



GÖTEBORGS UNIVERSITET

KANDIDATARBETE

# Hur påverkar ägarkoncentration och skuldsättning var för sig företags finansiella prestation?

En undersökning av finansiell prestation på medelstora  
svenska börsnoterade företag

Kandidatuppsats i Industriell och Finansiell Ekonomi  
Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet  
Höstterminen 2019

**Handledare:**

Anders Axvärn

**Författare:**

Ludvig Alexandersson, 1995

Robin Gulliksson, 1990

---

# Sammanfattning

**Bakgrund och Problem:** Studier kring hur ägarkoncentration och kapitalstruktur var för sig påverkar finansiell prestation är spretig och ingen enhetlig bild existerar. Ägarkoncentration ser olika ut beroende på vilken bolagsstyrning som tillämpas, den anglosaxiska eller kontinentala. Majoriteten av tidigare studier har skett i länder som inte delar den svenska bolagsstyrningsmodellen. Svenska studier visar dock generellt på en negativ relation mellan ägarkoncentration och finansiell prestation samtidigt som högre krav sätts på att producera aktieägarvärde och avkastning i en globaliserad värld.

**Syfte:** Syftet med studien är att undersöka sambandet mellan ägarkoncentration och finansiell prestation ur ett svenskt perspektiv, samt skuldsättning och finansiell prestation.

**Teori:** Agent- och principalteorin med gällande problematik i agentrelation och agentkostnader förklaras. Tidigare litteraturstudier presenteras som lyfter diskussionen mellan ägarkoncentration och kapitalstrukturens påverkan på bolagsprestation.

**Metod:** Studien är kvantitativ och den empiriska insamlingen har skett manuellt via årsredovisningar och böcker om ägarkoncentration. Studien är longitudinell och 100 bolag studerades under fem år (2011–2015). Finansiell prestation operationaliserades som ROA och ROE; Ägarkoncentration som största ägaren, kvot, sumfive och HHI; Skuldsättning som skuldsättningsgrad. Kontrollvariabler är skuldsättningsgrad och ln storlek.

**Resultat:** Resultatet i denna studie visar på att det finns ett samband i åtta av de 30 regressionerna som har analyserats. En svag positiv signifikans förekom i sambandet mellan ägarkoncentration (Största ägaren) och ROE för alla branscher. En starkare negativ signifikans förekom i sambandet mellan skuldsättning och ROA. Mot bakgrund av att den svenska bolagsstyrningsmodellen har så starkt stöd för att hög ägarkoncentration är positivt för prestation, är detta resultat anmärkningsvärt.

**Slutsats:** Resultatet att ägarkoncentration inte påverkar prestation positivt kan förklaras med agentteorin. Att ROE visar på svag signifikans kan betyda att svenska medelstora bolag värdesätter ett högre ROE för att blidka aktiemarknaden framför det mer generella måttet ROA. Prioritering av ett högre ROE kan även bero på att ägare förutom röststyrka även har ett stort kapitaläggande och därmed ett egenintresse. Ett negativt samband finns mellan skuldsättning och ROA. Detta kan förklaras med pecking order-teorin som prioriterar finansiering med kvarhållna vinstmedel framför skuld.

**Nyckelord:** Ägarkoncentration, finansiell prestation, kapitalstruktur, agentteori, trade-off teori, pecking order-teori, svenska medelstora börsnoterade bolag

# Innehåll

<b>1</b>	<b>Bakgrund</b>	<b>1</b>
1.1	Inledning . . . . .	1
1.1.1	Problemdiskussion . . . . .	2
1.1.2	Syfte . . . . .	4
<b>2</b>	<b>Teoretisk referensram</b>	<b>5</b>
2.1	Agentteorin . . . . .	5
2.2	Asymmetrisk information . . . . .	5
2.3	Ägarkoncentration . . . . .	6
2.4	Kapitalstruktur . . . . .	6
2.4.1	Trade-off-teorin . . . . .	7
2.4.2	Pecking order-teorin . . . . .	8
2.5	Den svenska ägarmodellen . . . . .	8
2.6	Hypotesformulering . . . . .	9
2.6.1	Hypotes 1 . . . . .	9
2.6.2	Hypotes 2 . . . . .	10
<b>3</b>	<b>Metodik</b>	<b>11</b>
3.1	Val av metod och studie . . . . .	11
3.2	Longitudinell forskningsmetod . . . . .	11
3.3	Litteraturundersökning . . . . .	11
3.4	Datansamling . . . . .	12
3.4.0.1	Ägarna och makten . . . . .	12
3.4.1	Retriever Business . . . . .	12
3.4.2	Statistisk modell . . . . .	13
3.5	Operationalisering av variabler . . . . .	14

3.5.1	Beroende variabel . . . . .	14
3.5.1.1	ROA . . . . .	14
3.5.1.2	ROE . . . . .	15
3.5.1.3	Skuldsättningsgrad . . . . .	15
3.5.2	Oberoende variabler . . . . .	15
3.5.2.1	Ägarkoncentration . . . . .	15
3.5.2.2	Skuldsättningsgrad . . . . .	16
3.5.2.3	Sektor . . . . .	16
3.5.2.4	Storlek . . . . .	17
3.5.3	Sammanställning av undersökta variabler . . . . .	17
3.5.4	Urval . . . . .	18
3.5.5	Population . . . . .	18
3.5.6	Metoddiskussion . . . . .	19
3.5.6.1	Tidsförskjutna variabler . . . . .	19
3.5.6.2	Bortfallsanalys . . . . .	19
3.5.6.3	Metodkritik och källkritik . . . . .	19
<b>4</b>	<b>Empiri</b>	<b>20</b>
4.1	Deskriptiv statistik . . . . .	20
4.2	Korrelationsmatris . . . . .	20
4.3	Resultat av regressionsanalyser . . . . .	21
4.3.1	Hypotes 1 . . . . .	22
4.3.1.1	Alla branscher . . . . .	22
4.3.1.2	Utan fastighet och finans . . . . .	24
4.3.1.3	Endast fastighet och finans . . . . .	25
4.3.2	Hypotes 2 . . . . .	26
4.3.2.1	Alla branscher . . . . .	26
4.3.2.2	Utan fastighet och finans . . . . .	28
4.3.2.3	Endast fastighet och finans . . . . .	29
4.4	Sammanfattning av regressionsanalyser . . . . .	31
<b>5</b>	<b>Analys och diskussion</b>	<b>32</b>
5.1	Hypotes 1: Ägarkoncentration är positivt relaterad till företagets prestation . . . . .	32
5.2	Hypotes 2: Skuldsättning är negativt relaterad med företagets prestation . . . . .	33
<b>6</b>	<b>Slutsats</b>	<b>35</b>

7 Förslag till framtida forskning	36
Litteraturförteckning	37
Bilagor	I
A Regressionsresultat alla branscher	A-1
B Regressionsresultat utan fastighet och finans	B-1
C Regressionsresultat endast fastighet och finan	C-1
D Undersökta bolag	D-1

# Tabeller

1.1 Tidigare studiers slutsatser om relationen mellan ägarkoncentration och prestation, samt skuldsättning och prestation. . . . .	3
3.1 Sammanställning av undersökta variabler . . . . .	17
4.1 Deskriptiv statistik . . . . .	20
4.2 Korrelationsmatris . . . . .	21
4.3 ROA och Största ägaren (alla branscher) . . . . .	22
4.4 ROE och Största ägaren (alla branscher) . . . . .	23
4.5 ROA och Största ägaren (utan fastighet och finans) . . . . .	24
4.6 ROE och Största ägaren (utan fastighet och finans) . . . . .	24
4.7 ROA och Största ägaren (endast fastighet och finans) . . . . .	25
4.8 ROE och Största ägaren (endast fastighet och finans) . . . . .	26
4.9 ROA och Skuldsättningsgrad (alla branscher) . . . . .	26
4.10 ROE och Skuldsättningsgrad (alla branscher) . . . . .	27
4.11 ROA och Skuldsättningsgrad (utan fastighet och finans) . . . . .	28
4.12 ROE och Skuldsättningsgrad (utan fastighet och finans) . . . . .	28
4.13 ROA och Skuldsättning (endast fastighet och finans) . . . . .	29
4.14 ROE och Skuldsättning (endast fastighet och finans) . . . . .	30
4.15 Regressioner med signifikans . . . . .	31

# 1

## Bakgrund

### 1.1 Inledning

I en allt mer ökande global konkurrens är diskussionen om hur företag bäst skapar förutsättningar till att prestera högst aktuell. Allt sedan Irving Fishers (1930) teorem som stipulerar att ett företags främsta uppgift är att maximera sitt nuvärde utan att ta hänsyn till aktieägarnas preferenser – har synsättet på hur man bäst går tillväga för att mäta företags finansiella prestation varierat (hädanefter prestation). Sedan 1980-talet har dock termen aktieägarvärde varit förhärskande och avkastning på eget kapital (*Return on Equity, ROE*) är det nyckeltal som föredras som prestationsmått bland investerare och analytiker (Hagel m. fl., 2010). Termen aktieägarvärde populariserades under 80-talet i USA och har sin bakgrund i att betydande tillverkande företag kämpade med överdriven centralisering och innovativ konkurrens, främst från Japan. Dåtidens forskare – fostrade i tidens anda att marknaden alltid är effektivare än organisationer – var ideologiskt avvigt inställda till företagsledningens kontroll över fördelningen av resurserna och avkastningen i ekonomin. Därmed menade de, är aktieägarna principal medan ledningen är dess agenter (Lazonick & O’sullivan, 2000). Ett annat välanvänt prestationsmått är avkastning på totalt kapital (*Return on Assets, ROA*). ROA visar företagets operationella prestation och är därav relaterat till hur ledningen presterar (Barber & Lyon, 1997), då nyckeltalet visar hur effektivt företaget genererar vinst av de totala tillgångarna (Gallo, 2016).

En kritisk faktor för att skapa de bästa förutsättningarna för att prestera väl är valet av kapitalstruktur. Detta har diskuterats alltsedan Modigliani och Miller (Modigliani & Miller, 1958) publicerade sin banbrytande artikel som påvisade att valet av kapitalstruktur inte har någon betydelse för ett företags värde i en perfekt marknad utan skatter. I en uppföljande artikel (1963) där skatter inkluderades, visar de att värdet av ett företag med skulder ökar linjärt på grund av effekten av de skattemässiga avdrag företaget kan göra. Kapitalstruktur är därav av intresse för aktieägarna, då valet av att använda skuldsättning påverkar företagets förutsättningar att skapa vinst. Med skuldsättning ökar kapitalbasen, vilket kan leda till ökade investeringar som i sin tur kan leda till ytterligare avkastning.

Skuld i sig kan även användas för att signalera positivitet till investerare och överbrygga de negativa effekterna av den asymmetriska informationen mellan investerare och företaget (Comment & Jarrell, 1991; Healy & Palepu, 1993).

Eftersom valet av kapitalstruktur är en direkt följd av ägarnas preferenser är ett företags ägarkoncentration – och därmed röststyrka – en kritisk variabel för ett företags skuldsättning (Madhani, 2016). Bolagsstyrning delas generellt upp i de anglosaxiska och kontinentala modellerna. Den anglosaxiska traditionen bygger på ett förtroende mellan aktieägare och ledning. Sprungen ur Chicagoskolan (Nationalencyklopedin, 2019) baseras den på marknadskapitalism och tron på att egenintresse och decentraliserade marknader kan fungera på ett själv-reglerande och balanserat sätt. Den kontinentala modellen skiljer sig då den underliggande principen bygger på intressentmodellen. Därmed tas inte endast hänsyn till aktieägarna, utan även andra intressenter såsom fackföreningar (Cernat, 2004). Liksom för den kontinentala modellen, har Sverige i synnerhet ett utpräglat drag av stark koncentration av ägandet (Agnblad m. fl., 2001). Den svenska bolagsstrukturen bygger på den kompromiss mellan marknadsekonomiska intressen av tillväxt, och de socialdemokratiska och socialliberala strävanden till socialpolitisk utjämning som tog fart under 1930-talet. Metoderna för att koncentrera ägandet har varit genom pyramid- och korsäggande, men även genom röstdifferentierade aktier (Jakobsson & Wiberg, 2014). Genom röstdifferentiering har ägare kunnat behålla kontrollen alltmedan möjlighet fanns att utöka kapitalet via de röstsvaga aktierna (Hogfeldt, 2005). Detta utmärker Sverige i en internationell kontext och står alltså i bjärt kontrast till den mer utbredda anglosaxiska modellen.

