbetat kapital föredras över lån, och lån i sin tur föredras över nyemission av aktier. Trade-off teorin menar istället att kapitalstrukturen är ett resultat av rationella beslut baserade på jämförelse mellan kostnaden för en enhet lån mot en enhet eget kapital, där det billigaste alternativet föredras.

Ägandets roll och betydelse i företag är även det ett omdiskuterat ämne inom forskningen. Ämnet berörs så tidigt som 1932 i Berle och Means artikel *The Modern Corporation and Private Property*, där de undersöker relationen mellan ägare och ledning i företag och kommer fram till att det råder en separation dem emellan, dvs. när aktieägare lägger ansvaret för sin förmögenhet i händerna på företagsledningen uppstår en separation mellan ägande och kontroll. Denna artikel kom senare att bli grunden för agentteorin som Jensen och Meckling (1976) utvecklade. Agentteorin fokuserar på ägarstrukturen i företaget och fortsätter att undersöka separationen som uppstår mellan ägare och ledning när dessa är åtskilda, dvs. att det finns en risk att ägarnas och ledningens intressen inte alltid konvergerar med varandra. Ägarstrukturen i sig påverkas av olika faktorer, bl.a. av hur kapitalmarknaden i landet ser ut och har sett ut, vilken typ av ägare det är samt hur koncentrerat ägandet är. Det innebär alltså att ägarstrukturen och ägandekoncentrationen skiljer sig åt från land till land.

Inom forskningen kring ägandets påverkan på kapitalstrukturen används vanligen ägandekonzentration som mått, vilket innebär hur centrerat ägandet är kring en eller flera aktieägare i företaget. De anglosaxiska länderna såsom USA och Storbritannien har en stor och utbredd aktiemarknad och mycket finansieras därmed av aktieägare medan exempelvis företag i Tyskland är mer koncentrerade till en eller ett fåtal stora ägare och mer fokus på bankerna (Regeringskansliet, 2008). Inom forskning har relationen mellan ägande och kapitalstrukturen undersökts och olika typer av samband mellan dem har hittats. Både pecking order teorin och trade-off teorin berör delvis denna relation och problematiken som kan uppstå, och inom forskningen används agentteorin för att förklara beteenden och tendenser inom företag som påverkar kapitalstrukturen. Pecking order teorin menar att informationsasymmetri mellan ledning och ägare påverkar kostnaden av kapital och därmed också kapitalstrukturen och trade-off teorin räknar med agentkostnaderna som kan uppstå i jämförelsen av kostnad mellan eget kapital och lån.

Ägarstrukturen och koncentrationen är dock bara en möjlig av flera förklaringsvariabler till varför ett företag har den kapitalstruktur den har, inom litteraturen används bl.a. materiella tillgångar, risk, framtida tillväxt, storlek och lönsamhet. Hur sambandet mellan dessa variabler och kapitalstruktur ser ut är olika i olika branscher (Titman & Wessel, 1988; Rajan & Zingales, 1995).

1.2 Problemdiskussion

Företags kapitalstruktur har varit föremål för forskning under lång tid och olika infallsvinklar och variabler har stått i fokus för att undersöka vad som påverkar kapitalstrukturen, ägandekonzentration är en av dem. Stor del av forskningen som har gjorts kring ägandekonzentration inom företagsfinansiering har utgått från de anglosaxiska länderna där det är vanligt med en stor spridning av aktieägandet och lägre ägandekonzentration. Agentteorin är ett exempel på sådan forskning, där fokus ligger på förhållandet mellan agenterna (ledningen) och principalerna (ägarna) och den problematik som kan uppstå då deras intressen inte alltid är desamma (Jensen & Meckling, 1976).

Svenska företag har genom historien varit präglade av en relativt hög ägandekonzentration med en eller två storägare, något som kallats ”den svenska ägarmodellen”. I takt med digitaliseringen och globaliseringen har ägandekonzentrationen här i Sverige förändrats och går mot ett mer spritt ägande, likt det anglosaxiska (Regeringskansliet, 2008). En större ägarandel kan ge större inflytande över besluten som tas i företaget vilket i sin tur kan ha en påverkan på kapitalstrukturen. Detta till skillnad från företag med fler mindre ägare där ledningen oftast får högre grad av bestämmanderätt då ägarna i mindre utsträckning kan, eller har incitament att, påverka besluten som tas (Tson Söderström, 2003).

Det har gjorts empiriska studier kring förhållandet mellan kapitalstruktur och ägandekonzentration, bland annat har forskare tidigare prövat sambandet i nya zeeländska, indiska, australiensiska och latinamerikanska företag (Allen, 1991; Céspedes m.fl. 2010; Ganguli, 2013; Hewa Wellalage & Stuart, 2014). Resultaten inom forskningen är spretiga och

emellanåt motsägande, vissa studier menar att företag med hög ägandekonzentration tenderar att ha en lägre soliditet (Céspedes m.fl., 2009, Margaritis & Psillaki 2010) medan andra indikerar motsatsen dvs. att soliditeten ökar i takt med att ägandekonzentrationen ökar (Santos m.fl., 2014), båda sambanden förklaras i forskningen med hjälp av teserna inom agentteorin. Forskning visar även att det finns olika tendenser inom olika branscher, Bradley m.fl. (1984) menar att branschtillhörighet kan förklara upp till 25 procent av kapitalstrukturen i företaget. Det innebär att branschen i sig påverkar sambanden mellan olika förklaringsvariabler och företags kapitalstruktur. Företag som verkar inom samma bransch tenderar att ha liknande kapitalstruktur, detta då dessa utsätts för liknande rörelserisk som i sin tur påverkar vilken finansiell risk företaget vågar ta. Även kapitalintensiteten tenderar att vara liknande inom samma bransch vilket också kan påverka kapitalstrukturen. Detta ger en indikation på att sambandet mellan ägandekonzentration och kapitalstruktur skulle kunna se olika ut i olika branscher.

Då ägande och kapitalstruktur är olika i alla företag och att det föreligger nationella skillnader kring ägandekonzentration gör detta ämne fortsatt intressant att undersöka. Att empirin dessutom skiljer sig åt samt att branschmässiga skillnader föreligger är ytterligare anledningar till varför det är av intresse att undersöka sambandet mellan ägandekonzentrationen och kapitalstrukturen inom olika branscher på den svenska börsen.

1.3 Syfte

Syftet med denna studie är att undersöka sambandet mellan ägandekonzentration och kapitalstruktur i olika branscher på den svenska börsen. Utöver detta syftar studien till att undersöka om en generell slutsats kan dras för ägandekonzentrationens samband med kapitalstrukturen i svenska börsnoterade företag som helhet.

1.4 Relevans och bidrag

Denna studie bidrar till att förstå samband mellan företags kapitalstruktur och olika variabler. Genom att använda etablerade teorier och tidigare forskning i en ny kontext bidrar studien till att testa generaliserbarheten i teorierna och de tidigare resultaten. Som tidigare nämnt har de empiriska forskningsresultaten inom området varit spretiga då det i olika studier framkommer att olika variabler visar motsatta samband med kapitalstrukturen, vilket också talar för denna studies relevans. Samtidigt skiljer sig ägandekonzentrationen i företag mellan länder och aktiemarknaden har därigenom olika stor betydelse. Att det dessutom föreligger skillnader i kapitalstruktur mellan branscher gör det intressant att undersöka sambandet mellan ägandekonzentration och kapitalstruktur i olika branscher på den svenska börsen.

När man väljer att investera i ett företag är dess kapitalstruktur av vikt då detta påverkar den totala risken som ett företag möter vilket i sin tur påverkar investerarens förväntade avkastning. En studie om sambandet mellan ägandekonzentration och kapitalstruktur i olika branscher på den svenska börsen kan således vara av intresse för aktiva investerare. Detta då en förändring av ägandekonzentration kan leda till att deras risk och avkastning kan komma att påverkas under förutsättning att ett samband mellan ägandekonzentration och kapitalstruktur existerar.

2. Teoretisk referensram

I detta kapitel presenteras forskning som tidigare gjorts inom ämnet. Detta för att dels tydliggöra etablerade begrepp och teorier inom ämnet men också för att redogöra kring vilka resultat tidigare forskning kommit fram till. Teorierna berör studiens huvudfokus kapitalstruktur och förklaringsvariabeln ägandekoncentration. Dessa teorier valdes med utgångspunkt i att de används frekvent i liknande forskning där de bland annat syftar till att förklara hur och varför sambanden mellan olika förklaringsvariabler och kapitalstruktur ser ut som de gör. För att skapa en trovärdig analysmodell kommer denna studie, likt tidigare forskning, att ta hänsyn till andra faktorer som antas påverka kapitalstrukturen, som också presenteras i detta kapitel.

2.1 Teorier inom företagsfinansiering

2.1.1 Agentteori

Agentteorin grundar sig i problematiken som kan uppstå mellan ägare och ledning i företag. Förhållandet mellan agent och principal utgår från två eller flera fysiker och separationen av ägande och kontroll dem emellan. Ägaren, dvs. principalen, överlämnar det operativa ansvaret till ledningen, dvs. agenten, och med det även möjlighet att fatta beslut inom företaget, detta kan, om ägare och lednings intressen inte ligger i linje med varandra, leda till att ledningen inte tar beslut för att maximera ägarnas avkastning (Jensen & Meckling, 1976).

Agent-principal förhållandet definieras av Jensen och Meckling (1976) som ett kontrakt mellan två eller flera, där ena parten kontrakterar den/de andra part/parterna att utföra ett jobb. De utgår från att båda parter, dvs. både agent och principal, vill tjäna sina egna intressen och maximera sin personliga vinst och att det därför kan uppstå en diskrepans dem emellan. För att minska denna diskrepans och problematik vidtas olika åtgärder som skapar kostnader, Jensen och Meckling (1976) benämner dessa som agentkostnader. Agentkostnaderna består av övervakningskostnader för principalen för att kunna övervaka att agenten sköter sitt jobb, och eventuella kontrakterade utgifter agenten betalar för att garantera att inte fatta beslut som kan åsamka principalen skada. Trots dessa två åtgärder kan principalen aldrig utesluta att en skillnad mellan agentens handlande och principalens intressen fortfarande föreligger. Denna skillnad benämns som residualförlust och räknas också in som en del av agentkostnaderna. Jensen och Meckling (1976) menar att denna separation främst förekommer i företag med spritt ägande. I företag med mer spritt ägande och fler minoritetsägare hamnar större ansvar och beslutanderätt hos ledningen (agenterna) i företaget. Detta i och med att mindre ägande ger mindre röstandel och därmed också mindre möjlighet att som enskild ägare påverka besluten som tas. Agentteorin kan i och med detta förklara en del av företags kapitalstruktur, då agentkostnaderna påverkar priset för olika typer av kapital.

2.1.2 Trade-off teori

Modigliani och Miller (1958) skriver att ett företags kapitalstruktur inte påverkar företagets värde, vilket kom att bli kritiserat då det baserats på att företag befinner sig på en perfekt

marknad utan varken konkurskostnader eller skatter. Som svar på kritiken skrev Modigliani och Miller 1963 en kommentar till sin tidigare artikel, där de rättar påståendet kring att kapitalstrukturen inte påverkar företagets värde och menar att hävstången som uppkommer vid lånefinansiering visst har en påverkan.

Trade-off teorin (Kraus & Litzenberger, 1973) är en fortsättning på denna rättelse och menar att det finns en optimal kapitalstruktur för att maximera företagets värde och att företag strävar efter att nå den. Teorin menar att företaget vid lånefinansiering drar nytta av den s.k. skatteskölden som uppstår. Skattesköld innebär den skattelättnad som uppkommer vid lånefinansiering p.g.a. den avdragsgilla räntan. I Sverige exempelvis, baseras företagsskatten på företagets årsresultat och vid lånefinansiering uppstår räntekostnader som är avdragsgilla. Dessa räntekostnader minskar därmed företagets resultat och då också skatten företaget betalar, detta kallas skattesköld. För att hitta den optimala kapitalstrukturen menar Kraus och Litzenberger att företag väger kostnaderna för eventuella finansiella problem som företaget kan hamna i, mot fördelarna i form av skattesköld. För kapitalstrukturen skulle detta innebära att företag som är väldigt lönsamma, och därmed löper lägre risk för att gå i konkurs eller råka ut för andra finansiella svårigheter, skulle sträva efter en hög skuldsättningsgrad och således låg soliditet för att följaktligen kunna åtnjuta fördelarna av en hög skattesköld samt hävstång.