### 1.1.1 Problemdiskussion

De allt mer globaliserade marknaderna – och därmed ökade konkurrensen – ställer allt högre krav på företag att prestera. Detta i synnerhet eftersom aktieägare idag inte är bundna till svenska bolag till följd av globaliserade och integrerade marknader. Detta sätter ytterligare press på svenska företag – inte bara att prestera bättre än jämförbara bolag nationellt – utan även till viss mån internationellt. Tidigare studier visar på en splittrad bild över hur koncentration påverkar prestation. Svenska studier visar dock generellt på en negativ relation mellan ägarkoncentration och lägre prestation (Bjuggren m. fl., 2007; Cronqvist Nilsson, 2003). Genom att summera tidigare studier illustreras denna splittrade bild tydligt. Studierna i nedan tabell är svåra att jämföra med varandra då individuella avgränsningar gjorts i form av exempelvis typer av företag, storlek, företag med röstdifferentierade aktier, länder och storlek på dataset. Tabellen skall därför endast läsas i egenskap att skaffa sig en översiktlig bild över vad tidigare studier kommit fram till gällande ägarkoncentration och prestation, samt skuldsättning och prestation.



**Tabell 1.1:** Tidigare studiers slutsatser om relationen mellan ägarkoncentration och prestation, samt skuldsättning och prestation.

Undersökt relation	Positiv	Negativ	Mix
<b>Ägandekoncentration och prestation</b>			
Shleifer & Vishny (1997)	•		
Morek, Nakamura & Shivdasani (2000)	•		
Thomsen & Pedersen (2000)	•		
Gedajlovic & Shapiro (2002)	•		
Nguyen, Locke & Reddy (2015)	•		
Bykova, Molodchik & Shamilova (2017)	•		
Leech & Lahy (1991)		•	
Legmann & Weigand (2002)		•	
Claessens, Djankov, Fan & Lang (2002)		•	
Cronqvist & Nilsson (2003)		•	
Bjuggren, Eklund & Wiberg (2007)		•	
Azar, Schmals & Tecu (2018)		•	
Stulz (1988)			
McConnel & Servaes (1990)			•
Gedajlovic & Shapiro (1998)			•
Gugler, Mueller & Yurtoglu (2006)			•
Iwasaki & Mizobata (2019)			•
<b>Skuldsättning och prestation</b>			
Yazdanfar & Öhman (2015)	•		
Singh & Faireloth (2006)	•		
Aivazian, Ge & Qiu (2005)	•		
Ebaid (2009)	•		
Modigliani & Miller (1963)		•	
Piper & Weinhold (1982)		•	
Masulis (1983)		•	
Myers (1984)		•	
Kraus & Litzenberger (1973)			•
Jermaias (2008)			•

En stor del av tidigare forskning har skett i länder som inte delar den nordiska bolagsstyrningsmodellen med koncentrerat ägande. Att undersöka den svenska bolagsstyrningsmodellen och hur den påverkar prestation är därför i synnerhet intressant då den sticker ut i en internationell kontext. Det är vidare av intresse att undersöka svenska förhållanden eftersom det inte är en väl utforskad marknad, och ytterligare empiri bidrar till en nyansering av den generella uppfattningen som förekommer i Sverige att hög ägarkoncentration är bra för företags prestation. Som generellt prestationsmått kommer ROA att användas. Högre krav ställs också på företagen att producera aktieägarvärde: finns ett jämförbart företag med högre avkastning på eget kapital, byter en rationell aktieägare till det ifall de associerade

kostnaderna att köpa och sälja ger en högre trade off. Därför är det även relevant att undersöka ifall det finns ett samband mellan ägarkoncentration och ROE.

### **1.1.2 Syfte**

Syftet med denna studie är att undersöka relationen mellan ägarkoncentration och prestation, samt skuldsättning och prestation.

# 2

## Teoretisk referensram

### 2.1 Agentteorin

Under 1960- och 70-talet undersökte ekonomiska forskare hur risk delas mellan individer eller grupper. Denna separation mellan ägare och ledning introducerades först i det nu klassiska verket *The Modern Corporation and Private Property* av Berle & Means (1932). Forskarna menade att en problematik uppstår i och med att olika parter har olika syn på risk (Eisenhardt, 1989). Jensen & Meckling (1976) och Ross (1973) utvecklade dessa tankar till att inkludera så kallade agentproblem. Ross tolkade relationen mellan olika parter som tydligt avgränsad i två delar, där agenten arbetar som ombud för principalen. Om de båda parterna vill maximera sin egna nytta föreligger risk då principalen inte kan försäkra sig om att agenten utför sitt arbete korrekt. Ross menar att denna osäkerhet kan behöva hanteras genom exempelvis övervakning som blir en kostnad för företaget. Ett företags ledning (agent) kan sägas utgöra ett kontrollorgan för företagets ägare (principal). Som en naturlig följd av skiljaktigheter mellan parterna kan det skapa konsekvenser i form av kostnader, men även fördelar (Ross, 1973). Jensen & Meckling (1976) menar att kostnader till följd av agentproblem är lika verkliga som andra kostnader i företagen. Detta illustrerar de genom att beskriva skuldsättning som en typ av kostnad då ytterligare en agent (fordringsägare) adderas, och därmed den generella risken i företaget på grund av den ökade kapitalkostnaden. En positiv effekt av adderad skuldsättning är å andra sidan att agenten får starkare incitament att prestera på grund av den högre kapitalkostnaden. Senare forskning har ytterligare breddat termen till att inbegripa intressenter så som kunder, leverantörer och allmänheten (Hill & Jones, 1992).

### 2.2 Asymmetrisk information

Asymmetrisk information förekommer i transaktioner i de fall en part har mer och/eller bättre information än motparten. Denna asymmetri skapar en obalans som kan leda till snedvridet urval, mest känt i pristagaren 2001 för Sveriges Riksbanks pris i ekonomisk vetenskap till Alfred Nobels minne,

Georg Akerlofs *The Market for Lemons* (1978). Det klassiska exemplet är att en bilhandlare som säljer begagnade bilar har bättre information än köparen, varpå denna endast är beredd att betala ett genomsnittligt pris. Säljaren som äger en bil med högre värde (plum) kommer därför att dra sig ur marknaden, varpå medelvärdet sjunker och genererar att säljare som äger en bil med sämre kvalitet (lemons) kvarstår.

## 2.3 Ägarkoncentration

Ägarkoncentration är koncentrationen av ägare som förekommer i ett företag. Högre ägarkoncentration leder således till att ett fåtal ägare har stor makt att utöva. Följden av detta är att företagets beslut påverkas av dessa ägares preferenser. En lägre koncentration menar Fama & Jensen (1983) kan leda till en konflikt mellan ledning (agent) och aktieägare (principal). Detta skulle kunna vara till följd av de agentkostnader som uppstår i och med ett spritt ägande.

Det finns en rad olika metoder för att mäta ägarkoncentration. I en litteraturstudie av Overland, Mavruk & Sjögren (2012) presenteras så många som 20 olika mätmetoder. Fyra vanliga förekommande metoder är (1) Största ägaren, (2) Kvoten mellan största och följande ägare, (3) Summan av de x största ägarna och (4) Herfindahl-Hirschman Index (HHI). Den första modellen är också den enklaste, och mäter ägarkoncentration utifrån den största ägaren (Pedersen & Thomsen, 2003). Overland m. fl. (2012) argumenterar att detta är det lämpligaste måttet att använda då den största ägaren har den främsta kontrollen av hur företaget bedrivs. Den andra metoden mäter koncentrationen som en kvot mellan den största ägaren och den näst största ägaren, alternativt ett annat antal ägare i fallande storleksordning från den största. Med denna metod ökar koncentrationen med storleken på den största ägaren, medan den minskar när de andra kombinerade ägarna ökar. Den tredje metoden är summan av de x största ägarna, där fem är ett ofta använt antal, bland annat i en välciterad artikel av Demsetz & Lehn (1985). Den sista metoden (HHI) summerar den kvadrerade summan av samtliga ägares röster och tar därmed hänsyn till egenskapen att ägarkoncentrationen ökar ifall en annan ägare ökar på bekostnad av en mindre ägare (Overland m. fl., 2012), vilken även den används i artikeln av Demsetz & Lehn (1985).

## 2.4 Kapitalstruktur

Kapitalstruktur är på det sätt ett företag finansierar sina tillgångar för att därmed kunna driva verksamhet och skapa tillväxt. Detta görs med en kombination av skuld och eget kapital. Den moderna

teorin om kapitalstruktur härstammar från den banbrytande artikeln av Modigliani och Miller (1958) som påvisade att ett företags värde inte är korrelerat med valet av kapitalstruktur, givet en perfekt marknad utan skatter. Detta bekräftades senare även av Hirshleifer (1966) och Stiglitz (1969). I en uppföljande artikel visar Modigliani och Miller på att företag kan öka sitt värde genom ökad skuldsättning, med hjälp av en skattesköld (Modigliani & Miller, 1963). Detta sker genom att företag skyddar taxerbar inkomst genom att öka utgiften för räntekostnader, som därmed minskar den skattbara inkomsten. Modigliani och Miller framhåller dock att företag nödvändigtvis inte ska maximera sin skuldsättning då det i kapitalmarknaden finns det restriktioner av vilken belåningsgrad ett företag kan ha. Detta leder till att ett företag inte kan maximera sin skuldsättning för att öka värdet. Kraus & Litzenberger (1973) betonar att en optimal kapitalstruktur är problematisk att finna, medan Myers m. fl. (1984) menar att en sådan existerar när marginalnyttan (skattemässiga avdrag) är lika med marginalkostnaden (konkurskostnader och transaktionskostnader). Marginalnyttan av adderad skuld efter denna nivå bidrar inte till mervärde för företaget utan snarare ytterligare kostnader. Detta är i linje med Piper & Weinhold (1982) som menar att det finns en gräns för när utdelningen av ytterligare skuld i förhållande till kostnader avtar. Dock menar de att det ofta förekommer att amerikanska företag skuldsätter sig mer än vad som är försvarbart med hänsyn till fördelen av de skattemässiga avdragen. En anledning är bland annat att vinst per aktie ofta är ett viktigt mått på chefers prestation och som därtill ofta ligger till grund för bonus. Det finns två konkurrerande teorier för på vilket sätt ett företag skall finansiera sin verksamhet: pecking order-teorin och trade-off-teorin (Fama & French, 2002).

### 2.4.1 Trade-off-teorin

Modigliani & Miller (1958) visade att företags värde är oberoende av valet av kapitalstruktur i en perfekt marknad. Skatt och kostnader för konkurs är dock marknadsbrister som är högst centrala för att beskriva hur skuldsättning påverkar ett företags värde. Kraus & Litzenberger (1973) var de som först formellt introducerade de skattemässiga fördelarna med skuld, och konkurskostnader i ett ramverk för att finna den optimala nivån av skuldsättning. Traditionellt har trade-off-teorin inkluderat just kohandeln mellan dessa två faktorer (Frank & Goyal, 2009). Det finns dock senare varianter som även tar hänsyn till agentkostnader som följer skuldsättning (Morellec, 2004). Kraus & Litzenberger (1973) menade att ett företags finansieringsmix bestämmer hur mycket företag måste tjäna för att täcka sin kapitalkostnad för skuld, samt de skattebesparingar som är hänförliga skuldsättningen. Finansieringsmixen bestämmer därför när företaget blir insolvent och utsätts för konkurskostnader. Problematiken kring optimal kapitalstruktur, menar de därför, är att fastställa en optimal skuldsättningsnivå då alla möjliga kombinationer av mixen skall skapa det högsta möjliga marknadsvärdet av företaget.

Kraus och Litzenberger formulerar värdet av ett företag med skuldsättning som:

$$V_U + \tau * MV_s - NV_k \quad (2.1)$$

där,

$V_U$  : Värdet utan skuldsättning

$\tau$ : Bolagsskatt

$MV_s$  Marknadsvärdet av skulden

$NV_k$ : Nuvärdet av konkurskostnader

### 2.4.2 Pecking order-teorin

Grunden till pecking order-teorin lades av Donaldson (1961) i hans undersökning om hur företag finansierar sin verksamhet. Han fann att företag prioriterar finansiering av internt, före externt, kapital. Studien visade även att extern finansiering har en rangordning, där skuldfinansiering går före finansiering med eget kapital. Således föredras (1) kvarhållna vinstmedel, (2) skuld och (3) emittering av eget kapital, därav pecking order (hackordning).

Myers & Majluf (1984) vidareutvecklar Donaldsons teori till att inbegripa asymmetrisk information och konkurskostnader. Rangordningen är densamma som Donaldsons, och motiverar finansiering med kvarhållna vinstmedel för att undvika kostnader som uppkommer när man emitterar skuld, eller den ännu högre kostnader när man emitterar eget kapital. De exemplifierar det tydligt med att ledningen i ett företag vet ett projekts nuvärde samt hur dess nuvärde kommer att utvecklas. Detta vet inte investerare på kapitalmarknaden, och kräver således en högre riskpremie för osäkerheten som de som utomstående investerare upplever. Myers & Majluf (1984) menar att inte enbart den direkta kostnader – för att emittera skuld eller eget kapital – är ett tillräckligt starkt argument till att prioritera kvarhållna vinstmedel; här bör även kostnader för asymmetrisk information och konkurskostnader tas i beaktande. Denna hänsyn är det som skapar Myers & Majlufs modifierade pecking order-teori.

## 2.5 Den svenska ägarmodellen

Effekten av den tidigare förda politiken i Sverige har skapat en förutsättning till dominerande ägarkoncentration (ofta familjeägd) som sticker ut i en internationell kontext. Med skattepolitik har beslutsfattare valt att inskränka den individuella möjligheten till att bilda stora förmögenheter, samtidigt som lagstiftningen gällande aktiebolag har givit utrymme att utöva kontroll genom en relativt smal kapitalbas (Henrekson & Jakobsson, 2008). En bidragande faktor till den starka ägarkoncentrationen

är att Sverige som ett av få länder i världen (Porta, Lopez-De-Silanes & Shleifer, 1999) har både röst-differentierade aktier och förekomsten av pyramidägande, så kallat ask-i-ask-ägande (Agnblad m. fl., 2002). Röststarka aktier innebär att ägare kan inneha en kontrollpost utan betydande kapital investerat i företaget. Som anekdotisk evidens kan nämnas Ericsson där Investor vid dags dato (2019-11-06) äger 0,60 % av kapitalet men 22,50 % av rösterna (Avanza Bank AB, 2019). Pyramidägande bidrar till ökad ägarkoncentration då lagstiftningen gör gällande att ägande över 10 % ger skattelättnader i form av att lämnade utdelningar är avdragsgilla (SFS 1999:1229). Detta innebär att investmentbolag har möjlighet att slippa dubbelbeskattning av företagets intäkter. Ägande via stiftelser – som är vanligt bland svenska storbolag (exempelvis Swedbank, Investor, NCC och ICA Gruppen) – ges vidare förmåner om ägandet i företaget överstiger 10 %, då i form av skattefria utdelningar i de fall 80 % av utdelningarna delas ut till icke-kommersiella verksamheter (SFS 1999:1229)

Forskare har funnit att kontroll prioriteras framför tillväxt i många fall. Svenska företag har i vissa fall därmed inte ökat sina värden i full utsträckning, då den kontrollerande ägaren har stängt ute nya ägare med kompetens och kapital att vidareutveckla företaget (Cronqvist & Nilsson, 2003). Detta har även observerats i en amerikansk studie Demsetz & Villalonga (2001) och tycks även gälla i mindre svenska företag (Wiklund m. fl., 2003). Fenomenet att kontroll prioriteras framför tillväxt styrks även i familjekontrollerade företag med hög tillväxtpotential som visat sig vara underkapitaliserade i jämförelse med jämförbara företag. De familjekontrollerade företag väljer att vara underkapitaliserade för att undvika att ta in investerare och därmed risk att späda ut sitt aktieinnehav. Detta leder till att de familjekontrollerade företagen inte lever upp till sin tillväxtpotential, då kontroll prioriteras framför tillväxt.

## 2.6 Hypotesformulering

### 2.6.1 Hypotes 1

System för bolagsstyrning skiljer sig tydligt åt. Storbritannien och USA har ett anglosaxiskt system (outsider-system) med stora aktiemarknader, spritt ägande och aktiva marknader för företagskontroll. Kontinentaleuropas – och i än högre grad nordeuropeiska – kapitalmarknader har istället ett insider-system med ett färre antal noterade företag, koncentrerat ägande och en lägre aktivitet av företagsuppköp (Franks & Mayer, 2001). Sedan Berle & Means (1932) först diskuterade separationen mellan ägarskap och kontroll har olika studier visat ägarkoncentrationens påverkan på prestation.

Shleifer & Vishny (1997) fann att en kontrollägare påverkar ett företags prestation positivt då det finns starka incitament att hålla agentkostnader nere. Detta styrks av studier gjorda av Stulz (1988)

som påvisade att insiderägande först har en positiv effekt men har en avtagande effekt desto högre ägandet blir. Även McConnell & Servaes (1990) fann en stark positiv effekt mellan låg koncentration av insiderägande och företags värde, och att denna effekt är avtagande och blir negativ desto större ägarkoncentrationen blir. En bidragande faktor till den initiala positiva effekten av insiderägande, förklarar McConnell & Servaes (1990), kan vara på grund av aktieprogram som insiders (ledning och grundare) kan ta del av. I en europeisk kontext (Tjeckien) har Claessens m. fl. (2002) funnit ett samband mellan högre koncentration och högre lönsamhet.

I Sverige har flertalet studier visat att hög koncentration påverkar företags prestation negativt (Bjuggren m. fl., 2007; Cronqvist & Nilsson, 2003). Cronqvist och Nilsson (2003) har dessutom funnit att familjekontrollerade företag har den största negativa påverkan, på grund av en rabatt på företagsvärdet. De finner även att kontrollägande via röstdifferentierade aktier har en generell negativ påverkan på ett företags värde. Dessa samband finner även Bjuggren m. fl. (2007) i sin studie, och understryker att Sverige är det land i Europa med högst andel av företag med röstdifferentierade aktier (55 %). Tidigare studier är genomförda på stora börsnoterade företag samt hela index. Detta motiverar att undersöka detta samband på medelstora företag och leder till uppsatsens första hypotes:

*Hypotes 1: Ägarkoncentration är positivt relaterad till företagets prestation*

### 2.6.2 Hypotes 2

Skuldsättning påverkar företags förutsättningar till att prestera väl. Modigliani och Miller (1963) fann ett linjärt samband mellan ökad skuld och företags värde till följd av de skattemässiga avdragen. Masulis (1983) fann även att ökad skuld påverkar aktiekursen positivt och summerar tidigare empiriska studier och kommer fram till att ett företags värde generellt ökar med 10–17 % av den adderade skulden, till följd av de skattemässiga avdragen.

I en svensk undersökning finner Yazdanfar & Öhman (2015) att chefer som besitter kunskap att implementera skuldsättnings-policies har en tendens att reducera kapitalkostnaden och därmed företags lönsamhet. De finner även att all typ av skuld – leverantörsskulder, såväl som kort- och långfristiga skulder – märkbart påverkar små- och medelstora företags lönsamhet negativt. Mot bakgrund av denna diskrepans väljer vi att formulera den andra hypotesen som:

*Hypotes 2: Skuldsättning är negativt relaterad med företagets prestation*



# 3

## Metodik

### 3.1 Val av metod och studie

Den svenska bolagsstyrningen utmärker sig som tydligt beskrivs i problemdiskussionen i en internationell kontext. Uppsatsens syfte är att undersöka om det föreligger ett samband mellan företags prestation och ägarkoncentration – samt skuldsättningsgrad – eller inte. För att genomföra denna undersökning krävdes en kvantitativ forskningsmetod i och med att objektiva data användes som empiriskt underlag, och varifrån generaliserbara resultat drogs. Studien har ett deduktivt angreppssätt i och med att insamlade data testas genom våra två stycken uppställda hypoteser.

### 3.2 Longitudinell forskningsmetod

Mot bakgrund av studiens syfte att undersöka sambandet mellan ägarkoncentration och prestation, samt skuldsättningsgrad och prestation, har en longitudinell forskningsmetod valts för att kunna visa på ifall förändringar över tid förekommer. Det empiriska underlaget sträcker från 2011 till 2015 (fem år) och begränsades till att inte inbegripa senare år endast på grund av att data inte finns oss tillgängliga. Fem år är ett vanligt förekommande tidsspänn vid olika typer av analyser och tar hänsyn till att jämna ut observationerna i de fall engångsföreteelser eller tillfälliga avvikelser förekommer.

### 3.3 Litteraturundersökning

Google Scholar och Göteborgs Universitetsbiblioteks databaser har använts för att finna relevant litteratur för denna studie. Sökord har som exempel varit "*firm performance*", "*ownership structure*", "*agency theory*" och "*leverage*". Den teoretiska referensramen är således byggd på tidigare studier och teorier och är den grund som tillsammans med regressionsanalyserna leder till denna studies resultat och analys av densamme.

## 3.4 Datainsamling

Inledningsvis påbörjades inhämtning av data via databaser med nedladdningsfunktion (Bloomberg Terminal och Retriever Business) för att tidseffektivisera och ge oss en möjlighet att undersöka en större mängd variabler. Vid stickprov uppvisade dock den nedladdade datan felaktiga uppgifter vid flera tillfällen, varför beslutet togs att inhämta data och bearbeta denna manuellt genom företagens resultat- och balansräkningar. På detta sätt har de mest korrekta siffrorna att tillgå använts. I synnerhet då det inte helt sällan förekommer att tidigare årsredovisningar omräknas och nya siffror för år  $t-1$  framkommer först år  $t$ .

### 3.4.0.1 Ägarna och makten

I bokserien *Ägarna och makten* (Sundqvist, 2012) sammanställs de 25 största ägarna i svenska noterade bolag på small, mid, och large cap. Dessa presenterar vilken andel ägarna har i procent av kapitalet samt av röster. Bolag med röstdifferentierade aktier har även delats upp i respektive serie (vanligtvis A- och B-aktier). Därutöver finns även information om respektive akties röststyrka. Utländska ägare har särredovisats under en egen rubrik. Då denna uppsats avser undersöka ägarkoncentration i termer av röster har information om procentuell andel av kapitalet eller hemvist inte varit relevant. I denna bokserie har variablerna för ägarkoncentration inhämtats.