2.1.3 Pecking order teori

Myers tar i sin artikel *The Capital Structure Puzzle* (1984) upp en del kritik mot trade-off teorin och menar att den i stor utsträckning inte kan förklara uppbyggnaden av företags kapitalstruktur. Myers hävdar att många liknande företag har stor skillnad i sin kapitalstruktur och att den optimala kapitalstrukturen på grund av detta antagligen påverkas av andra faktorer än de trade-off teorin nämner. Myers vidareutvecklade pecking order teorin, som tidigare presenterats i Donaldsons studie från 1961, som menar att det finns en rangordning av vilken typ av kapital ett företag föredrar snarare än en optimal kapitalstruktur. Företag väljer enligt teorin hellre internt kapital framför externt och i de fall externt kapital krävs föredras lån framför nyemission. Anledningen till att det finns en rangordning är p.g.a. den asymmetriska information som finns mellan ledningen och potentiella investerare då ledningen anses ha mer information kring investeringens framtida avkastning och eventuella risker. När ett företag emitterar nya aktier kommer investerarna anta att företaget är övervärderat och således inte vilja betala lika mycket för aktierna, vilket leder till att den typ av finansiering blir dyr i relation till internt kapital eller lån (Myers, 1984).

2.2 Tidigare studier om kapitalstruktur

Som tidigare nämnt har mycket forskning kring kapitalstruktur och vilka faktorer som påverkar den gjorts. Titman och Wessels (1988) och Rajan och Zingales (1995) har skrivit två artiklar inom området som det frekvent refereras till. Titman och Wessels (1988) undersöker i sin studie amerikanska företag och finner att de som producerar unika och specialiserade produkter tenderar att ha en låg skuldsättningsgrad dvs. hög soliditet, utöver detta samband hittar de dock ingen signifikant relation mellan de oberoende variabelerna förväntad tillväxt, skattesköld, volatilitet, materiella tillgångar och den beroende variabeln skuldsättningsgrad. Rajan och

Zingales (1995) undersöker kapitalstrukturen på ett internationellt plan genom att basera sin studie på G7 länderna (Frankrike, Italien, Japan, Kanada, Storbritannien, Tyskland och USA), detta för att bredda empirin då tidigare forskning i ämnet, liksom i Titman och Wessels studie, främst gjorts på amerikanska företag. De kommer bl.a. fram till att materiella tillgångar är negativt korrelerade med soliditet i alla de länder som undersöks och att tillväxtpotentialer är positivt korrelerade med soliditet men att de empiriska resultaten är svaga i förhållande till de teorier som finns.

Margaritis & Psillaki (2010) undersöker franska tillverkningsföretag, de undersöker bl.a. variabeln ägandekonzentration, och kommer fram till att företag som har en högre ägandekonzentration tenderar att ha lägre soliditet men att typen av ägandeskap inte påverkar kapitalstrukturen. De kommer även, liksom pecking order teorin, fram till att lönsamhet har en positiv inverkan på soliditet. Utöver detta finner de i sin studie att variabler påverkar företag i olika branscher på olika sätt, bl.a. att effekten av immateriella tillgångar är positiv inom textilbranschen men negativ inom kemikaliebranschen. De menar även att agentkostnaderna skiljer sig åt mellan branscher, vissa branscher möter högre agentkostnader vid utspädd ägande med andra branscher möter det motsatta.

Ganguli (2013) undersöker indiska börsnoterade företag och även denna studie påvisar att högre ägandekonzentration leder till en lägre soliditet. Författaren menar att i de företag där ägandet är utspädd är incitamenten från aktieägarna att övervaka ledningen lägre p.g.a. de höga övervakningskostnaderna. Detta utnyttjar ledningen genom att dessutom använda internt genererat kapital framför lånefinansiering för att undvika övervakning från banker och kreditgivare också. Stora aktieägare föredrar istället lånefinansiering då långivarna i de flesta fall inte erhåller någon rösträtt som kan inskränka på aktieägarens kontroll. Samtidigt menar Ganguli (2013) att lånefinansiering även minskar de agentkostnader som uppstår vid separation av ägande och kontroll då bankernas krav på företaget minimerar ledningens möjlighet att ta obefogade risker. En liknande studie har även gjorts på företag i sju latinamerikanska länder (Argentina, Brasilien, Chile, Colombia, Mexiko, Peru samt Venezuela) vilken också menar att det finns ett negativt samband mellan soliditet och ägandekonzentration. Företag med hög ägandekonzentration tenderar att finansiera sig genom lån då större aktieägare inte vill minska sin kontroll. Studien kommer även fram till att mindre företag, företag som har större tillväxtpotentialer samt företag som är mindre lönsamma tenderar till att ha lägre soliditet (Céspedes m.fl., 2009).

Santos m.fl. (2013) undersöker ägandekonzentration och kapitalstruktur i företag i tolv västeuropeiska länder och de kommer däremot fram till att det finns ett positivt samband mellan ägandekonzentration och soliditet. Att detta samband existerar menar de bl.a. beror på att den största ägaren i många fall har en odiversifierad portfölj vilket gör dem mer riskavera samt att lån begränsar aktieägarnas valmöjligheter. Dock menar författarna att den största ägaren föredrar lån i de fall det finns andra stora ägare som skulle kunna äventyra dennes kontroll. I de fallen används lån för att bibehålla ägandestrukturen och således den största ägarens inflytande.

Sammanfattningsvis kan det konstateras att den tidigare forskningen som gjorts inom området har redovisat varierande resultat, det är med andra ord inte självklart hur ägandekonzentrationen och andra variabler påverkar kapitalstrukturen. I vilka kontexter och branscher företagen

befinner sig i kan således antas påverka vilka resultat som uppnås. Med hjälp av de tre teorierna, agentteorin, trade-off och pecking order, kommer resultaten av denna studie att analyseras och försöka förklaras med avsikt att uppnå syftet. Tidigare forskning används som teoretisk bas att förhålla sig till, i form av variablerna som används samt tidigare resultat att sedan jämföra mot.

2.2.1 Faktorer som påverkar kapitalstrukturen

Det finns många olika faktorer som enligt tidigare forskning påverkar företags kapitalstruktur, där ägandekoncentrationen utgör en av dem. För att kunna genomföra en trovärdig analys måste fler faktorer undersökas som också antas påverka kapitalstrukturen. Nedan följer en sammanställning av utvalda faktorer som tagits upp i tidigare forskning inom området.

Ägandekoncentration

Inom forskningen nämns ägarstruktur som en påverkande faktor när kapitalstruktur diskuteras (Margaritis & Psillaki, 2010; Ganguli, 2013). Ägarstrukturen i ett företag kan förklaras med hjälp av ägandekoncentration. Ägandekoncentrationen påverkas bl.a. av hur stort inflytande och kontroll den största ägaren har över företaget samt hur samspelet och relationen mellan ägarna ser ut. En starkare ägandekoncentration leder i många fall till att övervakningen av företaget och dess ledning ökar då en stor aktieägare har större incitament att göra detta, vilket i sin tur leder till att agentkostnaderna minskar (Overland m.fl., 2012).

Ägarstrukturen och koncentrationen skiljer sig från företag till företag men också typen av ägare är olika. Under senare år har det institutionella ägandet, i form av bl.a. pensionsfonder, banker och försäkringsbolag, ökat i svenska företag. Enligt rapporten *Aktieägandet i Sverige 2017* av Euroclear Sweden AB (2018) står institutionella ägare för 89 procent av det totala marknadsvärdet på den svenska börsen. Det höga institutionella ägandet kan påverka den svenska ägarmodellen då dessa i vissa fall agerar som passiva ägare med ett större fokus på kortsiktig avkastning, vilket går emot hur en storägare i normala fall agerar (Tson Söderström, 2003). Att det institutionella ägandet har ökat på börsen har med andra ord lett till att ägare med ett personligt ägarintresse till allt större del saknas, detta kan i sin tur påverka hur relationen mellan ledning och ägare ser ut (Åkesson, 2008). Andelsägarna i de institutionella företagen står för kapitalet och därmed också den finansiella risken medan rösträtten innehas av själva bolaget, denna uppdelning leder till att kontrollen och övervakningen av företaget försvagas, åtminstone i de fall de institutionella företagen agerar passivt (Regeringskansliet, 2008). Annan forskning menar dock att institutionella ägare i allt större utsträckning går mot att agera mer aktivt i företagen de äger andelar i och därmed beter sig mer som fysiska aktieägare i fråga om att utöva sin rösträtt och engagera sig i företagets aktiviteter (Crutchleya m.fl., 1999).

Bransch

Enligt Bowen m.fl. (1982) finns det en signifikant skillnad mellan olika branschers kapitalstruktur. Företag påverkas av den bransch de befinner sig i då de tenderar att närma sig genomsnittet för soliditet i den aktuella branschen. Bradley m.fl. (1984) menar att branschtillhörighet kan förklara upp till 25 procent av kapitalstruktursskillnader inom länder.

Olika branscher utsätts för olika typer av rörelserisk vilket kan påverka vilken finansiell risk företag vågar ta. Hur kapitalintensiv en bransch är kan också påverka kapitalstrukturen, då företag i kapitalintensiva branscher kan antas ha mer materiella anläggningstillgångar och anses då ha bättre förutsättningar att ta lån. Kapitalstrukturen kan också påverkas av om en bransch är reglerad eller inte. En reglerad bransch har mer stabila kassaflöden och lägre risk för konkurs och borde p.g.a. detta ha en lägre soliditet (Frank & Goyal, 2009). Som tidigare nämnt kom även Margaritis och Psillaki (2010) fram till att bransch är en avgörande faktor för ett företags kapitalstruktur, då variablerna påverkade företagen olika i olika branscher.

Materiella tillgångar

Enligt Rajan och Zingales (1995) påverkar andelen materiella tillgångar i balansräkningen kapitalstrukturen. Detta då materiella tillgångar kan användas som säkerhet vid låntagning, vilket i sin tur leder till att agentkostnader för bankerna minskar. Företag med en större andel materiella tillgångar har på så sätt lättare att ta lån och skuldsättningen hos dessa bör generellt sett vara högre. Även Santos m.fl. (2013) menar att företag med en större andel materiella tillgångar tenderar att ha en högre skuldsättning då kreditgivare är beredda att ge företagen bättre kreditvillkor och externt kapital blir därigenom mer förmånligt än finansiering genom eget kapital. Författarna menar att denna påverkan är störst i länder där bankerna är viktigare finansiärer än aktiemarknaden.

Framtida tillväxt

Företag som antas ha en framtida tillväxt bör välja en finansiering med större andel eget kapital då mer skuldsatta företag oftare avstår från lönsamma investeringar (Myers, 1977). För att kunna göra framtida investeringar är det med andra ord viktigt att företaget har en relativt hög soliditet för att säkra möjligheterna att kunna ta lån i de fall intern finansiering inte är möjlig. Rajan och Zingales (1995) menar att det finns en positiv relation mellan tillväxt och soliditet och att företag bör välja finansiering genom eget kapital oberoende av om det anskaffas internt, genom upparbetat kapital, eller externt, via nyemission.

Storlek

Rajan & Zingales (1995) menar att storlek kan ses som en proxy för både risk för konkurs samt information som finns tillgänglig för externa investerare. För det förstnämnda gäller att ju större företaget är desto lägre är risken för konkurs och storlek antas således vara negativt korrelerad med soliditet. Dock bör korrelationen enligt författarna vara svag i länder där kostnaderna för konkurs är små. Ses storlek istället som en proxy för tillgänglig information kan en positiv korrelation antas då företag föredrar finansiering genom eget kapital framför lån eftersom mer information minskar risken för investerare och därigenom avkastningskraven.

Mindre företag har inte heller samma tillgång till kapitalmarknaden, vilket gör det betydligt svårare och dyrare för dessa att finansiera sig via lån och kan på grund av detta antas ha en högre andel eget kapital samtidigt som större företag i större utsträckning förlitar sig på lånefinansiering (Friend & Lang, 1988).

Lönsamhet

Ett företags tidigare lönsamhet, eller mer specifikt ett företags ackumulerade vinster, har en direkt påverkan på ett företags nuvarande kapitalstruktur vilket Titman och Wessels (1988) tar upp i sin artikel och hänvisar till Myers (1984) pecking order teori. Pecking order teorin menar att lönsamhet påverkar kapitalstrukturen då lönsamma företag tenderar att finansiera sig genom internt upparbetat kapital. Myers hävdar att informationsasymmetrin som råder mellan företagsledningen och ägarna leder till att företag hellre väljer intern finansiering framför extern, och i de fall extern finansiering krävs föredrar företag generellt sett lån framför eget kapital.

Risk

Hur företag väljer att finansiera sig kan förklaras genom att undersöka den risk företag möter. Den totala risk som företag möter kan delas upp i rörelserisk och finansiell risk, där rörelserisken påverkas av den politik företag väljer gällande bl.a. investeringar, produkter och marknader, medan den finansiella risken beror på vilken typ av finansiering företaget väljer och kan uttryckas som skillnaden mellan den totala risken och rörelserisken. Ju lägre soliditet ett företag har, under förutsättningen att rörelserisken är densamma, desto högre total risk. Utifrån detta samband kan risk antas vara en avgörande faktor för företags kapitalstruktur då kapitalstrukturen påverkar hur stor den finansiella risken blir (Johansson & Runsten, 2017).

Risk kan ses på olika sätt, aktieägare är oftast intresserade av den systematiska risken, dvs. marknadsrisken, då de med en diversifierad portfölj kan eliminera den idiosynkratiska risken, dvs. den företagsspecifika risken, medan ledningen är mer intresserad av företagets totala risk då de i större grad är utsatta för företagsspecifik risk (Mehran, 1992). Mehran (1992) menar att banker ser företags rörelserisk som ett mått på hur säkra företagen är, utifrån detta perspektiv och baserat på pecking order teorin och trade-off teorin kan företag med högre risk antas ha en högre soliditet. Även enligt Friend och Lang (1988) påverkar rörelserisk företags kapitalstruktur då riskfyllda företag tenderar till att låna mindre. Dock kom Hela Wellalage och Locke (2015) fram till att det finns ett motsatt förhållande där ökad risk istället leder till en lägre soliditet.

Institutionell miljö

Den institutionella miljön antas påverka hur kapitalstrukturen ser ut i företag. Öztekin och Flannery (2012) menar att företags kapitalstruktur både reflekterar sina egna egenskaper men också den institutionella miljön den verkar i. De menar att finansiella traditioner inom landet påverkar företagets kapitalstruktur och förklarar med hjälp av trade-off teorin att länder med bra institutioner minskar transaktionskostnaderna vid långivning och därmed ökar lånefinansieringen i företag. Pereira Alves och Ferriera (2011) undersöker kapitalstrukturen i 31 länder och kommer fram till att landsspecifika variabler som marknadsutveckling, bankutveckling, korruptionsindex och inflation har en stor inverkan på kapitalstrukturen i företagen.

2.3 Sammanfattning teoretisk referensram

Den teoretiska referensramen utgår från ett antal av de olika faktorer som tidigare forskning har kommit fram till påverkar kapitalstrukturen, där fokus ligger på sambandet mellan ägandekonzentration och kapitalstruktur. Faktorerna har valts utifrån hur frekvent de förekommer i tidigare forskning samt tillgänglig information. Med det som grund tas ingen hänsyn till variablerna risk och institutionell miljö. Detta då risk delvis antas fångas av andra variabler och institutionell miljö anses irrelevant då denna studie baseras på företag i samma land och den institutionella miljön antas därför vara densamma för alla. Med hjälp av agentteorin, trade-off teorin samt pecking order teorin diskuteras de olika faktorernas påverkan och sambanden förklaras. Agentteorin används främst i syfte att försöka förstå och förklara hur relationen mellan ledningen och ägarna kan påverka kapitalstrukturen, där relationen kan antas se olika ut beroende på hur stark ägandekonzentrationen är. Trade-off teorin och pecking order teorin är relevanta då de på två olika sätt försöker förklara varför företags kapitalstruktur ser ut som den gör och med hjälp av dessa kan de olika variabelernas påverkan på kapitalstrukturen i olika branscher tolkas.

3. Metod

I detta kapitel förklaras och motiveras de olika metodval som gjorts i denna studie. Vidare beskrivs den statistiska modellen, förklaringsvariablerna som används samt hur datan samlats in och bearbetats. Kapitlet avslutas med en diskussion kring studiens validitet, reliabilitet och begränsningar samt för- och nackdelar med de metodval som gjorts.

3.1 Val av metod

Val av metod tar avstamp i syftet för denna rapport vilket är att undersöka sambandet mellan ägandekonzentration och kapitalstruktur i olika branscher på den svenska börsen samt om ett generellt samband kan hittas för urvalet som helhet. Målet är att utifrån objektiv data hitta ett generaliserbart resultat att dra slutsatser kring. Vid den typ av undersökning anses statistiska bearbetnings- och analysmetoder vara bäst lämpade (Patel & Davidson, 2011). För att uppnå detta grundar sig studien i kvantifierad data hämtad från databasen Retriever Business. Efter insamling av data bearbetades materialet i Excel och SPSS genom funktionerna deskriptiv data, korrelationsanalys och regressionsanalyser. Utifrån resultatet formades en slutsats med hjälp av redan etablerade teorier i ämnet. Studien hade kunnat genomföras med hjälp av intervjuer och därmed ta en kvalitativ form, nackdelen med den typen av genomförande är att informationen blir intervjupersonens uppfattning av verkligheten och därför inte lika objektiv som vid en kvantitativ metod, generaliserbarheten minskar med den typen av metod.

3.2 Valda variabler och definitioner av dessa

Nedan följer en sammanställning av variablerna som ingår i denna studie och hur dessa har definierats. För att genomföra en trovärdig analys krävs det fler oberoende variabler utöver ägandekonzentration. Detta då man i tidigare forskning sett att flera faktorer påverkar ett företags

kapitalstruktur. I valet av dessa variabler har tidigare forskning studerats för att se vilka faktorer som främst förekommer. I studien används samma variabler som i Rajan och Zingales artikel *What do we know about Capital Structure? Some Evidence from International Data* (1995). Rajan och Zingales artikel (1995) är välciterad samt att de i sin artikel hänvisar till tidigare forskning (Bradley m.fl., 1984; Long & Malitz, 1985; Harris & Raviv, 1991) som visat att dessa variabler främst påverkar kapitalstrukturen. De oberoende variablerna är *materiella tillgångar*, *tillväxt*, *storlek* samt *lönsamhet*. Utöver dessa fyra har variabeln *bransch* adderats då forskning visat att även branschtillhörighet tenderar att ha en viss påverkan på kapitalstrukturens utformning (Bradley m.fl., 1984, Jordan m.fl., 1998). I och med att denna studies syfte är att undersöka företag i flera olika branscher samt ifall skillnader föreligger mellan branscherna är variabeln nödvändig för att få fram önskat resultat.

Av de utvalda variablerna som nämns i den teoretiska referensramen kommer denna studie inte att ta hänsyn till institutionell miljö och risk. Då studien endast studerar svenska företag kan den institutionella miljön antas vara densamma för samtliga företag och därför tas ingen hänsyn till den variabeln. Risk är inte med av den anledningen att den variabeln sällan förekommer i annan forskning samt att storlek antas fånga en del av den risk företag möter, åtminstone risken för konkurs. Samtidigt kan rörelserisken antas vara liknande för företag inom samma bransch och således kan branschindelningen fånga en del av rörelserisken. Utöver detta kommer ingen hänsyn tas till institutionella ägare. Anledningen till detta är att viss tidigare forskning menar att institutionella ägare agerar mer och mer aktivt i beslutsfattande och i linje med aktieägarnas intressen (Crutchleya m.fl., 1999). Därmed uppstår ett tydligare agent-principal förhållande även mellan institutionella ägare och ledning.

Kapitalstruktur

Kapitalstruktur mäter förhållandet mellan skulder och eget kapital och är den beroende variabeln i studien. Det finns många olika sätt att definiera kapitalstruktur och i många studier används bland annat skulder genom totalt kapital som mått (Titman & Wessels, 1988; Rajan & Zingales, 1995; Ganguli, 2013) både med bokförda värden och marknadsvärden. Enligt Lindblom m.fl. (2011) är dock det vanligaste måttet för kapitalstruktur i Sverige soliditet (eget kapital/totala tillgångar), och i de allra flesta fall används bokförda värden (86,2 procent). Med hänsyn till detta kommer kapitalstruktur i denna studie att mätas som soliditet utifrån utgående bokförda värden.

$$\text{Soliditet} = \frac{\text{Eget kapital (bokfört värde)}}{\text{Totala tillgångar (bokfört värde)}}$$

Ägandekoncentration

Det finns många sätt att definiera ägandekoncentration på. I artikeln *Keeping it real or keeping it simple? Ownership concentration measures compared* (Overland m.fl., 2012) jämför författarna 20 olika mått på ägandekoncentration som använts i tidigare forskning. Enligt Overland m.fl. (2012) kan tidigare studiers skilda resultat bland annat förklaras av att forskarna använt sig av olika proxys för ägandekoncentration i sina regressionsanalyser. Frågan som uppkommer är vilket av måtten som bäst reflekterar ägandekoncentrationen och om enkla mått effektivt lyckas att fånga ägandeskapet eller om de mer teoretiska och avancerade måtten är nödvändiga.

Definitionerna fångar olika dimensioner av ägande vilket också leder till svårigheter att jämföra de olika forskningsresultaten.

Ägandekonzentration handlar till stor del om hur mycket kontroll en ägare har över företaget. Definitionen för en kontrollerande ägare är enligt Berle och Means (1932) en ägare som innehar minst 20 procent av aktierna i ett företag. Ett problem med en sådan indelning är att ingen hänsyn tas till skillnader mellan ägare mer än om de befinner sig över eller under gränsen (Overland m.fl., 2012). Ett annat sätt att mäta ägandekonzentration är genom Shapley-Shubik-indexet vilket är ett index över hur ofta en enskild aktör har den avgörande rösten och således ändrar koalitionen i en omröstning från förlorande till vinnande (Shapley & Shubik, 1954). Att använda detta index är i praktiken mycket svårt på grund av mängden möjliga uppsättningar av koalitioner som uppstår i och med det stora antalet ägare många företag har, modifikationer av indexet har istället använts i viss forskning inom ämnet (Overland m.fl., 2012).

Hur man väljer att definiera ägandekonzentration kan vara avgörande för vilka resultat en studie får, vilka olika definitioner som finns och som har använts i tidigare forskning är således viktigt att veta då det kan vara en anledning till varför resultaten skiljer sig åt. Overland m.fl. (2012) menar att den största ägarens röstandel fungerar som en bra proxy när man studerar ägandekonzentrationen utifrån ett agentperspektiv, då den största ägaren har de största möjligheterna att påverka övervakningen av ledningen. En nackdel med denna definition är dock att den största ägarens kontroll inte bara avgörs av dess röstandel utan beror även på hur stora övriga ägares andelar är. Santos m.fl. (2014) påpekar bland annat att ett företags finansiering påverkas av den andra ägarens storlek, då en större andra ägare kan inskränka på den största ägarens kontroll vilket påverkar vilken typ av finansiering den största ägaren föredrar. Ägande i ett företag med två stora ägare kan med hänsyn till detta ses som mer spritt än ett företag med en stor ägare och många mindre (Overland m.fl., 2012). Men i och med att denna studie främst utgår från ett agentperspektiv kommer den största ägarens röstandel användas som en proxy för ägandekonzentration.

$$\text{Ägandekonzentration} = \text{Största ägarens röstandel (\%)}$$

Bransch

Det finns många sätt att dela in företag i olika branscher. Bland annat kan SNI-koder användas vilket är en standard för svensk näringsgrensindelning och beskriver vilken typ av verksamhet som bedrivs i ett företag. För denna studie anses dock SNI-koderna vara för övergripande då väldigt olika verksamheter hamnar inom samma bransch. Även Retriever Business branschindelning är för generell då majoriteten av företagen räknas till branschen Företagstjänster trots vitt skilda verksamheter. Istället valdes Nasdaqs branschindelning där tio olika branscher ingår, vilka dessa är och hur många företag varje bransch innehåller, av de som ingår i denna studie, framkommer av tabellen nedan med undantag för Financials som har exkluderats ur denna studie.