Mot bakgrund av litteraturstudien valdes att inhämta information om de fem största ägarna. Overland m. fl. (2012) och Demsetz & Lehn (1985) använder båda antalet fem, men Demsetz & Lehn även summan av de tjugo största ägarna. Detta gäller dock en amerikansk kontext, och därmed ett spritt ägarskap. Den svenska bolagsstyrningen är som tidigare beskrivits koncentrerad, varför antalet fem ger en tillfredsställande bild av bolags ägarkoncentration.

De fem största ägarna har definierats i den ordningen de förekommer enligt författaren, med ett undantag. Posten "Övriga utländska ägare" har undantagits då den innehåller fler än en ägare. I böckerna förekommer avrundningsfel, exempelvis för bolaget Axis gällande Brandbergssfärens röstandel (Sundqvist, 2012). Det är dock fråga om marginella skillnader och resultatet har således inte påverkats märkbart.

### 3.4.1 Retriever Business

Retriever Business är en del av Retriever Sverige AB (tidigare Mediearkivet) och tillhandahåller originalboksluten för samtliga svenska bolag (Retriever Sverige AB, 2019). Härifrån har variablerna ROA,

ROE och skuldsättningsgrad hämtats genom bolagens årsredovisningar.

### 3.4.2 Statistisk modell

För att testa studiens två hypoteser används multipla regressionsmodeller och nedan två statistiska modeller. Modellen beskriver i hur mycket variansen i den beroende variabeln förklaras av den oberoende variabeln, detta avläses i justerad R2. Justerad R2 har ett värde från 0 till 1, där 0 innebär att ingen av variansen kan förklaras medans värde på 1 innebär att hela variansen kan förklaras. Valet av att använda justerad R2 görs på grund av att enbart R2 har en tendens att öka när det tillkommer förklaringsvariabler, trots att modellen ej kan förklara variationen. Därav ger justerad R2 en mer rättvis bild av modellen och tar hänsyn till det ökade antalet av förklaringsvariabler. Att använda justerad R2 är därför mer rättfärdigt samt ökar trovärdigheten för resultatet.

För att se om modellen i sin helhet är signifikant så observeras det F-test som statistikprogrammet STATA utför i regressionsmodellen, Prob > F. Motiverad signifikansnivå är  $p < 0,05$ . Om det avlästa värdet är lika med eller under 0,05 kan modellen ses som signifikant i sin helhet.

Ekvationen för multipla regressionsmodellen är följande:

$$y = \alpha + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_k x_k + \epsilon \quad (3.1)$$

där,

$y$  =Beroende variabel

$x$  =Oberoende variabel

$\alpha$  =Konstant

$\beta$  =Betakoefficienten som förklarar hur stor påverkan respektive oberoende variabel har i regressionen

$\epsilon$  =Felet i regressionsmodellen

#### Modell 1

Modell 1 testar hypotes 1 där ägarkoncentration är den oberoende variabeln:

$$ROA = \alpha + \beta_1 \text{Ägarkoncentration} + \beta_2 \text{Skuldsättningsgrad} + \beta_3 \text{Storlek} + \beta_4 \text{Sektor} + \epsilon \quad (3.2)$$

$$ROE = \alpha + \beta_1 \text{Ägarkoncentration} + \beta_2 \text{Skuldsättningsgrad} + \beta_3 \text{Storlek} + \beta_4 \text{Sektor} + \epsilon \quad (3.3)$$

**Modell 2**

Modell 2 testar hypotes 2 där skuldsättningsgrad är den oberoende variabeln:

$$ROA = \alpha + \beta_1 \text{Skuldsättningsgrad} + \beta_2 \text{Storlek} + \beta_3 \text{Sektor} + \epsilon \quad (3.4)$$

$$ROE = \alpha + \beta_1 \text{Skuldsättningsgrad} + \beta_2 \text{Storlek} + \beta_3 \text{Sektor} + \epsilon \quad (3.5)$$

Ägarkoncentration: Ägarkoncentration måttet har i tidigare avsnitt (3.7.2) beskrivits som fyra olika sätt att mäta ägarkoncentration. Modellen har satts i bruk och testat samtliga fyra olika mått var för sig. Modell 1 kan därav brytas ut i fyra del modeller där varje mått har modellerats var för sig som en oberoende variabel. Modell 1 är därav en sammanfattande modellen som förklarar hypotes 1.

Sektor: Variabeln Sektor (elva olika sektorer) har operationaliserats som dummyvariabler med ett tilldelat värde om 0 (tillhör ej) och 1 (tillhör). För att skapa validitet och trovärdighet till studien kommer regressionerna att analyseras på tre olika sätt: (1) Alla branscher, (2) Alla branscher förutom fastighet och finans, och (3) Endast fastighet och finans. Detta tillvägagångssättet utförs då fastighet- och finanssektorerna har avvikande kapitalstrukturer på grund av regleringar.

## 3.5 Operationalisering av variabler

### 3.5.1 Beroende variabel

#### 3.5.1.1 ROA

Avkastning på totalt kapital, *Return on Assets* (ROA) visar hur väl ett företag lyckas skapa avkastning (räntabilitet) på det totala kapitalet (Eget kapital och Skulder) (Gallo, 2016). I tidigare forskning där man relaterar ett företags finansiella prestation med en oberoende variabel så används ROA flitigt som en beroende variabel (bland annat Alipour, 2013; Collin, 2002; Cronqvist Nilsson, 2003; Pedersen & Thomsen, 2003; Tsionas m. fl., 2012). Därav är det av högsta intresse att använda ROA som en beroende variabel för att finna jämförbara resultat (Overland m. fl., 2012).

ROA operationaliserats som *Årets vinst / Totala tillgångar*.

ROA kodas som en kontinuerlig (beroende) variabel.

### 3.5.1.2 ROE

Avkastning på eget kapital, *Return on Equity* (ROE) visar hur väl ett företag lyckas skapa avkastning (räntabilitet) på det egna kapitalet. Tidigare forskning har undersökt ROE som beroende variabel (bland annat Alipour, 2013; Collin, 2002; Tsionas m. fl., 2012). Nyckeltalet är dock problematiskt då det kortsiktigt kan manipuleras genom bland annat aktieåterköp som kan upprätthålla ROE trots urholkning av den operativa intjäningen (Hagel III m. fl., 2010), men även genom emissioner som ökar aktiekapitalet samt redovisar emissionsbeloppet som en intäkt.

ROE operationaliseras som  $\text{Årets vinst} / \text{Eget kapital}$

ROE kodas som en kontinuerlig (beroende) variabel.

### 3.5.1.3 Skuldsättningsgrad

Skuldsättningsgrad används som beroende variabel för att testa hypotes 2. Dock förekommer skuldsättningsgrad som en kontrollvariabel i samtliga övriga regressioner, varför denna redovisas nedan under 3.5.2 Oberoende variabler.

## 3.5.2 Oberoende variabler

### 3.5.2.1 Ägarkoncentration

Hur man väljer att definiera och använda ägarkoncentration kan vara avgörande i resultatet i en regression. Efter tidigare litteraturstudie har variablerna för ägarkoncentration valts att bli Största ägaren, Kvot, Sumfive och HHI.

Ägarkoncentration operationaliseras enligt följande:

Största ägaren	<i>Största ägarens röstandel</i>
Sumfive	<i>Summan av de fem största ägarnas röstandelar (%)</i>
Kvot	<i>Största ägarens röstandel/Summan av de fyra nästföljande ägarnas röstandelar</i>
HHI	<i>Summan av de 5 största ägarnas röstandelar kvadrerade var för sig</i>

Samtliga variabler kodas som kontinuerliga (oberoende) variabler.

### 3.5.2.2 Skuldsättningsgrad

Skuldsättningsgrad är en vanligt förekommande beroende variabel i tidigare studier och blir därav en naturlig kontrollvariabel att använda för att få ett jämförbart resultat. Detta eftersom kapitalstrukturen kan förväntas påverka ett bolags finansiella prestation. Enligt pecking order samt agentteorin har både kreditgivare och aktieägare avkastningskrav på företaget. Då kreditgivarna enbart önskar få tillbaka sina pengar samt avkastning på utlåningen så sätter det press på att företaget skall prestera för att leverera avkastning. Därför leder hög skuldsättningsgrad till en ökad press på bolaget att skapa avkastning för att möjliggöra att återgälda kreditgivarna.

Skuldsättningsgrad operationaliseras som *Totala Skulder/Eget kapital*

Skuldsättningsgrad kodas som en kontinuerlig (oberoende) variabel.

### 3.5.2.3 Sektor

Att dela in ett bolag i en sektor kan göras på ett flertal olika sätt. Det tillvägagångssättet som används för denna uppsats är utifrån den sektorindelning som Nasdaq har valt och där det totalt finns 11 olika sektorer: *Allmännyttigt, Fastighet, Finans, Hälsovård, Industri, Konsumenttjänster, Konsumentvaror, Olja & Gas, Råvaror, Teknologi och Telekom* (Nasdaq Nordic, 2019). Vilken sektor som ett bolag är verksam i kan påverka vilken strategi och kapitalstruktur som bolaget har (Thomsen & Pedersen, 2000). Det är därav av intresse att använda sektor som en kontrollvariabel då det kan ha en påverkan på resultatet. Tidigare forskning har även behandlat sektorer som en oberoende variabel, varför även vi använder denna för att öka jämförbarheten mellan studierna, samt för att säkerhetsställa ett trovärdigt resultat.

Sektor operationaliseras som *Allmännyttigt, Fastighet, Finans, Hälsovård, Industri, Konsumenttjänster, Konsumentvaror, Olja och Gas, Råvaror, Teknologi, och Telekom*.

Sektor kodas som en binär variabel, det vill säga:

Allmännyttigt	(0 = tillhör inte, 1 = tillhör)
Fastighet	(0 = tillhör inte, 1 = tillhör)
Finans	(0 = tillhör inte, 1 = tillhör)
Hälsovård	(0 = tillhör inte, 1 = tillhör)
Industri	(0 = tillhör inte, 1 = tillhör)
Konsumenttjänster	(0 = tillhör inte, 1 = tillhör)

Konsumentvaror	(0 = tillhör inte, 1 = tillhör)
Olja & Gas	(0 = tillhör inte, 1 = tillhör)
Råvaror	(0 = tillhör inte, 1 = tillhör)
Teknologi	(0 = tillhör inte, 1 = tillhör)
Telekom	(0 = tillhör inte, 1 = tillhör)

#### 3.5.2.4 Storlek

För att kontrollera storleken av bolagen har vi använt oss av den naturliga logaritmen av totala tillgångar som är ett sätt att mäta storlek (Overland m. fl., 2012). Fama & French (2002) har funnit en positiv relation mellan skuldsättning och storlek. Vår data innehåller 100 olika företag inom olika sektorer med spridda totala tillgångar. Logaritmeringen korrigerar eventuella extremvärden vilket gör variabeln mer hanterbar och ger en högre validitet.

Storlek operationaliseras som  $\ln(\text{Totala tillgångar})$

Storlek kodas som en kontinuerlig (oberoende) variabel.

#### 3.5.3 Sammanställning av undersökta variabler

Nedan tabell sammanställer samtliga undersökta variabler.