Tabell 1. Urval - branscher

Bransch	Antal företag
Oil & Gas	2
Materials	11
Industrials	60
Consumer Goods	19
Consumer Services	20
Health care	29
Telecom	3
Utilities	1
Technology	22
Summa	167

Materiella tillgångar

Flera vetenskapliga artiklar (Titman & Wessel, 1988; Rajan & Zingales, 1995; Margaritis & Psillaki, 2009) som undersöker kapitalstrukturens utformning mäter materiella tillgångars påverkan på kapitalstrukturen. De utgår från definitionen materiella anläggningstillgångar genom totala tillgångar vilket även denna studie kommer att göra.

$$\text{Materiella tillgångar} = \frac{\text{Materiella anläggningstillgångar}}{\text{Totala tillgångar}}$$

Tillväxt

När det kommer till att definiera tillväxt finns det inom forskningen flera olika definitioner. En frekvent förekommande definition är marknadsvärdet av tillgångar genom bokfört värde av tillgångar som används av bland annat Myers (1977) och Rajan och Zingales (1995). Högt marknadsvärde i förhållande till det bokförda indikerar att finns investeringsmöjligheter och därigenom tillväxtpotentialer. Att flera olika definitioner används i samma studie är inte ovanligt. Titman och Wessels (1988) tar upp tre olika definitioner: investeringar i anläggningstillgångar genom totala tillgångar, forskning och utveckling genom försäljning samt procentuell förändring i totala tillgångar. Utifrån dessa definitioner och tillgänglig information anses den procentuella förändringen i totala tillgångar vara en lämplig definition i denna studie. En nackdel med denna definition är dock att den utgår från balansräkningen och således missar tillväxt i form av t.ex. omsättning. Många tjänsteföretag som växer gör det främst i omsättning utan att balansomslutningen förändras i någon större utsträckning, att mäta tillväxt som förändringar i totala tillgångar gör att denna typ av tillväxt missas. Ett alternativ till denna studies valda definition hade alltså varit att mäta tillväxt som den procentuella förändringen i omsättning, men då denna studie har tidigare forskning som utgångspunkt och ingen av de studier som undersökts använder sig av den definitionen valdes en mer frekvent förekommande. Samtidigt hade inte en lika tillförlitlig jämförelse med tidigare resultat varit möjlig.

$$\text{Tillväxt} = \text{Förändring i totala tillgångar (\%)}$$

Storlek

För att mäta företagets storlek används den naturliga logaritmen av nettoomsättning. Denna definition används bland annat av Titman och Wessels (1988), de menar att storlekens påverkan på kapitalstrukturen, om den existerar, främst påverkar små företag. Vid logaritmering ändras betydelsen av variabeln och ett icke-linjärt samband söks istället för ett linjärt, detta för att fånga den avtagande påverkan företagets storlek antas ha på kapitalstrukturen. Dvs. en förändring i storleken hos ett litet företag kommer att påverka kapitalstrukturen mer än vid en förändring i storlek hos ett större företag, för att fånga den effekten krävs en logaritmisk omvandling (Jaggia & Kelly, 2019).

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

Lönsamhet

Inom litteraturen används olika definitioner för lönsamhet, många studier använder sig av olika räntabilitetsmått. Margaritis och Psillaki (2009) och Ganguli (2013) använder sig av EBIT genom totala tillgångar, vilket är en form av räntabilitet på totalt kapital. Åkesson (2008) fann i sin licentiatuppsats att räntabilitet på totalt kapital var det absolut vanligaste lönsamhetsmättet under 80-talet för de 16 svenska börsnoterade företag han undersökte. Mättet tappade efter det dock popularitet och räntabilitet på sysselsatt kapital blev allt vanligare. Lönsamhet i denna studie mäts trots detta som räntabilitet på totalt kapital, där rörelseresultat plus finansiella intäkter ställs i förhållande till totala tillgångar. Valet grundar sig i den information som finns tillgänglig i databaser samt vad som anses vara praktiskt genomförbart under rådande förutsättningar.

$$\text{Lönsamhet} = \frac{\text{Rörelseresultat} + \text{finansiella intäkter}}{\text{Totala tillgångar}}$$

3.3 Statistisk modell

Syftet med studien är att undersöka det eventuella samband som finns mellan ägandekoncentration och kapitalstruktur, både branschvis och på urvalet som helhet. För att utföra detta och få ett trovärdigt resultat krävs det att beaktande tas till andra oberoende variabler, detta då det finns flera tänkbara variabler som kan antas påverka företags kapitalstruktur. Vid val av statistisk modell lämpar sig därför multipel linjär regressionsanalys bäst. Regressionsanalysens syfte är att undersöka hur mycket av variansen i den beroende variabeln, i detta fall soliditet, som kan förklaras av de oberoende variablerna i modellen bl.a. ägandekoncentrationen samt att se om ett linjärt samband existerar (Djurfeldt m.fl., 2018). Hur väl modellen fångar upp variansen mäts med hjälp av justerat R2, där ett värde på 1 innebär att all varians kan förklaras med modellen och ett värde på 0 att ingen av variansen kan förklaras. I och med att regressionsmodellerna i denna studie innehåller flera förklaringsvariabler används justerat R2 istället för R2, detta då R2 tenderar att öka när fler förklaringsvariabler läggs till i modellen trots att modellen inte alltid kan förklara variationen bättre. Justerat R2 tar hänsyn till det ökade antalet förklaringsvariabler och ger således en mer rättvisande bild av hur mycket

modellen kan förklara (Jaggia & Kelly, 2019).

Ekvationen för den multipla regressionsmodellen ser ut enligt följande:

$$y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + b_kx_k + e$$

där Y är den beroende variabeln, a är konstanten, b_i är betakoefficienten som förklarar hur stor påverkan respektive oberoende variabel har i regressionen, x_i är den oberoende variabeln och e är residualen vilket är den del av beroende variabeln som inte kan förklaras av modellen (Djurfeldt m.fl., 2018).

Utifrån ovan nämnda modell ser denna studies regressionsmodeller ut enligt följande:

$$\text{Soliditet} = a + b_1\text{Ägandekonzentration} + b_2\text{Materiella tillgångar} + b_3\text{Tillväxt} + b_4\text{Storlek} + b_5\text{Lönsamhet} + e$$

$$\text{Soliditet} = a + b_1\text{Ägandekonzentration} + b_2\text{Materiella tillgångar} + b_3\text{Tillväxt} + b_4\text{Storlek} + b_5\text{Lönsamhet} + b_6\text{Oil \& Gas} + b_7\text{Materials} + b_8\text{Industrials} + b_9\text{Consumer Goods} + b_{10}\text{Consumer Services} + b_{11}\text{Health Care} + b_{12}\text{Telecom} + b_{13}\text{Utilities} + e$$

Den första regressionsmodellen används när sambandet mellan ägandekonzentration och soliditet undersöks i de olika branscherna och den andra för urvalet som helhet.

I regressionsmodellen för hela urvalet är datan för de olika branscherna av kvalitativ karaktär och för att inte få ett missvisande resultat användes dummyvariabler för dessa. Vid användning av dummyvariabler antar de olika branscherna värdena 0 eller 1, 1 antas för den bransch som observationen gäller och övriga branscher antar värdet 0 för den observationen. Dvs. om observationen tillhör exempelvis Materials, antar den 1 i Materials men 0 i alla andra branscher. Branschen Technology används i denna modell som en referenskategori vilken de övriga branscherna jämförs mot och är därför inte med i regressionsmodellen. Om alla dummyvariabler skulle inkluderas i modellen uppstår perfekt multikollinjäritet och en modell kan då inte estimeras, misstaget att ha med alla kategorier benämns som dummyvariabelfällan (Jaggia & Kelly, 2019).

Utöver regressionsanalysen genomfördes Spearmans korrelationstest, vilket är ett icke-parametriskt test. Ett korrelationstest visar om de olika variablerna korrelerar med varandra på en signifikant nivå. Spearmans korrelationstest valdes då datan inte uppfyller alla kriterier för ett parametriskt test. Detta då branscherna är av nominalskala, vilket betyder att datan endast kan kategoriseras, och parametriskt test kräver att datan är av intervall- eller kvotskala. Parametriska test kräver mer informativ data och intervall- och kvotdata är de två mest informativa mätskalorna då de både kan rangordnas och grupperas. Dock bör man ha i åtanke att icke-parametriska test inte är lika robusta som parametriska test då datan rangordnas och därmed bortser från eventuellt användbar information (Jaggia & Kelly, 2019).

3.4 Urval

Urvalet i denna undersökning är avgränsat till svenska börsnoterade företag. Denna avgränsning gjordes då information kring börsnoterade företag är mer lättillgänglig och mycket finns samlat i olika databaser. Urvalet bidrar dock till en minskning av generaliserbarheten i studien då resultaten inte kan antas gälla för onoterade företag också. Valet att enbart undersöka svenska företag grundade sig i att den institutionella miljön antas påverka kapitalstrukturen. Inom ett land kan den institutionella miljön dock anses vara lika för alla företag och därför behövs ingen hänsyn tas till den.

Urvalet gjordes utifrån Nasdaq Stockholms small, mid och large cap lista. Bank- och finansföretag exkluderades ur studien då dessa har speciella regleringar rörande kapitalstrukturen och skulle därmed kunna ge missvisande resultat om de togs med. En avgränsning i tid gjordes och studien undersökte företagen i tidsperioden 2013-2017. Anledningen till att ha en period på fem år trots att det inte är förändring över tid som undersöks är för att utöka antalet observationer och därmed förbättra precisionen i undersökningen. Studien tar ingen hänsyn till att datan är observerad i olika tidpunkter och baseras därför på tvärsnittsdata. En närmare beskrivning av vilka företag som ingår i studien ges i avsnitt 3.5.2 Insamling av data.

3.5 Datainsamling

3.5.1 Insamling av tidigare forskning

För att få en överblick av ämnet och den forskning som redan gjorts påbörjades denna studie med att söka upp relevanta artiklar och böcker. Sökningen utgick i första hand från Göteborgs Universitetsbiblioteks hemsida ub.gu.se och deras funktion "Supersök". Sökningar på väsentliga nyckelord för studien, såsom "capital structure", "ownership structure" och "ownership concentration", resulterade i en stor mängd träffar på vetenskapliga artiklar inom området. Engelska ord användes för att bredda sökningen medan kombinationer av dessa sökord användes för att begränsa antalet träffar samt att hitta relevanta artiklar för just denna studie. Den första artikeln i sökningen på "capital structure + ownership structure" var *Capital structure - does ownership structure matter? Theory and Indian evidence* (Ganguli, 2013), med hjälp av referenserna i den artikeln påbörjades kartläggandet kring relevanta teorier och artiklar. Arbetet fortlöpte sedan med att undersöka fler träffar på bibliotekets hemsida samt artiklarnas referenser. Genom att på detta sätt gå från artikel till artikel kunde ett mönster urskönjas med återkommande teorier och citerade artiklar vilket gav en bild av vilken forskning som var viktigt och relevant inom området och således för denna studie.

3.5.2 Insamling av data

Datainsamlingen gjordes från databasen Retriever Business, via årsredovisningar samt från böcker. Databasen Retriever Business är bl.a. tillgänglig för studenter vid Göteborgs Universitet via Universitetsbiblioteket och innehåller information om alla Sveriges bolag.

För att urskilja de företag som skulle ingå i studien användes Retriever Business sökfiter där bolagsformen aktiebolag valdes samt börslistorna Small Cap, Mid Cap och Large Cap och åren 2013-2017. Detta gav ett resultat på 305 företag. Utöver detta valdes ett antal variabler (soliditet, avkastning på totalt kapital, s:a materiella tillgångar, totala tillgångar samt nettoomsättning aktiebolag) för att kunna beräkna den beroende och de oberoende variablerna som användes i regressionsmodellen. Med tanke på att informationen som hämtades kommer ifrån företagens årsredovisningar kan det finnas viss mätproblematik. Företagen kan ha valt olika redovisningsprinciper vilket i sin tur påverkar olika poster i de finansiella rapporterna. Detta då tillgångar och skulder kan värderas på olika sätt samt att intäkter och kostnader kan tas upp i olika perioder vilket påverkar finansiella nyckeltal. Dessa skillnader bedöms dock inte vara så pass stora att de påverkar resultaten i alltför stor utsträckning då många av de företag som är noterade kan antas klassas som stora eller tillhöra en koncern vilket innebär att de följer liknande regelverk och redovisningsprinciper.

Informationen från Retriever Business exporterades sedan till Microsoft Excel för att kunna bearbetas. För att bestämma de olika företagens branschtillhörighet användes Nasdaqs egen branschindelning. Indelningen gjordes manuellt genom att undersöka varje företag på Nasdaqs hemsida, och sedan fördes informationen in i excelarket med övrig data. Nasdaq har tio olika branscher, Oil & Gas, Materials, Industrials, Consumer Goods, Consumer Services, Health Care, Telecom, Utilities, Financials och Technology.

Av de 305 företag som sökningen gav togs de företag bort som enligt Nasdaqs hemsida tillhörde sektorn Financials, i syfte att eliminera de företag som kan tänkas ha restriktioner gällande sin kapitalstruktur, vilket innebar att urvalet minskade med 48 företag. Utöver detta togs de företag bort som inte varit noterade under hela tidsperioden eller varit noterade på andra börser, detta då noteringen i sig skulle kunna driva kapitalstrukturen. Elimineringen minskade urvalet med 87 företag. Detta val medför dock att de företag som antingen gått i konkurs, bytt börs, avnoterats eller noterats efter år 2013 inte togs med och det kan i sin tur försvaga studiens resultat. Den sista eliminering som gjordes var av Lundin Mining, Epiroc AB samt ABB Norden Holding. Anledningen till att dessa elimineringar gjordes var att ingen information gällande deras ägandekonzentration kunde hittas och var på grund av det inte användbara. I och med detta kvarstod 167 företag och 835 observationer som underlag för undersökning.

Tabell 2. Företag och bortfall

	Börsnoterade företag	Finansiella företag, bortfall	Ej hela perioden	Ytterligare bortfall	Underlag för undersökning
Antal företag	305	48	87	3	167

När elimineringar gjorts och urvalet var klart påbörjades insamlingen av data kring ägandekonzentration. Detta inhämtades manuellt, dels genom årsredovisningar men också med hjälp av sammanställning i bokform, detta då varken Retriever Business eller andra tillgängliga databaser tillhandahöll den typen av information. Mellan åren 1989–2015 gavs boken *Ägarna och Makten i Sveriges börsföretag* av Sven-Ivan Sundqvist ut, vilket är en sammanställning av de 25 största ägarna för varje svenskt börsnoterat företag. Vid inhämtning av data för åren 2013, 2014 och 2015 användes dessa böcker som underlag. För åren 2016 och 2017 hittades ingen sammanställning av de största ägarna varken i bokform eller via databas, detta samlades därför in manuellt. Insamlandet gjordes med hjälp av respektive företags årsredovisning för önskat år.

Detta fördes sedan in i excelfilen med övrig data.

3.6 Bearbetning och tolkning av data

I Microsoft Excel strukturerades datan upp vilket förenklade möjligheterna att överblicka all data för att upptäcka eventuella fel. Vid denna granskning uppmärksammades viss avsaknad av och oriktigheter kring datan, vilka rättades genom att gå in på respektive företags årsredovisningar. Bl.a. var Lundin Petroleum ABs och vissa av Thetys Oil ABs finansiella rapporter i dollar, vilket justerades med valutakursen som enligt Sveriges Riksbank rådde sista vardagen innan räkenskapsårets slut. Valet att inte eliminera de observationer som var felaktiga, utan istället rätta dem, grundade sig i att behålla så många observationer som möjligt för att inte försvaga studiens resultat. Granskningen av datan som utfördes var stickprovsbaserad vilket innebär att filen sågs över och de siffror som i förhållande till övriga uppgifter såg felaktiga ut kontrollerades för att i sådana fall ändras, även siffror som såg korrekta ut kontrollerades för att se att de stämde. Datafel kan fortfarande ha funnits, men dessa bedömdes inte vara så pass omfattande att de påverkade resultatet i någon speciell riktning.

För att analysera datan i denna studie användes statistikprogrammet SPSS. Excelfilen med strukturerad och rättad data importerades till SPSS och första analysen som gjordes var av deskriptiv art. Analysen gav medelvärde, median, standardavvikelse samt skevhet för variablerna soliditet, ägandekoncentration, tillväxt, materiella tillgångar och lönsamhet. Skevhet används som mått för att mäta graden av asymmetri i variabeln. En symmetrisk fördelning, exempelvis en normalfördelad kurva, har en skevhet på 0. Om en variabel har en asymmetrisk fördelning åt höger eller vänster antar skevhetskoefficienten ett positivt respektive negativt tal. En kurva som är skev åt höger har ett medelvärde som är högre än medianen och en skevhetskoefficient som är positiv, det innebär att fler observationer ligger till vänster om medelvärdet men det finns extremvärden till höger som drar upp medelvärdet, kurvan har således en tjockare svans till höger. Ju mer skevhetskoefficienten avviker från 0 desto skevare är fördelningen. Skevhetskoefficienten är viktig att undersöka för att veta om datan är snedfördelad åt något håll (Jaggia & Kelly, 2019).

För att upptäcka eventuella "outliers" dvs. extremvärden i datan åt det ena eller det andra hållet, så användes funktionen "casewise diagnostics" i SPSS. Denna funktion visar vilka observationer som hamnar utanför gränsvärdet, vilket i denna undersökning sattes till tre standardavvikelser från medelvärdet. Detta resulterade i sex stycken outliers, men dessa ansågs inte ha någon direkt inverkan på resultatet och behölls därför i studien. I Hagbergs doktorsavhandling (2013) refererar han till Marton (1998) som förklarar att fördelen med att behålla extremvärdena är att antalet observationer är oförändrat, nackdelen är däremot att extremvärden i vissa fall kan påverka resultatet i en riktning som gör att det önskade sambandet inte uppmärksammas.

I detta skede gjordes även Spearmans korrelationstest. Korrelationstest görs för att mäta om och i sådana fall hur olika variabler har ett samband till varandra. Koefficienten i korrelationstestet förklarar hur starkt förhållandet är och kan ta ett värde mellan -1 och 1. Koefficienten -1 innebär perfekt negativ korrelation mellan de två variablerna, och 1 innebär perfekt positiv korrelation mellan variablerna. Negativ korrelation betyder att ökande värden hos den ena variabeln sammanhänger med sjunkande värden hos den andra variabeln. För positiv korrelation

sammanhänger ökande värden hos den ena variabeln med ökande värden hos den andra. Dock behöver inte en korrelation i en korrelationsmatris innebära att kausalitet faktiskt finns (Jaggia & Kelly, 2019).

Utöver detta gjordes en multipel linjär regressionsanalys, per bransch, med soliditet som beroende variabel, ägandekonzentration som oberoende variabel och övriga som oberoende kontrollvariabler samt en regressionsanalys för hela urvalet där bransch utgjordes av dummyvariabler. Vid en multipel linjär regressionsanalys skattar man en funktion för att förklara observerad data. Funktionen utgår ifrån en beroende variabel och två eller flera oberoende variabler (Jaggia & Kelly, 2019). Då denna studie innefattade flera förklaringsvariabler passade denna modell väl. Det gjordes flera regressionsanalyser, en regression per bransch med endast de observationer som tillhörde den specifika branschen samt en med samtliga observationer. För branschen Utilities gjordes ingen regression då den endast innehöll ett företag och sammantaget fem observationer, p.g.a. det låga antalet observationer var en regression inte möjlig att göra. Utifrån regressionsmodellerna tolkades de olika variabelernas ostandardiserade betakoefficienter och deras signifikansnivå för att förstå hur stor effekt de olika variablerna hade på soliditeten samt om sambanden kunde bevisas statistiskt. Nackdelen med att använda ostandardiserade koefficienter är dock att man inte kan jämföra alla variabler direkt med varandra då de har olika måtenheter. Vidare tolkades även förklaringsgraden genom modellernas justerade R² och intercept.

De teorier och den tidigare forskning som nämndes i föregående kapitel ligger också som grund för analys i denna studie. Med hjälp av teorierna fördes resonemang om hur de olika sambanden som identifierades kan förklaras och hur resultatet står sig med den tidigare forskningen som finns inom området. Utifrån analysen drogs sedan slutsatser kring sambanden mellan de olika variablerna och kapitalstruktur.

3.7 Studiens trovärdighet

3.7.1 Validitet

För att kunna bedöma undersökningens validitet måste man se till valet av mätmetoder, definitioner samt den insamlade datan som använts (Djurfeldt m.fl., 2018). I denna undersökning handlar det främst att se till definition av variabler. Beroende på definition av variabler fångas olika dimensioner av den variabeln, och val av definition kan därför diskuteras. Definitionerna i denna undersökning baseras på tidigare forskning och kan därför anses motsvara hög validitet ur den aspekten. Det som däremot kan kritiseras är det faktum att det förekommer flera olika definitioner inom tidigare forskning, mätbarheten mellan denna undersökning och vissa tidigare forskningsresultat blir därmed försvagad. Exempelvis skriver Overland m.fl. (2012) om 20 olika sätt att mäta ägandekonzentrationen i ett företag. Av dessa 20 valdes största röstandel som definition i denna studie, att jämföra med forskning som baseras på en annan definition av ägandekonzentration blir därmed svårt och valet kan således diskuteras.

3.7.2 Reliabilitet

Reliabiliteten handlar om själva genomförandet av undersökningen, insamlandet av data samt replikerbarheten i utförandet. För att undersökningen ska anses vara tillförlitlig ska undersökningen kunna replikeras och samma eller liknande resultat ska uppnås (Djurfeldt m.fl., 2018). Denna undersökning bygger på enkla insamlingsmetoder och officiell information samt välkända analysmodeller i form av regression, korrelation och deskriptiv data och anses därför uppnå reliabilitet. Informationen inhämtades från tre olika källor, databasen Retriever Business, respektive företags årsredovisningar samt via böcker vilket dock ökar risken för eventuella fel. Svensk redovisning och redovisningsregler bedöms vara av god kvalitet och informationen från Retriever Business och separata årsredovisningar kan därför antas vara av samma kvalitet, däremot med reservation för slumpmässiga felaktigheter. Då en viss del av datan har samlats manuellt via årsredovisningar och böcker finns det risk för fel p.g.a. den mänskliga faktorn, men stickprov gjordes i efterhand för att minimera denna risk.

3.7.3 Begränsningar

Denna studie grundar sig i en kvantitativ metod vilket medför en del begränsningar, då en kvantitativ metod inte tar hänsyn till de faktiska anledningarna och den irrationalitet som kan ligga bakom vissa beslut. Anledningen till att denna typ av metod ändå valdes var att den ger möjlighet att dra generella slutsatser utifrån ett urval. Hade en kvalitativ metod valts hade en djupare analys av de bakomliggande anledningarna kring beslut om företagets kapitalstruktur varit möjlig men inga generella slutsatser hade kunnat dras. Resultaten i denna studie kan därför bara visa tendenser på samband mellan ägandekonzentration och kapitalstruktur men ingen kausalitet kan fastställas.

4. Resultat och analys

Nedan redovisas de resultat som framkommit i denna studie. Första delen innehåller en tabell med beskrivande statistik för hela urvalet samt en korrelationsmatris. Därefter presenteras regressionsanalyserna per bransch, för de fall där sambandet mellan ägandekonzentration och soliditet visar signifikans, och sist i detta kapitel presenteras resultatet av regressionsanalysen för urvalet som helhet.

4.1 Beskrivande statistik

I tabellen nedan återfinns den beskrivande statistiken per variabel. Variablerna är soliditet, ägandekonzentration, tillväxt, materiella tillgångar, storlek och lönsamhet. N är antal observationer som är giltiga i undersökningen och efter det visas urvalets medelvärde, median, standardavvikelse från medelvärdet, skevheten samt minimum- och maximumvärde för respektive variabel.

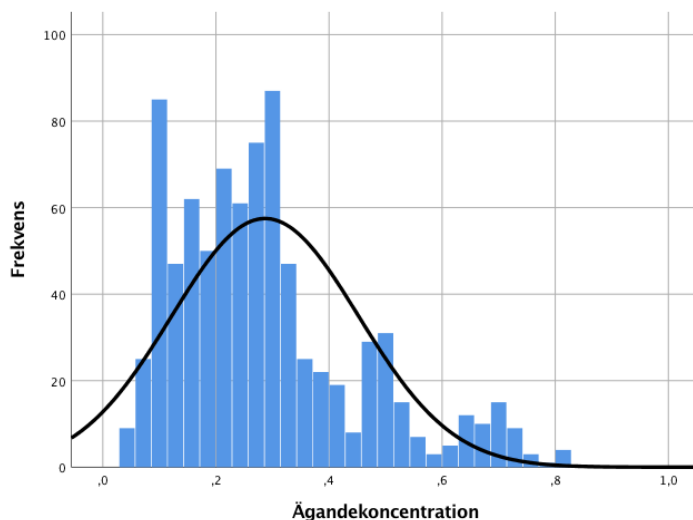
Tabell 3. Beskrivande statistik

Beskrivande statistik							
	N	Medelvärde	Median	Standardavvikelse	Skevhet	Minimum	Maximum
Soliditet	835	0,499	0,472	0,189	0,315	-0,306	0,996
Ägandekonzentration	835	0,287	0,259	0,166	2,027	0,035	0,817
Tillväxt	835	0,149	0,052	0,654	9,287	-0,884	9,599
Materiella tillgångar	835	0,145	0,075	0,183	2,133	0,000	0,941
Storlek	835	14,424	14,412	2,435	-0,744	2,639	19,629
Lönsamhet	835	0,050	0,075	0,186	-3,329	-1,742	0,846

Medelvärdet för soliditet i denna undersökning är 49,9 procent medan medianen är 47,2 procent vilket visar att det föreligger en viss positiv skevhet i fördelningen av data. Dock är skevhetskoefficienten 0,315 vilket indikerar att den positiva skevheten inte är så stor utan att de flesta observationer är jämnt fördelade kring medelvärdet vilket innebär att observationerna är någorlunda normalfördelade. Standardavvikelsen ligger på 18,9 procentenheter vilket däremot tyder på en relativt stor spridning mellan värdena vilket också bekräftas av minimum- och maximumvärdena på -30,6 procent och 99,6 procent.