**Tabell 3.1:** Sammanställning av undersökta variabler

Variabel	Källa
<b>Beroende</b>	
ROA, ROE	Retriever Business
<b>Oberoende</b>	
Största ägaren, Kvot, Sumfive, HHI	Ägarna och makten
<b>Kontrollvariabler</b>	
Skuldsättning, Storlek	Retriever Business
<i>Sektor</i> Allmännyttigt, fastighet, finans, hälsovård, industri, konsumenttjänster, konsumentvaror, olja och gas, råvaror, teknologi, telekom	Nasdaq Nordic

#### 3.5.4 Urval

Då samtlig datainhämtning bearbetats manuellt har det varit relevantt att avgränsa studien i antal observationer för att istället premiera en longitudinell forskningsmetod. I denna undersökning är urvalet avgränsat till svenska medelstora börsnoterade bolag. Avgränsningen till börsnoterade bolag gjordes på grund utav att börsnoterade bolag är mer tillgängliga för datainsamling. Då börsnoterade bolag har krav på sin redovisning är information mer tillgänglig (SFS 2007:528). Avgränsningen till ett specifikt land, i detta fall Sverige, gjordes då tillgången till databaser var god vid studerande institut samt ett egenintresse av att undersöka den inhemska marknaden. Valet att endast undersöka medelstora och inte blandade storlekar på bolag grundar sig i att ett privat intresse för aktiemarknaden och i synnerhet medelstora bolag. Mid cap innehåller företag med ett börsvärde mellan 150 miljoner och en miljard euro (Nasdaq Nordic, 2019).

Ytterligare avgränsningar utifrån sektorer har gjorts när regressionsanalysen genererades. Då undersökningen jämför kapitalstruktur så är det av intresse att särskilja bolag som verkar i sektorer där särskilda regleringar lagförs. Fastighet och finansföretag behandlas separat då dessa bolag verkar i en reglerad sektor där krav på hur kapitalstrukturen ska se ut existerar. (SFS 2004:297)

Extern validitet handlar om hur väl resultatet kan generaliseras. Även om signifikant samband har identifierats mellan VD ägande och genomsnittlig totalavkastning är resultatet inte nödvändigtvis generaliserbart för alla bolag på global skala. Detta på grund av ett begränsat urval vid analysen och att fler studier bör upprepas för att kunna säkerställa resultatet. Lokala lagar och regleringar för Sverige kan ha inverkan på studiens generaliserbarhet. Dessutom kan svensk företagskultur och företagsklimat påverkat utfallet för studien och därmed begränsa generaliserbarheten. En annan tidsperiod än den som studerats i detta arbete skulle också kunna leda till ett annat samband än det som framkommit i denna studie.

#### 3.5.5 Population

Data har insamlats från samtliga svenska börsnoterade bolag på OMX Stockholm Mid Cap mellan åren 2011–2015. Totalt uppgick antalet till 100 per år, vilket genererar 500 observationer (100 \* 5).



### 3.5.6 Metoddiskussion

#### 3.5.6.1 Tidsförskjutna variabler

Det är rimligt att anta att förändringar i de oberoende variablerna inte påverkar de beroende variablerna samma år förändringen sker. Därför hade det varit intressant att genomföra regressioner med tidsförskjutna variabler, så kallade *lag variables*. Det innebär att den beroende variabeln skjuts fram för att kunna analysera huruvida det föreligger samband mellan en oberoende variabel för år  $t$ , och en beroende variabeln år  $t+1, t+2...t+n$ .

#### 3.5.6.2 Bortfallsanalys

Studien ämnade studera OMX Stockholm Mid Cap, vilket under den undersökta perioden var 100 noterade aktier (hänsyn ej taget till flertalet aktieslag, d.v.s. ett bolag med två aktieslag räknas en gång). Under perioden 2011–2015 ( $100*5$ ) föll totalt 186 bolag bort, vilket är 37,2 %. Detta bortfall berodde på att bolag ej fanns publicerade eller att de fanns publicerade fast på fel lista. Totalt uppgick antalet enskilda observationer därmed till 314 stycken. Det kvarvarande urvalet var av fullt acceptabel storlek och därtill rätt typ, varför en hög reliabilitet och validitet kunnat hållas för studien.

#### 3.5.6.3 Metodkritik och källkritik

Vid den manuella avläsningen av samtlig datainhämtning kan det inte uteslutas att det förelegat risk för att felaktiga siffror nedtecknats. Den mänskliga faktorn i sammanhanget gör att misstag kunnat inträffa, men sannolikheten och konsekvensen av detta anses vara av lägre påverkan än den för användandet av nedladdade data, som uppvisade felaktiga siffror vid stickprov.

# 4

## Empiri

### 4.1 Deskriptiv statistik

Deskriptiv statistik utgörs av en tabell där de beroende, oberoende och kontrollvariabler presenteras. Tabellen presenterar antalet observationer (N), medelvärde (Medel), standardavvikelse (Standard.D) och minimum- (Min) och maximumvärden (Max).

**Tabell 4.1:** Deskriptiv statistik

Variabel	N	Medel	Standard.D	Min	Max
ROA	487	.046	.06	-.07	.136
ROE	303	.141	.095	-.02	.284
S/E	309	1.365	.744	.21	2.62
Storlek	481	15.011	1.175	13.218	16.86
Största	325	.294	.16	.101	.59
Kvot	325	1.394	1.136	.39	3.91
Sumfive	325	.553	.158	.306	.8
HHI	325	1366.496	1096.058	222	3624.3

Tabell 4.1 illustrerar den inhämtade datan och presenterar om det finns några tydliga differenser som behöver tas i beaktande i uppföljande analysering av datan. I tabellen framkommer det att antal observationer har en viss differens. Differensen framkommer då data för samtliga variabler ej fanns för samtliga år. Detta tas i beaktande i uppföljande analys för att skapa ett pålitligt resultat.

### 4.2 Korrelationsmatris

Nedan redogörs för en matris där korrelationen mellan samtliga variabler undersöks. I denna studie undersöker vi samtliga variabler och hur de förhåller till varandra. En korrelationsmatris utförs och

analyseras på grund av detta intresse. I matrisen nedan redovisas Pearson-korrelation ett tvåsidigt signifikanstest där \* motsvarar en signifikansnivå på 0,1 och \*\* motsvarar en signifikansnivå på 0,05. Resultatet i korrelationsmatrisen visar ett värde mellan -1 och 1, där -1 innebär att variablerna är perfekt negativt korrelerade medans 1 innebär en perfekt positiv korrelation.

**Tabell 4.2:** Korrelationsmatris

	ROA	ROE	SE	Storlek	Största	Kvot	Sumfive	HHI
ROA	1							
ROE	0.820**	1						
SE	-0.214**	0.0370	1					
Storlek	0,109*	0.142**	0.192**	1				
Största	0.129**	0.0970*	-0.00708	0.164**	1			
Kvot	0.131**	0.0693	-0.0698	0.0423	0.859**	1		
Sumfive	0.128**	0.111*	0.0637	0.210**	0.859**	0.537**	1	
HHI	0.107*	0.0719	0.0118	0.151**	0.969**	0.795**	0.892**	1

\*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

Resultatet av tabell 4.2 visar att det finns ett positivt samband mellan den beroende variabeln ROA och samtliga oberoende variabler för ägarkoncentration på antingen fem eller tio-procentig signifikansnivå. Detta positiva samband återfinns dock endast i två fall på tio-procentig signifikansnivå för ROE. Vidare återfinns ett negativt samband mellan den beroende variabeln ROA och den oberoende variabeln S/E på fem procents signifikansnivå. Detta stämmer dock ej för ROE som istället visar ett svagt positivt samband.

Variablerna för ägarkoncentration visar alla starka samband med varandra. Detta är rimligt i och med att dessa är olika mått som baseras på de fem största ägarna för att mäta koncentration. Även ROA och ROE har stark korrelation vilket kan förklaras med att båda är nära besläktade finansiella prestationsmått.

Starkast korrelation finns mellan måtten för ägarkoncentration Största och HHI, emedan den lägsta återfinns mellan Största och S/E.

### 4.3 Resultat av regressionsanalyser

Ägarkoncentrationens påverkan har undersökts för två beroende variabler (hypotes 1). Därutöver har skuldsättningens påverkan undersökts för samma beroende variabler (hypotes 2). Sammanfattningsvis

har 30 regressioner genomförts: 24 för hypotes 1 och sex för hypotes 2. För hypotes 1 kördes regressioner för ROA och ROE separat mot de fyra måtten för ägarkoncentration, samt mot sektorindelning alla branscher, utan fastighet och finans, samt endast fastighet och finans. För hypotes 2 kördes regressioner för ROA och ROE separat mot skuldsättning mot sektorindelning alla branscher, utan fastighet och finans, samt endast fastighet och finans.

Under denna rubrik redovisas endast den oberoende variabeln Största ägaren för hypotes 1. Eftersom den största ägaren har den främsta kontrollen av hur företaget bedrivs (Overland m. fl., 2012) är därmed detta det lämpligaste måttet på ägarkoncentration att använda av de fyra använda. Detta är även för att skapa en för läsaren tydlig struktur. Resterande regressioner finns i bilagor A-C.

### 4.3.1 Hypotes 1

#### 4.3.1.1 Alla branscher

**Tabell 4.3:** ROA och Största ägaren (alla branscher)

ROA	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Största ägaren	0.087	0.069	1.27	0.207	-0.049	0.224	
Storlek	0.015	0.009	1.73	0.087	-0.002	0.032	*
Skulds.	-0.026	0.008	-3.38	0.001	-0.041	-0.011	***
Konstant	-0.158	0.138	-1.15	0.255	-0.432	0.116	
Medel ber. var	0.059		SD beroende var		0.055		
R-kvadrat just	0.068		Antal observationer		295.000		
F-test	5.100		Prob > F		0.008		

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

Regressionen i tabell 4.3 är i sin helhet signifikant. Justerad R-kvadrat är 6,81 % vilket innebär att denna regression kan förklara 6,81 % av variansen i ROA.

Det förekommer inget signifikant samband mellan den beroende variabeln (ROA) och den oberoende variabeln (Största ägaren), jämfört med korrelationsanalysen (Tabell 5) som visar en signifikant positiv korrelation (0,129\*\*).

Kontrollvariabeln Storlek visar ett signifikant positivt samband (0,087\*).

Kontrollvariabeln Skuldsättning visar ett signifikant positivt samband (0,001\*\*\*).

**Tabell 4.4:** ROE och Största ägaren (alla branscher)

ROE	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Största ägaren	0.258	0.132	1.96	0.053	-0.004	0.520	*
Storlek	0.027	0.017	1.62	0.108	-0.006	0.060	
Skulds.	-0.013	0.012	-1.12	0.266	-0.036	0.010	
Konstant	-0.325	0.265	-1.22	0.224	-0.852	0.202	
Medel ber. var	0.142		SD beroende var		0.095		
R-kvadrat just	0.016		Antal observationer		291.000		
F-test	2.318		Prob > F		0.104		

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

Regressionen i tabell 4.4 är i sin helhet inte signifikant. Justerad R-kvadrat är 1,57 % vilket innebär att denna regression kan förklara 1,57 % av variansen i ROE.

Det förekommer inget signifikant samband mellan den beroende variabeln (ROE) och den oberoende variabeln (Största ägaren), jämfört med korrelationsanalysen (Tabell 5) som visar en signifikant positiv korrelation (0,097\*).

Kontrollvariabeln Storlek visar inte ett signifikant positivt samband (0,108).

Kontrollvariabeln Skuldsättning visar inte ett signifikant positivt samband (0,266).

## 4.3.1.2 Utan fastighet och finans

Tabell 4.5: ROA och Största ägaren (utan fastighet och finans)

ROA	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Största ägaren	0.072	0.087	0.82	0.415	-0.102	0.246	
Storlek	0.008	0.010	0.78	0.436	-0.012	0.027	
Skulds.	-0.039	0.013	-2.96	0.004	-0.065	-0.013	***
Konstant	-0.034	0.150	-0.22	0.824	-0.334	0.267	
Medel ber. var	0.053		SD beroende var		0.074		
R-kvadrat just	0.109		Antal observationer		217.000		
F-test	3.127		Prob > F		0.050		

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

Regressionen i tabell 4.5 är i sin helhet signifikant. Justerad R-kvadrat är 10,93 % vilket innebär att denna regression kan förklara 10,93 % av variansen i ROA.