Även ägandekonzentrationen, som är variabeln av störst betydelse i denna undersökning och mätt som den största ägarens röstandel, visar en viss positiv skevhet när medelvärde och median jämförs. Medelvärdet är ca 28,6 procent medan medianen är ca 25,9 procent, här är skevhetskoefficienten lite högre än i fallet med soliditet och ligger på 1,027 vilket innebär att denna fördelning är mer snedfördelad åt höger, dvs. har fler extremvärden åt höger i kurvan som drar upp medelvärdet från medianen, vilket också går att se i figuren nedan. Standardavvikelsen på 16,56 procentenheter tyder på en spridning i värden vilket även minimum och maximumvärdena visar med 3,5 procent som minsta och 81,7 procent som största röstandel.

Figur 1. Fördelning av ägandekonzentration



I statistiken kring tillväxt uppvisas större snedfördelning i datan då medelvärdet är 14,9 procent medan medianen endast ligger på ca 5,2 procent och skevhetskoefficienten är så hög som 9,27. Det innebär att de flesta observationer ligger till vänster om medelvärdet men att det finns

observationer långt till höger vilket gör att kurvan får en bred svans till höger. Det visar att vissa observationer har hög tillväxt i förhållandet till medelvärdet. Standardavvikelsen talar också för stor spridning i datan då den uppgår till 65,4 procentenheter, vilket ses i maximumvärdet på ca 955 procent till skillnad från minimumvärdet på -88,4 procent. Denna snedfördelning kan bero på valet av definition, då alla branscher inte nödvändigtvis växer i balansomslutning och viss tillväxt därför inte fångas. Variabeln materiella tillgångar uppvisar liknande medelvärde och median som tillväxt med värden på 14,9 procent respektive 7,5 procent, däremot är spridningen mindre och kurvan mer normalfördelad då standardavvikelsen ligger på 18,3 procentenheter och skevhetskoefficienten 2,133, minimum- och maximumvärden på 0 procent till 94 procent.

Både storlek och lönsamhet uppvisar motsatt statistik, med högre medelvärden än median. För storlek är medelvärdet 14,41 medan medianen är 14,42, och för lönsamhet är medelvärdet 5,04 procent och medianen 7,5 procent. Som värdena visar så är skevheten i dessa två variabler negativ, men mindre i storlek än i lönsamhet med koefficienterna -0,744 respektive -3,329. Standardavvikelseerna visar också på spridning, med 2,43 enheter i storlek och 18,2 procentenheter i lönsamhet. Vilket även syns i minimum och maximumvärdena, spannet för storlek är mellan 2,64 och 19,6, och för lönsamhet mellan -174,2 procent och 84,6 procent.

Tabell 4. Korrelationsmatris

	Soliditet	Ägandekonzentration	Tillväxt	Materiella tillgångar	Storlek	Lönsamhet
Soliditet	1					
Ägandekonzentration	-0,124**	1				
Tillväxt	0,064	0,074*	1			
Materiella tillgångar	-0,171**	0,167**	-0,107**	1		
Storlek	-0,421**	0,217**	0,031	0,468**	1	
Lönsamhet	0,170**	0,078*	0,274**	0,096**	0,245**	1
Oil & Gas	0,178**	-0,094**	0,036	0,148	0,013	0,023
Materials	0,090**	-0,020	-0,057	0,339**	0,136**	-0,101**
Industrials	-0,267**	0,129**	0,057	0,082*	0,204**	0,111**
Consumer Goods	0,014	0,022	-0,038	0,067	0,097**	0,070*
Consumer Services	-0,100**	-0,010	-0,038	0,093**	0,164**	0,029
Health care	0,239**	-0,042	0,037	-0,230**	-0,404**	-0,162**
Telecom	-0,038	0,149**	-0,079*	0,065	0,102**	-0,029
Utilities	-0,057	-0,094**	-0,090**	0,125**	-0,083*	-0,078*
Technology	0,099**	-0,139**	0,031	-0,363**	-0,210**	0,027

** $p < 0,01$, * $p < 0,05$

I denna studie sattes samtliga beroende och oberoende variabler i förhållande till varandra för att se om, på vilket sätt och hur mycket de korrelerade med varandra, vilket kan ses i tabellen ovan. Mellan beroende variabeln soliditet och oberoende variabeln ägandekonzentration visar korrelationsmatrisen ett negativt samband på -0,124 som är signifikant på en enprocentig nivå. Det är ett negativt samband som ligger i linje med mycket av den forskning som finns kring ägandekonzentration och kapitalstruktur, vilken säger att ju högre koncentration av ägande i företag desto lägre soliditet tenderar företag att ha (Céspedes m.fl., 2009; Margaritis & Psillaki, 2010; Ganguli, 2013). Ganguli (2013) förklarar dessa tendenser med hjälp av agentteorin och menar att större ägare föredrar lånefinansiering framför tillskott av aktiekapital då banker och andra kreditföretag inte besitter någon röstandel, vilket i sin tur gör att företaget finansieras men aktieägarens kontroll över företaget förblir oförändrad.

Även variabeln storlek korrelerar negativt med soliditet, detta samband är däremot starkare än ägandekoncentrationens korrelation med soliditeten, med en koefficient på $-0,421$ på en enprocentig signifikansnivå. Detta samband förekommer också i tidigare forskning, och förklaras med hjälp av trade-off teorin som menar att större företag löper mindre risk för konkurs och anses därför mer stabila, samt att de har större tillgång till kreditmarknaden än vad små företag har vilket bidrar till bättre lånevillkor och därmed mer lånefinansiering. Rajan och Zingales (1995) menar att detta samband gäller om storlek ses som en proxy för risken för konkurs. Det framgår också av matrisen att storlek är positivt korrelerat med materiella tillgångar med en koefficient på $0,468$. Det kan också vara en förklaring till att storlek i sin tur är negativt korrelerad med soliditet i och med att materiella tillgångar ger större tillgång till säkerhet för eventuella lån (Friend & Lang, 1988; Rajan & Zingales, 1995; Frank & Goyal, 2009). Även mellan materiella tillgångar och soliditet visar matrisen en negativ korrelation vilket skulle kunna förstärka den teorin, med en koefficient på $-0,171$ på en enprocentig signifikansnivå.

Sett till branscherna i studien korrelerar Oil & Gas, Materials, Industrials, Consumer Services, Health Care och Technology med soliditet på en enprocentig signifikansnivå. Oil & Gas, Materials, Health Care och Technology korrelerar positivt med soliditet, vilket innebär att observationerna i dessa branscher tenderar att ha högre soliditet i förhållande till medianen i detta urval. Industrials och Consumer Services har istället en negativ korrelation vilket indikerar att observationerna i dessa branscher tenderar att ha en lägre soliditet än urvalets median.

Variabeln lönsamhet korrelerar med soliditet på en enprocentig signifikansnivå. Sambandet är positivt med en koefficient på $0,170$, vilket ligger i linje med tidigare forskning och även pecking order teorin. Pecking order teorin menar att företag föredrar internt upparbetat kapital framför lån och eget kapital, vilket i sin tur skulle innebära att lönsamma företag skulle tendera att ha högre soliditet då de har mer internt upparbetat kapital än mindre lönsamma företag (Myers, 1984). Även lönsamhet och ägandekoncentration har en positiv korrelation, med en koefficient $0,078$ på en femprocentig signifikansnivå, vilket indikerar att företag med högre ägandekoncentration har högre lönsamhet. Detta skulle kunna kopplas samman till den negativa korrelationen mellan ägandekoncentration och soliditet. Företag med lägre soliditet drar nytta av en högre hävstångseffekt som sin tur påverkar lönsamheten positivt i de fall företag uppnår ett positivt resultat. Samtidigt kan ett företag med en tydlig huvudägare antas ha lägre agentproblem då en större ägare tenderar att ha mer övervakning över ledningen vilket leder till att ledningens intressen inte kan avvika i samma utsträckning från aktieägarnas, vilket i de flesta fall innebär att maximera avkastning.

Tillväxt visar ingen signifikant korrelation till soliditet, den stora spridningen som kan ses i den beskrivande statistiken kan vara en förklaring till varför ingen tydlig korrelation kan hittas. Detta kan bero studiens definition av tillväxtvariabeln och att den inte fångar företagets faktiska tillväxt, ett alternativ hade således varit att använda förändringen i omsättning som definition istället.

4.2 Resultat av regressionsanalyser

Nedan sammanställs resultaten av studiens regressionsanalyser, i första delen återfinns resultaten för de branscher där ett signifikant samband mellan ägandekoncentration och soliditet återfinns

och i andra delen resultaten för det totala urvalet.

4.2.1 Regressionsanalys per bransch

Regressionerna gjordes för varje bransch med de observationerna inom den specifika branschen. Detta för att undersöka de olika variablernas samband med soliditet inom respektive bransch. Vid dessa regressioner blev studiens oberoende variabel, ägandekoncentration, signifikant på en femprocentig signifikansnivå i fyra av åtta branscher, dock ser relationen mellan ägandekoncentration och soliditet olika ut i branscherna. Detta kan tolkas som att ägandekoncentrationen har större påverkan på kapitalstrukturen i vissa branscher och att en högre ägandekoncentration kan påverka ett företags kapitalstruktur åt olika håll beroende på vilken bransch företaget befinner sig i.

Tabell 5. Regressionsanalys Materials

Regressionsanalys - Materials				
	Koefficienter	Standardfel	t-kvot	p-värde
Konstant	0,392	0,159	2,460	0,017
Ägandekoncentration	0,372	0,096	3,861	0,000
Tillväxt	0,004	0,099	0,038	0,970
Materiella tillgångar	0,280	0,088	3,192	0,002
Storlek	-0,005	0,009	-0,515	0,609
Lönsamhet	0,150	0,149	1,008	0,319
Justerat R2	0,278			
N	55			

Regressionen för branschen Materials visar att ägandekoncentrationen har ett signifikant samband med soliditet. Variabeln visar ett positivt samband med soliditet med en koefficient på 0,372. Den innebär att soliditeten ökar när ägandekoncentrationen ökar i denna bransch. Santos m.fl. (2014) uppvisar samma typ av samband i sin studie, de förklarar sambandet med att stora ägare föredrar eget kapital för att inte bli begränsade av banker eller andra kreditgivare. De menar också att stora ägare är mer riskaversa på grund av mer odiversifierade portföljer, och då är högre soliditet bättre i och med att det minskar den finansiella risken. Utöver variabeln ägandekoncentration visar materiella tillgångar ett signifikant samband med soliditet i denna regression. Även detta samband är positivt, dvs. att soliditeten ökar när materiella tillgångar ökar. Detta samband går emot den mesta av forskningen som studerats, och därmed också bl.a. agentteorin som menar att materiella tillgångar ger större säkerhet för kreditgivare vid lån och borde därmed minska agentproblemen mellan kreditgivare och företag och således ge bättre lånevillkor. Bättre lånevillkor borde i sin tur leda till lägre soliditet för företaget. Varför detta samband ser annorlunda ut framkommer inte i denna studie. Justerat R2 är 27,8 procent vilket betyder att denna regression inte kan förklara 72,2 procent av variansen i soliditet. Det justerade R2-värdet kan dock anses acceptabelt inom detta forskningsområde.

Övriga variabler, tillväxt, storlek och lönsamhet visar inget signifikant samband till soliditet i denna bransch.

Tabell 6. Regressionsanalys Industrials

Regressionsanalys - Industrials				
	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfel</i>	<i>t-kvot</i>	<i>p-värde</i>
Konstant	1,181	0,061	19,387	0,000
Ägandekonzentration	-0,192	0,047	-4,121	0,000
Tillväxt	0,010	0,019	0,515	0,607
Materiella tillgångar	-0,006	0,052	-0,116	0,908
Storlek	-0,047	0,004	-11,834	0,000
Lönsamhet	0,343	0,086	4,007	0,000
Justerat R2	0,353			
N	300			

Regressionen för Industrials visar signifikans för tre variabler, ägandekonzentration, storlek och lönsamhet. I denna bransch är sambandet mellan ägandekonzentration och soliditet negativt. Resultatet stämmer överens med viss annan forskning. Bl.a. visar Margaritis och Psillaki (2010) och Ganguli (2013) på samma typ av samband, vilket de förklarar med hjälp av agentteorin. De menar att en sjunkande soliditet i takt med ökande ägandekonzentration skulle kunna vara en effekt av en disciplinär åtgärd från ägarna. Ägarna använder lånefinansiering för att sänka agentkostnaderna som uppstår när ägande och ledning är skilt då långivarnas intressen står i linje med ägarnas. Långivarnas villkor gentemot företaget begränsar ledningens möjlighet att ta obefogade risker vilket i sin tur minskar agentkostnaderna. Storlek har ett negativt samband till soliditet vilket innebär att soliditeten sjunker i takt med att storleken på företaget ökar. Detta ligger i linje med tidigare forskning och främst trade-off teorin som menar att större företag har bättre tillgång till kapitalmarknaden och också lägre risk för konkurs. Lägre risk i företaget ger bättre villkor vid lånefinansiering vilket enligt trade-off teorin skulle göra lånefinansiering mer förmånlig än finansiering via eget kapital (Mehran, 1992). Lönsamhet har å andra sidan ett positivt samband med soliditet, och det ligger också i linje med tidigare forskning (Céspedes m.fl., 2009; Margaritis & Psillaki, 2010) men stämmer istället in på pecking order teorin som menar att internt upparbetat kapital föredras före lån och eget kapital vilket i praktiken innebär att mer lönsamma företag har högre soliditet (Myers, 1984). Justerat R2 för denna regression är 35,5 procent.

Tabell 7. Regressionsanalys Consumer Goods

Regressionsanalys - Consumer Goods				
	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfel</i>	<i>t-kvot</i>	<i>p-värde</i>
Konstant	1,560	0,110	14,229	0,000
Ägandekonzentration	0,353	0,091	3,888	0,000
Tillväxt	-0,263	0,048	-5,483	0,000
Materiella tillgångar	0,616	0,226	2,721	0,008
Storlek	-0,081	0,009	-8,834	0,000
Lönsamhet	-0,222	0,235	-0,947	0,346
Justerat R2	0,621			
N	95			

Regressionen för Consumer Goods visar signifikans för ägandekonzentration, tillväxt, lönsamhet, materiella tillgångar och storlek och har ett högt justerat R2 på 62,1 procent. För ägandekonzentrationen visar koefficienten samma typ av samband som i Materials, dvs. ett

positivt, vilket tidigare beskrivits stämmer överens med viss forskning (Santos m.fl. 2014). Stora ägare är som tidigare nämnt mer riskaversa då de har mer odiversifierade portföljer vilket gör dem mindre benägna att ta lån i syfte att hålla nere den finansiella risken. Sambandet mellan tillväxt och soliditet är negativt vilket betyder att ökande tillväxt hänger samman med sjunkande soliditet. Detta typ av samband går emot tidigare forskning som menar att företag med lägre soliditet oftare avstår från lönsamma investeringar än företag med högre soliditet (Rajan & Zingales, 1995). Myers (1984) skriver dock att företag med hög tillväxt kan använda sig av kortfristiga lån för att lindra agentproblem och att det på så sätt också kan finnas ett negativt samband mellan soliditet och tillväxt. Materiella tillgångars höga positiva koefficient på 0,616 är likt branschen Materials i motsats till tidigare forskning och trade-off teorin. Variabeln storlek följer däremot forskningen och trade-off teorin med ett negativt samband till soliditet. Trade-off teorin menar att företag strävar efter en optimal kapitalstruktur för att maximera företagets värde. Företag gör detta genom att väga kostnaderna för eventuella finansiella problem mot fördelarna av skatteskuld och hävstång som uppstår vid lånefinansiering. Större företag anses mer säkra då risken för konkurs antas vara lägre, detta leder i sin tur till mer förmånliga lånevillkor och därmed lägre soliditet (Kraus & Litzenberger, 1973).

Tabell 8. Regressionsanalys Consumer Services

Regressionsanalys - Consumer Services				
	Koefficienter	Standardfel	t-kvot	p-värde
Konstant	0,950	0,122	7,804	0,000
Ägandekoncentration	0,233	0,078	2,982	0,004
Tillväxt	0,003	0,010	0,268	0,789
Materiella tillgångar	-0,015	0,070	-0,210	0,834
Storlek	-0,040	0,009	-4,698	0,000
Lönsamhet	0,675	0,078	8,629	0,000
Justerat R2	0,473			
N	100			

Inom branschen Consumer Services visar regressionen signifikans för ägandekoncentration, storlek och lönsamhet i förhållande till soliditet och har ett justerat R2 på 47,3 procent. Ägandekoncentrationen har ett positivt samband med soliditet i denna bransch, ett samband flera andra branscher också uppvisar. Sambandet förklaras med hjälp av agentteorin som menar att större ägare oftast tenderar vara mer riskaversa då de har en mer odiversifierad portfölj. Dessutom kan lån begränsa aktieägarnas valmöjligheter och därför föredrar stora ägare eget kapital före lån (Santos m.fl., 2013). Mellan storlek och soliditet finns ett svagt negativt samband vilket står i enlighet med trade-off teorin, då stora företag löper mindre risk för konkurs vilket ger bättre lånevillkor. Medan det mellan lönsamhet och soliditet är ett positivt samband med en koefficient på 0,675, vilket stämmer överens med rangordningen av kapital inom pecking order teorin. Pecking order teorin menar att internt upparbetat kapital, med andra ord de ackumulerade vinsterna, är det mest förmånliga sättet att finansiera ett företag. Detta grundar sig i den informationsasymmetri som finns mellan ledning och potentiella investerare, denna asymmetri gör externt kapital dyrare. Lönsamma företag antas ha mer ackumulerade vinster och bör därmed ha en högre soliditet, då de har möjlighet att finansiera sig med internt upparbetat kapital (Myers, 1984).

Sammanfattningsvis är intercepten i regressionerna, dvs. konstanten, signifikanta och störst i regressionerna för Industrials, Consumer Goods och Consumer Services i förhållande till övriga koefficienter, vilket indikerar att det finns variabler som inte inkluderats i dessa regressioner som skulle kunna förklara mer av variationen i soliditet.

4.2.2 Regressionsanalys för hela urvalet

Tabell 9. Regressionsstatistik

UTDATASAMMANFATTNING	
<i>Regressionsstatistik</i>	
Multipel-R	0,589
R-kvadrat	0,346
Justerad R-kvadrat	0,335
Standardfel	0,154
Observationer	835

Tabellen ovan är en sammanfattning av förklaringsgraden för den totala populationens regressionsanalys. Här framkommer att den grundar sig i 835 st observationer och att standardfelet är 0,154. Justerat R² är 0,335 vilket innebär att 33,5 procent av variationen i beroende variabeln soliditet kan förklaras av de oberoende variablerna. I den här studien är R² och justerat R² närliggande, vilket kan förklaras av att antalet förklaringsvariabler inte är många i förhållande till antal observationer, detta ger också indikationer på att residualkvadratsumman dvs. summan av alla kvadrerade residualer i modellen, inte är avsevärt större än 0. Ju lägre residualkvadratsumma, desto bättre passform har modellen för observerad data (Jaggia & Kelly, 2019). Förklaringsgraden på 33,5 procent kan anses acceptabel då tidigare forskning inom området uppnått liknande förklaringsgrad (Rajan & Zingales, 1995; Cépedes m.fl.; 2010; Margaritis & Psillaki 2010). Dock bör man ha i åtanke att modellen alltså inte kan förklara 66,5 procent av variationen i den beroende variabeln vilket innebär att det finns andra faktorer som har en påverkan på kapitalstrukturen.

Tabell 10. Regressionsanalys för hela populationen

Regressionsanalys - Hela Populationen				
	Koefficienter	Standardfel	t-kvot	p-värde
Konstant	1,058	0,040	26,186	0,000
Ägandekonzentration	-0,005	0,034	-0,158	0,875
Tillväxt	0,001	0,008	0,098	0,922
Materiella tillgångar	-0,034	0,039	-0,875	0,382
Storlek	-0,040	0,003	-14,241	0,000
Lönsamhet	0,245	0,033	7,467	0,000
Oil & Gas	0,425	0,059	7,254	0,000
Materials	0,114	0,030	3,836	0,000
Industrials	-0,031	0,018	-1,727	0,085
Consumer Goods	0,006	0,022	0,282	0,778
Consumer Services	-0,013	0,023	-0,562	0,575
Health care	0,050	0,020	2,446	0,015
Telecom	0,032	0,044	0,733	0,464
Utilities	-0,133	0,076	-1,757	0,079

Tabellen ovan visar resultatet av regressionsanalysen för hela urvalet med alla utvalda förklaringsvariabler. Här framkommer det vilken koefficient de olika oberoende variablerna har i förhållande till den beroende variabeln soliditet. Ägandekonzentrationen har en koefficient på -0,005 vilket innebär att om soliditeten ökar med 1 procent minskar ägandekonzentrationen med 0,005 procent. Det är ett svagt men negativt samband, vilket, som tidigare nämnts, ligger i linje med mycket av forskningen inom området och även med denna studies korrelationsmatris. Däremot är detta samband, till skillnad från i korrelationsmatrisen, inte signifikant då signifikansen är 0,875. Det betyder att det inte går att säkerställa att ett samband faktiskt existerar. Det innebär att det för svenska börsnoterade företag som helhet, enligt denna studie, inte finns något samband mellan ägandekonzentrationen och soliditeten som statistiskt kan bevisas. Det kan alltså inte säkerställas att koefficienten inte är 0, är koefficienten 0 innebär det att inget samband finns mellan beroende och oberoende variabel. Det kan finnas flera anledningar till detta resultat men en förklaring kan vara de varierande resultaten som hittats i de branschvisa regressionerna. Vilken bransch ett företag befinner sig i kan således påverka hur sambandet mellan ägandekonzentration och soliditet ser ut vilket gör det svårt att få ett tydligt resultat för urvalet som helhet att dra slutsatser kring. En annan förklaring kan vara att Sverige, som tidigare nämnt, har en stor andel institutionella ägare i de börsnoterade företagen, vilket denna studie aktivt valt att inte ta hänsyn till. Hur dessa agerar, dvs. aktivt eller passivt, kan ha påverkat resultatet.

Regressionen får däremot andra variabler som är signifikanta. Storlek, lönsamhet samt branscherna Oil & Gas, Materials och Health Care har alla statistiskt säkerställda samband på en femprocentig signifikansnivå. Variabeln storlek har en koefficient på -0,04 vilket är ett svagt negativt samband och betyder att om soliditeten ökar med 1 procent så minskar storleken med 0,04 enheter. Det är som sagt ett svagt samband men i samma riktning som korrelationsmatrisen samt som i majoriteten av de redovisade branscherna, och som tidigare nämnt har flera studier kommit fram till samma resultat. Lönsamhet har i denna regression, likt korrelationsmatrisen, ett positivt samband med soliditet med en koefficient på 0,245 vilket innebär att när lönsamheten ökar så ökar också soliditeten. Samma typ av samband återfinns i Cépedes m.fl (2010) studie

över latinamerikanska företag och de förklarar det med hjälp av pecking order teorin. Även Santos m.fl. (2013) skriver likadant i sin artikel samt att det även är ett sätt för ägarna att förhindra att ägandekoncentrationen späds ut med externt kapital. Författarna tillägger dock att utifrån ett agentteoretiskt perspektiv med asymmetrisk information väljer vissa lönsamma företag att använda sig av externt kapital framför internt upparbetat för att signalera ett högre värde till marknaden vilket i sådana fall talar emot regressionen. Även i Rajan och Zingales (1995) studie visar flera länder samma positiva samband mellan lönsamhet och soliditet.

I regressionen används branschen Technology som referenskategori vilket innebär att det är den som övriga branscher mäts emot. Det positiva samband som Oil & Gas visar med soliditet med en koefficient på 0,425 betyder att ett företag inom Oil & Gas har 42,5 procent högre soliditet än ett företag inom Technology, allt annat lika. Materials har en koefficient på 0,114 vilket därmed innebär att företag i den branschen har en soliditet på 11,4 procent högre än företag i Technology, allt annat lika, och för Health care gäller 5 procent högre soliditet då koefficienten är 0,050. Övriga branscher, Industrials, Consumer Goods, Consumer Services, Telecom och Utilities uppvisar inget signifikant samband och det kan därför inte statistiskt säkerställas att en skillnad föreligger i soliditet mellan dessa branscher och branschen Technology. I forskningen framkommer det att bransch kan ha en påverkan på kapitalstrukturen, bl.a. Bradley m.fl. (1984) skriver om det i sin artikel, vilket denna studie således också delvis kommer fram till. För vissa branscher skiljer sig kapitalstrukturen på grund av branschtillhörighet. Vad denna skillnad beror på framkommer inte av regressionsanalysen men möjliga förklaringar kan vara att skillnader i rörelserisk samt kapitalintensitet föreligger vilket i sin tur påverkar kapitalstrukturen.

Utöver variabelernas koefficient och signifikans bör man se till interceptet som benämns *Konstant* i tabellen. Anledningen till det är att interceptet, utöver justerat R², kan ge en uppfattning kring hur mycket av variansen i den beroende variabeln som förklaras av regressionen. Interceptet i denna regression är 1,054 och signifikant på en femprocentig signifikansnivå. Det kan tolkas som att det finns andra variabler som skulle kunna förklara soliditeten men som inte inkluderats i denna studie och som istället har hamnat i interceptet. Ifall de variabler skulle identifieras och adderas till modellen skulle den kunna förklara kapitalstrukturen i svenska börsnoterade företag som helhet bättre.