Det förekommer inget signifikant samband mellan den beroende variabeln (ROA) och den oberoende variabeln (Största ägaren), jämfört med korrelationsanalysen (Tabell 5) som visar en signifikant positiv korrelation (0,129\*\*).

Kontrollvariabeln Storlek visar inget signifikant positivt samband (0,436). Kontrollvariabeln Skuldsättning visar ett signifikant positivt samband (0,004\*\*\*).

Tabell 4.6: ROE och Största ägaren (utan fastighet och finans)

ROE	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Största ägaren	0.147	0.158	0.93	0.354	-0.168	0.462	
Storlek	-0.001	0.010	-0.09	0.926	-0.020	0.019	
Skulds.	-0.028	0.016	-1.73	0.089	-0.061	0.004	*
Konstant	0.139	0.167	0.83	0.408	-0.195	0.474	
Medel ber. var	0.132		SD beroende var		0.104		
R-kvadrat just	0.067		Antal observationer		213.000		
F-test	1.276		Prob > F		0.286		

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

Regressionen i tabell 4.6 är i sin helhet ej signifikant. Justerad R-kvadrat är 6,70 % vilket innebär att denna regression kan förklara 6,70 % av variansen i ROE.

Det förekommer inget signifikant samband mellan den beroende variabeln (ROE) och den oberoende variabeln (Största ägaren), jämfört med korrelationsanalysen (Tabell 5) som visar en signifikant positiv korrelation (0,097\*).

Kontrollvariabeln Storlek visar inget signifikant positivt samband (0,926). Kontrollvariabeln Skuldsättning visar inget signifikant positivt samband (0,089\*).

#### 4.3.1.3 Endast fastighet och finans

**Tabell 4.7:** ROA och Största ägaren (endast fastighet och finans)

ROA	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Största ägaren	0.005	0.147	0.03	0.975	-0.299	0.309	
Storlek	0.042	0.018	2.30	0.030	0.004	0.079	**
Skulds.	-0.034	0.023	-1.50	0.147	-0.081	0.013	
Konstant	-0.532	0.252	-2.11	0.045	-1.053	-0.012	**
Medel ber. var	0.058		SD beroende var		0.040		
R-kvadrat just	0.195		Antal observationer		78.000		
F-test	2.346		Prob > F		0.117		

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

Regressionen i tabell 4.7 är i sin helhet ej signifikant. Justerad R-kvadrat är 19,45 % vilket innebär att denna regression kan förklara 19,45 % av variansen i ROA.

Det förekommer inget signifikant samband mellan den beroende variabeln (ROA) och den oberoende variabeln (Största ägaren), jämfört med korrelationsanalysen (Tabell 5) som visar en signifikant positiv korrelation (0,129\*\*).

Kontrollvariabeln Storlek visar ett signifikant positivt samband (0,030\*\*). Kontrollvariabeln Skuldsättning visar inget signifikant positivt samband (0,147).

**Tabell 4.8:** ROE och Största ägaren (endast fastighet och finans)

ROE	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Största äga- ren	0.184	0.334	0.55	0.587	-0.505	0.873	
Storlek	0.119	0.037	3.19	0.004	0.042	0.196	***
Skulds.	-0.078	0.047	-1.65	0.111	-0.175	0.019	
Konstant	-1.601	0.517	-3.09	0.005	-2.669	-0.533	***
Medel ber. var	0.162		SD beroende var		0.088		
R-kvadrat just	0.037		Antal observationer		78.000		
F-test	4.924		Prob > F		0.016		

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

Regressionen i tabell 4.8 är i sin helhet signifikant. Justerad R-kvadrat är 3,67 % vilket innebär att denna regression kan förklara 3,67 % av variansen i ROE.

Det förekommer inget signifikant samband mellan den beroende variabeln (ROE) och den oberoende variabeln (Största ägaren), jämfört med korrelationsanalysen (Tabell 5) som visar en signifikant positiv korrelation (0,097\*).

Kontrollvariabeln Storlek visar ett signifikant positivt samband (0,004\*\*\*). Kontrollvariabeln Skuldsättning visar ett signifikant positivt samband (0,005\*\*\*).

## 4.3.2 Hypotes 2

### 4.3.2.1 Alla branscher

**Tabell 4.9:** ROA och Skuldsättningsgrad (alla branscher)

ROA	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Skuldsättningsgrad	-0.026	0.008	-3.36	0.001	-0.041	-0.011	***
Storlek	0.015	0.009	1.71	0.090	-0.002	0.032	*
Konstant	-0.132	0.133	-1.00	0.320	-0.396	0.131	
Medel ber. var	0.059		SD beroende var		0.055		
R-kvadrat just	0.061		Antal observationer		295.000		
F-test	7.112		Prob > F		0.009		

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$



Regressionen i tabell 4.9 är i sin helhet signifikant. Justerad R-kvadrat är 6,09 % vilket innebär att denna regression kan förklara 6,09 % av variansen i ROA.

Det förekommer ett signifikant samband mellan den beroende variabeln (ROA) och den oberoende variabeln (Skuldsättning), jämfört med korrelationsanalysen (Tabell 5) som visar en signifikant negativ korrelation (-0,214\*\*).

Kontrollvariabeln Storlek visar ett signifikant positivt samband (0,090\*).

**Tabell 4.10:** ROE och Skuldsättningsgrad (alla branscher)

ROE	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Skuldsättningsgrad	-0.013	0.012	-1.14	0.258	-0.037	0.010	
Storlek	0.027	0.017	1.58	0.118	-0.007	0.061	
Konstant	-0.248	0.260	-0.95	0.344	-0.765	0.269	
Medel ber. var	0.142		SD beroende var		0.095		
R-kvadrat just	0.013		Antal observationer		291.000		
F-test	2.080		Prob > F		0.153		

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

Regressionen i tabell 4.10 är i sin helhet ej signifikant. Justerad R-kvadrat är 1,34 % vilket innebär att denna regression kan förklara 1,34 % av variansen i ROE.

Det förekommer inte ett signifikant samband mellan den beroende variabeln (ROE) och den oberoende variabeln (Skuldsättning), jämfört med korrelationsanalysen (Tabell 5) som visar en signifikant positiv korrelation (0,037).

Kontrollvariabeln Storlek visar inget signifikant positivt samband (0,118).

## 4.3.2.2 Utan fastighet och finans

Tabell 4.11: ROA och Skuldsättningsgrad (utan fastighet och finans)

ROA	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Skuldsättningsgrad	-0.039	0.013	-2.98	0.004	-0.065	-0.013	***
Storlek	0.007	0.009	0.74	0.460	-0.012	0.026	
Konstant	-0.005	0.137	-0.04	0.972	-0.278	0.268	
Medel ber. var	0.053		SD beroende var		0.074		
R-kvadrat just	0.080		Antal observationer		217.000		
F-test	4.553		Prob > F		0.037		

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

Regressionen i tabell 4.11 är i sin helhet signifikant. Justerad R-kvadrat är 7,96 % vilket innebär att denna regression kan förklara 7,96 % av variansen i ROA.

Det förekommer ett signifikant samband mellan den beroende variabeln (ROA) och den oberoende variabeln (Skuldsättning), jämfört med korrelationsanalysen (Tabell 5) som visar en signifikant negativ korrelation (-0,214\*\*).

Kontrollvariabeln Storlek visar inget signifikant positivt samband (0,460).

Tabell 4.12: ROE och Skuldsättningsgrad (utan fastighet och finans)

ROE	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Skuldsättningsgrad	-0.029	0.016	-1.75	0.085	-0.061	0.004	*
Storlek	-0.002	0.030	-0.24	0.810	-0.021	0.016	
Konstant	0.200	0.141	1.41	0.162	-0.083	0.482	
Medel ber. var	0.132		SD beroende var		0.104		
R-kvadrat just	0.030		Antal observationer		213.000		
F-test	1.539		Prob > F		0.219		

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

Regressionen i tabell 4.12 är i sin helhet ej signifikant. Justerad R-kvadrat är 3,01 % vilket innebär att denna regression kan förklara 3,01 % av variansen i ROE.

Det förekommer inte ett signifikant samband mellan den beroende variabeln (ROE) och den oberoende variabeln (Skuldsättning), jämfört med korrelationsanalysen (Tabell 5) som visar en signifikant negativ korrelation (0,037).

Kontrollvariabeln Storlek visar inget signifikant positivt samband (0,810).

#### 4.3.2.3 Endast fastighet och finans

**Tabell 4.13:** ROA och Skuldsättning (endast fastighet och finans)

ROA	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Skuldsättningsgrad	-0.034	0.021	-1.66	0.111	-0.077	0.008	
Storlek	0.042	0.017	2.44	0.023	0.006	0.077	**
Konstant	-0.532	0.252	-2.12	0.045	-1.052	-0.013	**
Medel ber. var	0.058		SD beroende var		0.040		
R-kvadrat just	0.204		Antal observationer		78.000		
F-test	3.150		Prob > F		0.089		

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

Regressionen i tabell 4.13 är i sin helhet ej signifikant. Justerad R-kvadrat är 20,35 % vilket innebär att denna regression kan förklara 20,35 % av variansen i ROA.

Det förekommer inget signifikant samband mellan den beroende variabeln (ROA) och den oberoende variabeln (Skuldsättning), jämfört med korrelationsanalysen (Tabell 5) som visar en signifikant positiv korrelation (-0,214\*\*).

Kontrollvariabeln Storlek visar ett signifikant positivt samband (0,023).

**Tabell 4.14:** ROE och Skuldsättning (endast fastighet och finans)

ROE	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Skuldsättningsgrad	-0.083	0.047	-1.77	0.090	-0.179	0.014	*
Storlek	0.123	0.036	3.40	0.002	0.048	0.197	***
Konstant	-1.594	0.528	-3.02	0.006	-2.685	-0.503	***
Medel ber. var	0.162		SD beroende var		0.088		
R-kvadrat just	0.002		Antal observationer		78.000		
F-test	5.843		Prob > F		0.024		

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

Regressionen i tabell 4.14 är i sin helhet signifikant. Justerad R-kvadrat är 0,19 % vilket innebär att denna regression kan förklara 0,19 % av variansen i ROE.

Det förekommer inget signifikant samband mellan den beroende variabeln (ROE) och den oberoende variabeln (Skuldsättning), jämfört med korrelationsanalysen (Tabell 5) som visar en signifikant positiv korrelation (0,037).

Kontrollvariabeln Storlek visar ett signifikant positivt samband (0,002\*\*\*).

## 4.4 Sammanfattning av regressionsanalyser

Signifikans på tio-, fem- eller enprocentig nivå förekom i 26 av 30 regressioner. Dessa innefattar signifikans i minst en variabel per regression och behöver således inte vara i de oberoende variabler som testats för hypoteserna. Nedan sammanfattas de regressioner som uppvisat signifikans.