4.3 Sammanfattning av resultat och analys

Studiens regressionsanalyser visar att variabeln ägandekoncentration har en signifikant påverkan på soliditeten i vissa branscher. Fyra branscher uppvisar ett signifikant samband på en femprocentig nivå mellan ägandekoncentration och soliditet, dessa är Materials, Industrials, Consumer Goods och Consumer Services. Materials, Consumer Goods och Consumer Services har ett positivt samband medan Industrials har ett negativt. Ägandekoncentrationens påverkan ser i denna studie alltså olika ut beroende på bransch. Både positiva och negativa samband har påvisats i tidigare forskning och har förklarats med hjälp av agentteorin. Vissa studier menar att det positiva sambandet mellan ägandekoncentration och soliditet beror på att agentproblemen är större vid låg ägandekoncentration då incitamenten att övervaka ledningen är mindre. Genom att då ta in externt kapital via banker och andra kreditgivare överlämnas övervakningen av ledningen till dessa. Banker och kreditgivarnas intressen ligger i tydligare linje med aktieägarnas, och därmed minskar agentproblemen. Detta innebär således att motsatt förhållande gäller för

koncentrerat ägande, alltså att soliditeten då tenderar att bli högre. Dessutom tenderar storägare vara mer odiversifierade och således mer riskaversa, vilket leder till att de vill hålla nere den finansiella risken för att därmed också minska risken för konkurs. Andra studier som visat motsatt relation, menar istället att när ägandekoncentrationen är hög tenderar största aktieägaren att föredra externt kapital då banker och kreditgivare inte besitter någon rösträtt och därmed inte inskränker på ägarens kontroll, samt att agentkostnaderna minskar då ledningen måste leva upp till bankernas krav för att behålla samma lånevillkor.

De skattade modellerna för tre av de fyra redovisade branscherna har ett högt intercept i förhållande till övriga variabler vilket indikerar att relevanta förklaringsvariabler saknas. Däremot uppgår modellernas justerade R², med andra ord modellernas förklaringsgrad, till värden mellan 27,8 procent och 62,1 procent vilket indikerar att de utvalda variablerna är olika betydelsefulla i de olika branscherna. Consumer Goods har ett justerat R² på 62,1 procent medan Materials har ett justerat R² på 27,8 procent, variablerna passar med andra ord bättre i vissa branscher då den skattade modellen kan förklara en större del av variationen.

I regressionsanalysen för hela urvalet finns inget signifikant samband mellan ägandekoncentration och soliditet i svenska börsnoterade företag. Däremot finns det en signifikant korrelation i korrelationsmatrisen mellan ägandekoncentration och soliditet, vilket kan innebära att ett visst samband ändå finns. Korrelationen visar på ett negativt samband vilket, som ovan nämnt, kan förklaras genom agentteorin. Soliditeten korrelerar även med variablerna materiella tillgångar, storlek, lönsamhet samt branscherna Oil & Gas, Materials, Industrials, Consumer Services, Health Care och Technology. Även i regressionsanalysen framkommer det att soliditet har ett signifikant samband med vissa av variablerna. Dessa är storlek, lönsamhet och branscherna Oil & Gas, Materials, Health Care samt Utilities. Sambandet mellan storlek och soliditet är negativt och följer därmed trade-off teorin, då större företag anses ha bättre tillgång till kapitalmarknaden samt löper mindre risk för konkurs vilket gör att externt kapital blir billigare i förhållande till eget kapital. Lönsamhet och soliditet har istället ett positivt samband vilket följer pecking order teorin som menar att internt upparbetat kapital föredras framför externt, på grund av den informationsasymmetri som råder mellan ledningen och potentiella investerare.

Den skattade modellen för hela urvalet har även den likt flera av branschernas modeller ett högt intercept i förhållande till övriga variabler vilket indikerar att relevanta förklaringsvariabler saknas. Modellens justerade R² uppgår till 33,5 procent vilket i jämförelse med annan forskning inom området kan anses acceptabelt.

5. Slutsats

Denna studie syftar till att undersöka sambandet mellan ägandekoncentration och kapitalstruktur i olika branscher på den svenska börsen samt att undersöka om en generell slutsats kan dras för ägandekoncentrationens samband med kapitalstrukturen i svenska börsnoterade företag som helhet. I tidigare kapitel presenteras studiens resultat där det framkommer att ägandekoncentrationen har ett signifikant samband i fyra av åtta branscher, sambandet ser dock olika ut beroende på bransch. Med andra ord visar denna studie att ägandekoncentration är en

variabel av betydelse för företags kapitalstruktur, åtminstone i hälften av de undersökta branscherna.

Resultaten i denna studie, per bransch, bekräftar tidigare forskning då både negativa och positiva samband återfinns mellan ägandekonzentration och soliditet. De tidigare nämnda tolkningarna av agentteorin kan förklara denna studies varierande resultat, dock kan inte denna studie förklara varför en viss bransch har ett visst samband. Möjlig förklaring till dessa skillnader kan vara att branscherna står inför olika rörelserisk som därmed påverkar hur stor finansiell risk de vågar och kan ta. Dessutom visar tidigare forskning att företag inom samma bransch tenderar att röra sig mot branschens genomsnittssoliditet utan att det nödvändigtvis är ett rationellt beslut, vilket också skulle kunna förklara skillnaderna (Bowen m.fl., 1982). I övrigt visar regressionsanalyserna för branscherna varierande resultat för resterande variabler och i förklaringsgrad. En anledning till detta kan vara det varierande antalet observationer i varje bransch samt att vissa variabler är av större vikt i olika branscher.

Spridningen av de justerade R² värdena i de branschvisa regressionsanalyserna tyder på att branschen i sig påverkar sambanden mellan beroende och oberoende variabler. I Consumer Goods uppgår justerat R² till 62,1 procent vilket innebär att större delen av variansen i soliditeten kan förklaras av modellen, medan Materials justerade R² ligger på 27,8 procent, vilket indikerar att det för denna bransch saknas betydande variabler. Detta innebär att förklaringsvariablerna inte är av samma betydelse i alla branscher, alternativt att de valda definitionerna av variablerna inte passar alla branscher och därmed påverkar resultatet.

I regressionen för hela urvalet framkommer däremot inget signifikant samband mellan ägandekonzentration och soliditet, vilket skulle kunna förklaras av att de positiva och negativa sambanden som påvisas i de enskilda branscherna tar ut varandra. Med andra ord kan ingen generell slutsats dras kring hur ägandekonzentrationen påverkar soliditeten för svenska börsnoterade företag som helhet. Studien indikerar snarare att andra branschspecifika faktorer har en inverkan på sambandet mellan ägandekonzentrationens och soliditet.

Denna studie och dess resultat bidrar med att testa generaliserbarheten i de tidigare etablerade teorierna inom området kapitalstruktur och ägande, samt den tidigare forskning som gjorts. Denna studie bidrar även med relevant information till investerare kring hur deras förväntade avkastning påverkas av ägandekonzentrationen och övriga variabler, detta då kapitalstrukturen påverkar den finansiella risken och därmed avkastning på eget kapital. Studiens resultat indikerar att sambandet mellan ägandekonzentration och soliditet ser olika ut beroende på bransch, vilket i sin tur innebär att den förväntade avkastningen påverkas olika i olika branscher. Med tanke på studiens resultat för urvalet som helhet kan det antas att den institutionella miljön har en påverkan på hur avgörande ägandekonzentrationen är för ett företags kapitalstruktur, detta då tidigare forskning i andra länder har hittat signifikant samband, vilket det inte gjordes i denna. Dock bör det uppmärksammas att olika definitioner av ägandekonzentration använts i tidigare forskning och därigenom försvagas möjligheten till jämförelse.

5.1 Förslag till fortsatt forskning

Utifrån studiens resultat och de slutsatser som dragits har några idéer om fortsatt forskning formats. Då denna studiens resultat visar motsatta signifikanta samband i de olika branscherna är det av intresse att undersöka om typ av ägare, dvs. om den största ägaren är institutionell, fysisk eller en juridisk person, påverkar kapitalstrukturen, detta då dessa enligt vissa studier antas agera olika (Tson Söderström, 2003; Regeringskansliet, 2008). Då denna studie använder sig av Nasdaqs branschindelning som enbart innehåller tio branscher vore det intressant att utföra samma typ av undersökning men med mer detaljerad branschindelning. Detta för att precisera och tydligare fånga effekterna av branschens påverkan på ägandekoncentrationen.

Då ägandekoncentrationen inte visar något signifikant samband med kapitalstrukturen i svenska börsnoterade företag som helhet samt i fyra av åtta branscher, vore det av intresse att undersöka om det beror på den valda definitionen av ägandekoncentration. Det är möjligt att studiens valda definition inte fångar den önskade dimensionen av ägandekoncentration. Ett alternativ är att ta både andra och tredje största ägarna i beaktande då dessa påverkar koncentrationen av ägande i företaget vilket i sin tur skulle kunna påverka kapitalstrukturen.

En annan intressant fortsättning är att göra en liknande studie på svenska onoterade företag, då dessa inte har samma tillgång till kapitalmarknaden kan eventuellt ägandekoncentrationen spela en annan roll för kapitalstrukturen. Ett annat alternativ är att utgå från samma urval som i denna studie men inkludera andra typer av variabler, detta då det justerade R² varierade mellan de olika regressionerna vilket indikerar att vissa branscher saknar betydande variabler.

6. Referenslista

- Allen, D.E. (1991). The determinants of capital structure of listed Australian companies: the financial manager's perspective, *Australian Journal of Management*, 16 (2), 103–128.
- Berle, A.A. & Means, G.C. (1932). *The modern corporation and private property*, New York: Macmillan.
- 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*, 11 (4), 10-20.
- Bradley, M., Jarrell, G., & Kim, E. H. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, 39 (3), 857-878.
- Céspedes, J., Gonzáles, M., & Molina, A.C. (2008). Ownership and capital structure in Latin America, *Journal of Business Research*, 63, (3), 248-254.
- Djurfeldt, G., Larsson, R. & Stjärnhagen, O. (2018). *Statistisk verktygslåda 1, samhällsvetenskaplig orsaksanalys med kvantitativa metoder*. Lund: Studentlitteratur AB.
- Frank, M.Z. & Goyal, V.K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 38 (1), 1–37.
- Ganguli, S.K. (2013). Capital Structure - Does ownership structure matter? Theory and Indian evidence. *Studies and Economics and Finance* 30 (1), 56-72.
- Hagberg, A. (2013). *Lönsamhet och finansiell flexibilitet - Rederinäringen i Sverige 1997-2006*. Göteborg: Ineko AB.
- Harris, M. & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 46 (1), 297–355.
- Hewa Wellalage, N. & Locke, S. (2015). Impact of ownership structure on capital structure of New Zealand unlisted firms. *Journals of Small Business and Enterprise Development* 22(1), 127-142.
- Jaggia, S. & Kelly, A. (2019). *Business Statistics: Communicating with numbers*. New York: McGraw-Hill Education.
- Jensen, M.C. & Meckling, M. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- Jordan, J., Lowe, J. & Taylor, P. (1998). Strategy and financial policy in UK small firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, 25 (1), 1-27.

Kraus, A. & Litzenberger, R. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 28 (4), 911-922.

Long, J. & Malitz, I. (1985). *Investment patterns and Financial Leverage*, in Benjamin Friedman, Ed.: *Corporate Capital Structure in the United States*. Chicago: The University of Chicago.

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

Mehran, H. (1992). Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(4), 539-560.

Modigliani, F. & Millers, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.

Myers, S. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5 (2), 147-175.

Myers, S. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.

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

Patel, R. & Davidson, B. (2011). *Forskningsmetodikens grunder- Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. Lund: Studentlitteratur AB.

Pereira Alves, P.F. & Ferreira, M.A. (2011). Capital structure and law around the world. *Journal of Multinational Financial Management*, 21 (3) 119-150.

Rajan, R.G. & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure choice? Some evidence from international data, *Journal of Finance*, 50 (5), 1421–1460.

Regeringskansliet. (2008). *Globaliseringen och den svenska ägarmodellen*. Västerås: Edita.

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

Shapley, L.S. & Shubik, M. (1954). A method for evaluating the distribution of power in a committee system, *American Political Science Review*, 48 (3), 787-792.

Titman S. & Wessel, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choices. *The Journal of Finance*, 43 (1), 1-19.

Tson Söderström, H. (red.) (2003). *Ägarmakt och omvandling – den svenska modellen utmanad*,

Stockholm: SNS förlag.

Åkesson, J. (2008). *Finansiella mått och mål i svenska börsnoterade bolag 1965-2004* (Licentiatuppsats). Göteborg: Företagsekonomiska Institutionen, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet.

Öztekin Ö. & Flannery M.J. (2012). Institutional determinants of capital structure adjustment speeds. *Journal of Financial Economics*, 103 (1), 88-112.