**Tabell 4.15:** Regressioner med signifikans

Regression	Koef.	p-värde
Alla branscher		
Hypotes 1		
ROE		
Största	0.258	0.053*
Kvot	0.018	0.087*
Hypotes 2		
ROA och S/E	-0.026	0.001***
Utan fastighet och finans		
Hypotes 2		
ROA och S/E	-0.039	0.004***
ROE och S/E	-0.029	0.085*
Endast fastighet och finans		
Hypotes 2		
ROE och S/E	-0.083	0.090*
ROA och Storlek	0.042	0.023**
ROE och Storlek	0.123	0.002***

# 5

## Analys och diskussion

### 5.1 Hypotes 1: Ägarkoncentration är positivt relaterad till företags prestation

Formuleringen av denna hypotes och förväntningen att finna ett positivt samband mellan ägarkoncentration och prestation baseras på agentteorin som stipulerar att agenten förväntas agera utan hänsyn till principalen. Därmed får det antas, att agenten agerar på ett sätt som förväntas ge högsta möjliga avkastning till sig själv. Flera klassiska artiklar i ämnet understryker att en kontrollägare bidrar positivt till företags prestation, bland annat Berle & Means (1932), Jensen & Meckling (1976) och Fama & Jensen (1984). Detta samband skulle alltså tydligt visa sig i en svensk kontext då 90 % av börsnoterade bolag har starka aktieägargrupper eller kontrollägare (Söderström m. fl., 2003). Det finns dock forskare som menar att kontrollägare på sikt kan hämma företags utveckling. Cronqvist & Nilsson (2003) framhåller att kontrollägare kan stänga ute nya ägare med kompetens och kapital och därmed inte låta företaget öka sina värden i full utsträckning, vilket Wiklund m. fl. (2003) även funnit stämja i mindre svenska bolag, liksom Demsetz & Villalonga (2001) funnit detta vara sant i en amerikansk studie.

Resultaten för regressionsmodellerna som testat hypotes 1 visar att det förekommer signifikanta samband mellan ägarkoncentration och prestation i två av 24 fall på en tioprocentig signifikansnivå (ROE och Största, samt ROE och Kvot). Denna signifikans är dock för svag och hypotes 1 förkastas därmed.

Mot bakgrund av att det finns en bred uppslutning i Sverige att stark ägarkoncentration skulle vara positivt, då lagstiftning (SFS 2005:551), svensk kod för bolagsstyrning (Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2004), såväl som en förankring i vårt företagsklimat förespråkar kontrolläggande, är det anmärkningsvärt att det inte uppvisas ett signifikant samband mellan ägarkoncentration och prestation. I detta hänseende kan ett potentiellt antagande vara att asymmetrisk information och principal-agent-problemet ligger till grund för resultatet. Kontrollägare kan med avsikt hämma den finansiella

prestationen och fokusera på andra intressen de finner mer lämpliga än att skapa avkastning. Stora kontrollägare – i termer av röststyrka – kan alltså tillgodose andra intressen framför avkastning, vilket kapitalägare inte kan i samma utsträckning då deras incitament är rent ekonomiska och som kan tas tillvara genom kurstillväxt och utdelningar. Eftersom kontrollägare har mer information kan därmed ett antagande göras att asymmetrisk information existerar. Som följd av detta kan även antas att det förekommer en konflikt i relationen mellan kontrollägare –som kontrollerar agenten – och övriga aktieägare som inte gör det.

En anledning till varför svag signifikans uppvisas för just ROE skulle kunna motiveras med att resonera kring marknaden och aktiekursen som kontrollmekanism. För börsnoterade bolag är aktiekursen en viktig parameter och ROE det förhärskande prestationsmåttet för investerare (Hagel III m. fl., 2010). Då bolagsledningens prestation utvärderas av aktiemarknaden – och inte endast kontrollägarna – finns starka incitament för bolagsledningen att upprätthålla ett bra ROE på bekostnad av reell prestation, som exempelvis ROA bättre fångar.

## 5.2 Hypotes 2: Skuldsättning är negativt relaterad med företagets prestation

Formuleringen av denna hypotes och förväntningen att finna ett positivt samband mellan skuldsättning och prestation baseras på teorier om kapitalstruktur. I synnerhet Modigliani & Millers (1963) klassiska fynd att skuldsättning ökar ett företags värde tack vare skatteskölden. Resonemanget vidareutvecklas med hjälp av pecking order-teorin då dessa ökade vinster till följd av skatteskölden, och sedermera kvarhållna vinstmedel, används till investeringar i första hand då de är billigare i förhållande till både skuld och emittering av nytt kapital. Dock skulle man mot bakgrund av den högkonjunktur och lågräntemiljö som förekommit under de år som studien analyserar argumentera för att trade off-teorin med billiga lån som följd också är ett troligt scenario till varför skuldsättning skulle vara positivt relaterad med prestation. Eftersom det varit fördelaktigt att ta upp skuld kan kapitalflödena och även skuldsättningen öka då kapitalet letar efter en överavkastning i relation till räntan. När räntan varit låg under en längre period som denna, och tros bibehållas, kan det leda till att pecking order-teorin blir förvriden. Med andra ord, att det är mer fördelaktigt att använda skuld som finansiering före kvarhållna vinster. Allt eftersom räntan blir lägre, blir således avkastningskravet lägre och investerare kan godkänna lägre avkastning (prestation).

Resultaten för regressionsmodellerna som testat hypotes 2 visar att det förekommer signifikanta samband mellan skuldsättning och prestation i fyra av sex fall (varav två på en tioprocentig signifikansnivå).

Detta innebär att ett signifikant samband uppstod endast i två av sex fall och hypotes 2 kan därmed förkastas då signifikansen anses för svag.

Ett negativt samband förekommer på en enprocentig signifikansnivå mellan ROA och skuldsättning för alla branscher med en koefficient på  $-0.026$ , samt för utan fastighet och finans med en koefficient på  $-0.039$ . Varför detta samband inte uppvisades för endast fastighet och finans skulle kunna bero på det faktum att dessa har en avvikande kapitalstruktur jämfört med andra branscher. Detta negativa samband följer tidigare resonemang och forskning om sambandet mellan skuldsättning och prestation av bland annat Modigliani & Miller (1963), Masulis (1983), Myers & Majluf (1984) och Piper & Weinhold (1982).



# 6

## Slutsats

Syftet med denna studie var att studera sambandet mellan ägarkoncentration och prestation samt skuldsättning och prestation. Mot bakgrund av den svenska bolagsstyrningsmodellen som har en stark uppslutning bakom att ägarkoncentration är positivt för prestation, är det anmärkningsvärt att ett sådant samband ej funnits. Denna avsaknad av positivt samband kan förklaras med agentteorin. Ett svagt positivt samband på en tioprocentig signifikansnivå har dock hittats mellan ROE och Största ägaren, samt ROE och Kvot för alla brancher. Detta skulle kunna betyda att svenska medelstora företag med hög koncentration värdesätter ett högt ROE för att blidka aktiemarknaden framför det mer generella prestationsmåttet ROA. Prioritering av ROE kan även bero på att ägare förutom röststyrka även har ett stort kapitalägande och därmed ett egenintresse av att skapa avkastning på sitt egna kapital före avkastning på det totala kapitalet.

Gällande skuldsättning och prestation uppvisas två signifikanta ( $p < 0.05$ ) negativa samband för ROA: för urvalet i sin helhet, samt för hela urvalet utan fastighet och finans. Det negativa sambandet kan förklaras utifrån pecking order-teorin, som prioriterar finansiering via kvarhållna vinster före skuld. Detta samband följer tidigare forskning och adderar därmed till forskningen ytterligare empiriska underlag.

# 7

## Förslag till framtida forskning

Vidare forskning inom ämnet föreslås vara att studera bolag som verkar i andra länder med liknande bolagsstyrningsmodell som i Sverige samt andra tidsperioder. Regressioner med tidsförskjutna variabler är också rekommenderade för att undersöka om det föreligger ett samband när hänsyn tas till att beslut skulle kunna ge effekt först efter det år som den oberoende variabeln undersöks.

# Litteraturförteckning

- Agnblad, J., Berglöf, E., Högfeldt, P. & Svancar, H. (2001). Ownership and control in sweden: Strong owners, weak minorities, and social control. *The control of corporate Europe*, 228–258.
- Aivazian, V. A., Ge, Y. & Qiu, J. (2005). Debt maturity structure and firm investment. *Financial Management*, 34(4), 107–119.
- Akerlof, G. A. (1978). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. I *Uncertainty in economics* (s. 235–251). Elsevier.
- Avanza Bank AB. (2019). *Ericsson A*. Hämtad 2019-11-28 från <https://www.avanza.se/aktier/om-aktien.html/5239/ericsson-a>.
- Azar, J., Schmalz, M. C. & Tecu, I. (2018). Anticompetitive effects of common ownership. *The Journal of Finance*, 73(4), 1513–1565.
- Barber, B. M. & Lyon, J. D. (1997). Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of financial economics*, 43(3), 341–372.
- Berle, A. A. & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.
- Bolagsverket. (2019). *Kontrollägare*. Hämtad 2019-11-08 från <https://bolagsverket.se/ord/ordlista/ordlista>.
- Bykova, A., Molodchik, M., Shamilova, E. m. fl. (2017). Ownership concentration, corporate governance development and firm performance in russian listed companies. *Applied Econometrics*, 45, 50–74.
- Cernat, L. (2004). The emerging european corporate governance model: Anglo-saxon, continental, or still the century of diversity? *Journal of European Public Policy*, 11(1), 147–166.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. & Lang, L. H. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The journal of finance*, 57(6), 2741–2771.

- Demsetz, H. & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of political economy*, 93(6), 1155–1177.
- Demsetz, H. & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of corporate finance*, 7(3), 209–233.
- Donaldson, G. (1961). *Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity*. New York: Beard Books.
- Ebaid, I. E.-S. (2009). The impact of capital-structure choice on firm performance: empirical evidence from egypt. *The journal of risk Finance*.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57–74.
- Europeiska kommissionen. (2019). *What is an SME?* Hämtad 2019-11-04 från [https://ec.europa.eu/growth/smes/business-friendly-environment/sme-definition\\_sv](https://ec.europa.eu/growth/smes/business-friendly-environment/sme-definition_sv).
- Fama, E. F. & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The review of financial studies*, 15(1), 1–33.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of law and economics*. June, 25, 301–325.
- Fisher, I. (1930). *Theory of interest: as determined by impatience to spend income and opportunity to invest it*. Augustus Kelly Publishers, Clifton.
- Frank, M. Z. & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important? *Financial management*, 38(1), 1–37.
- Franks, J. & Mayer, C. (2001). Ownership and control of german corporations. *The Review of Financial Studies*, 14(4), 943–977.
- Gallo, A. (2016). A refresher on return on assets and return on equity. *Harvard Business Review*.
- Gedajlovic, E. & Shapiro, D. M. (2002). Ownership structure and firm profitability in japan. *Academy of management journal*, 45(3), 565–575.
- Gedajlovic, E. R. & Shapiro, D. M. (1998). Management and ownership effects: Evidence from five countries. *Strategic Management Journal*, 19(6), 533–553.
- Gugler, K. P., Mueller, D. C. & Yurtoglu, B. B. (2006). The determinants of merger waves. *WZB-Markets and Politics Working Paper No. SP II, 1*.

- Hagel, J., Brown, J. S. & Davison, L. (2010). The best way to measure company performance. *Harvard Business Review*, 4.
- Henrekson, M. & Jakobsson, U. (2008). *Globaliseringen och den svenska ägarmodellen*. Globaliseringsrådet.
- Hill, C. W. & Jones, T. M. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of management studies*, 29(2), 131–154.
- Hirshleifer, J. (1966). Investment decision under uncertainty: Applications of the state-preference approach. *The Quarterly Journal of Economics*, 80(2), 252–277.
- Hogfeldt, P. (2005). The history and politics of corporate ownership in sweden. I *A history of corporate governance around the world: Family business groups to professional managers* (s. 517–580). University of Chicago Press.
- Iwasaki, I., Ma, X. & Mizobata, S. (2019). Corporate ownership and managerial turnover in china and eastern europe: A comparative meta-analysis.
- Jakobsson, U. & Wiberg, D. (2014). Vem skall styra de svenska företagen? *Svenskt Näringsliv*.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305–360.
- Jermias, J. (2008). The relative influence of competitive intensity and business strategy on the relationship between financial leverage and performance. *The British Accounting Review*, 40(1), 71–86.
- Kollegiet för svensk bolagsstyrning. (2004). *Svensk kod för bolagsstyrning*. Stockholm: Kollegiet för svensk bolagsstyrning.
- Kraus, A. & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The journal of finance*, 28(4), 911–922.
- La Porta, R., Lopez-de Silanes, F. & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471–517.
- Lazonick, W. & O'sullivan, M. (2000). Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and society*, 29(1), 13–35.
- Leech, D. & Leahy, J. (1991). Ownership structure, control type classifications and the performance of large british companies. *The Economic Journal*, 101(409), 1418–1437.

- Lehmann, E. E., Warning, S. & Weigand, J. (2002). Efficient governance structures, corporate investment, and profitability.
- Madhani, P. M. (2016). Ownership concentration, corporate governance and disclosure practices: A study of firms listed in bombay stock exchange. *Corporate Governance and Disclosure Practices: A Study of Firms Listed in Bombay Stock Exchange*, 7–36.
- Masulis, R. W. (1983). The impact of capital structure change on firm value: Some estimates. *The journal of finance*, 38(1), 107–126.
- Mavruk, T., Overland, C. & Sjögren, S. (2019). Keeping it real or keeping it simple? ownership concentration measures compared. *European Financial Management*.
- McConnell, J. J. & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial economics*, 27(2), 595–612.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261–297.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 48(3), 433–443.
- Morellec, E. (2004). Can managerial discretion explain observed leverage ratios? *The Review of Financial Studies*, 17(1), 257–294.
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have* (forskningsrapport). National Bureau of Economic Research.
- Nasdaq Nordic. (2019). *Aktier*. Hämtad 2019-12-21 från <http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier>.
- Nasdaq Nordic. (2020). *Var handlar man aktier?* Hämtad 2020-01-08 från <http://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/aktier/varhandlarmanaktier/>.
- Nationalencyklopedin. (2019). *Chicagoskolan*. Hämtad 2019-11-13 från [https://www.ne.se/upplagsverk/encyklopedi/1%C3%A5ng/chicagoskolan-\(samh%C3%A4llsvetenskaperna\)](https://www.ne.se/upplagsverk/encyklopedi/1%C3%A5ng/chicagoskolan-(samh%C3%A4llsvetenskaperna)).
- Nguyen, T., Locke, S. & Reddy, K. (2015). Ownership concentration and corporate performance from a dynamic perspective: Does national governance quality matter? *International Review of Financial Analysis*, 41, 148–161.
- Pedersen, T. & Thomsen, S. (2003). Ownership structure and value of the largest european firms: The importance of owner identity. *Journal of Management and Governance*, 7(1), 27–55.

- Piper, T. R. & Weinhold, W. A. (1982). How much debt is right for your company. *Harvard Business Review*, 60(4), 106–114.
- Retriever Sverige AB. (2019). *Affärsinformation*. Hämtad 2019-11-28 från <https://www.retriever.se/product/affarsinformation/>.
- Ross, S. A. (1973). The economic theory of agency: The principal's problem. *The American economic review*, 63(2), 134–139.
- SFS 1999:1229. (1999). *Inkomstskattelag*. Stockholm: Finansdepartementet.
- SFS 2004:297. (2004). *Om bank- och finansieringsrörelse*. Stockholm: Finansdepartementet.
- SFS 2005:511. (2005). *Aktiebolagslag*. Stockholm: Justitiedepartementet.
- SFS 2007:528. (2007). *Om värdepappersmarkaden*. Stockholm: Justitiedepartementet.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737–783.
- Singh, M. & Faircloth, S. (2005). The impact of corporate debt on long term investment and firm performance. *Applied Economics*, 37(8), 875–883.
- Söderström, H. T., Berglöf, E. & Sandström, S. (2003). *Ägarmakt och omvandling: Den svenska modellen utmanad*. SNS förl.
- Stiglitz, J. E. (1969). A re-examination of the modigliani-miller theorem. *The American Economic Review*, 59(5), 784–793.
- Stulz, R. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of financial Economics*, 20, 25–54.
- Sundqvist, S. I. (2012). *Ägarna och makten i sveriges börsföretag 2012*. Stockholm: SIS Ägarservice AB.
- Thomsen, S. & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest european companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689–705.
- Wiklund, J., Davidsson, P. & Delmar, F. (2003). What do they think and feel about growth? an expectancy–value approach to small business managers' attitudes toward growth. *Entrepreneurship theory and practice*, 27(3), 247–270.
- Yazdanfar, D. & Öhman, P. (2015). Debt financing and firm performance: an empirical study based on swedish data. *The Journal of Risk Finance*.

# Bilagor



## Bilaga A: Regressionsresultat alla branscher

### Hypotes 1 – Alla branscher (ROA)

ROA	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Största ägaren	0.087	0.069	1.27	0.207	-0.049	0.224	
Storlek	0.015	0.009	1.73	0.087	-0.002	0.032	*
Skuldsättning	-0.026	0.008	-3.38	0.001	-0.041	-0.011	***
Konstant	-0.158	0.138	-1.15	0.255	-0.432	0.116	

Medel beroende var		0.059	SD beroende var			0.055	
R-kvadrat just		0.068	Antal observationer			295.000	
F-test		5.100	Prob > F			0.008	
Akaike krit. (AIC)		-1307.995	Bayes krit. (BIC)			-1296.934	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

ROA	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Kvot	0.003	0.007	0.46	0.646	-0.010	0.017	
Storlek	0.015	0.009	1.76	0.082	-0.002	0.032	*
Skuldsättning	-0.026	0.008	-3.30	0.001	-0.041	-0.010	***
Konstant	-0.142	0.134	-1.06	0.291	-0.407	0.123	

Medel beroende var		0.059	SD beroende var			0.055	
R-kvadrat just		0.074	Antal observationer			295.000	
F-test		4.785	Prob > F			0.011	
Akaike krit. (AIC)		-1305.563	Bayes krit. (BIC)			-1294.502	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

ROA	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Sumfive	0.038	0.057	0.68	0.499	-0.074	0.151	
Storlek	0.015	0.009	1.67	0.099	-0.003	0.032	*
Skuldsättning	-0.026	0.008	-3.47	0.001	-0.042	-0.011	***
Konstant	-0.148	0.146	-1.01	0.313	-0.439	0.142	

Medel beroende var		0.059	SD beroende var			0.055	
R-kvadrat just		0.076	Antal observationer			295.000	
F-test		4.850	Prob > F			0.010	
Akaike krit. (AIC)		-1306.060	Bayes krit. (BIC)			-1294.999	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

ROA	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
HHI	0.000	0.000	1.10	0.272	0.000	0.000	
Storlek	0.015	0.009	1.69	0.094	-0.003	0.032	*
Skuldsättning	-0.026	0.008	-3.42	0.001	-0.042	-0.011	***
Konstant	-0.143	0.136	-1.05	0.298	-0.414	0.128	

Medel beroende var		0.059	SD beroende var			0.055	
R-kvadrat just		0.078	Antal observationer			295.000	
F-test		4.992	Prob > F			0.009	
Akaike krit. (AIC)		-1306.670	Bayes krit. (BIC)			-1295.609	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

## A. Regressionsresultat alla branscher

### Hypotes 1 – Alla branscher (ROE)

ROE	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Största ägaren	0.258	0.132	1.96	0.053	-0.004	0.520	*
Storlek	0.027	0.017	1.62	0.108	-0.006	0.060	
Skuldsättning	-0.013	0.012	-1.12	0.266	-0.036	0.010	
Konstant	-0.325	0.265	-1.22	0.224	-0.852	0.202	
Medel beroende var		0.142	SD beroende var			0.095	
R-kvadrat just		0.016	Antal observationer			291.000	
F-test		2.318	Prob > F			0.104	
Akaike krit. (AIC)		-945.089	Bayes krit. (BIC)			-934.069	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

ROE	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Kvot	0.018	0.010	1.73	0.087	-0.003	0.038	*
Storlek	0.029	0.016	1.74	0.085	-0.004	0.062	*
Skuldsättning	-0.011	0.012	-0.98	0.330	-0.035	0.012	
Konstant	-0.303	0.255	-1.19	0.238	-0.808	0.203	
Medel beroende var		0.142	SD beroende var			0.095	
R-kvadrat just		0.036	Antal observationer			291.000	
F-test		2.214	Prob > F			0.115	
Akaike krit. (AIC)		-941.059	Bayes krit. (BIC)			-930.039	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

ROE	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Sumfive	0.058	0.098	0.59	0.558	-0.137	0.252	
Storlek	0.026	0.017	1.55	0.125	-0.007	0.060	
Skuldsättning	-0.014	0.012	-1.19	0.237	-0.038	0.010	
Konstant	-0.272	0.280	-0.97	0.334	-0.827	0.284	
Medel beroende var		0.142	SD beroende var			0.095	
R-kvadrat just		0.027	Antal observationer			291.000	
F-test		1.379	Prob > F			0.257	
Akaike krit. (AIC)		-938.384	Bayes krit. (BIC)			-927.364	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

ROE	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
HHI	0.000	0.000	1.59	0.114	0.000	0.000	
Storlek	0.026	0.017	1.55	0.125	-0.007	0.060	
Skuldsättning	-0.014	0.012	-1.23	0.221	-0.038	0.009	
Konstant	-0.278	0.266	-1.04	0.299	-0.806	0.251	
Medel beroende var		0.142	SD beroende var			0.095	
R-kvadrat just		0.037	Antal observationer			291.000	
F-test		1.829	Prob > F			0.166	
Akaike krit. (AIC)		-941.367	Bayes krit. (BIC)			-930.347	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

## A. Regressionsresultat alla branscher

---

### Hypotes 2 – Alla branscher (ROA och ROE)

ROA	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Skuldsättning	-0.026	0.008	-3.36	0.001	-0.041	-0.011	***
Storlek	0.015	0.009	1.71	0.090	-0.002	0.032	*
Konstant	-0.132	0.133	-1.00	0.320	-0.396	0.131	
Medel beroende var		0.059	SD beroende var			0.055	
R-kvadrat just		0.061	Antal observationer			295.000	
F-test		7.112	Prob > F			0.009	
Akaike krit. (AIC)		-1307.239	Bayes krit. (BIC)			-1299.865	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

ROE	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Skuldsättning	-0.013	0.012	-1.14	0.258	-0.037	0.010	
Storlek	0.027	0.017	1.58	0.118	-0.007	0.061	
Konstant	-0.248	0.260	-0.95	0.344	-0.765	0.269	
Medel beroende var		0.142	SD beroende var			0.095	
R-kvadrat just		0.013	Antal observationer			291.000	
F-test		2.080	Prob > F			0.153	
Akaike krit. (AIC)		-939.831	Bayes krit. (BIC)			-932.484	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

## Bilaga B: Regressionsresultat utan fastighet och finans

### Hypotes 1 – Utan fastighet och finans (ROA)

ROA	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Största ägaren	0.072	0.087	0.82	0.415	-0.102	0.246	
Storlek	0.008	0.010	0.78	0.436	-0.012	0.027	
Skuldsättning	-0.039	0.013	-2.96	0.004	-0.065	-0.013	***
Konstant	-0.034	0.150	-0.22	0.824	-0.334	0.267	
Medelvärde beroende var		0.053	SD beroende var			0.074	
R-kvadrat just		0.109	Antal observationer			217.000	
F-test		3.127	Prob > F			0.050	
Akaike krit. (AIC)		-887.989	Bayes krit. (BIC)			-877.850	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

ROA	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Kvot	0.000	0.011	-0.02	0.987	-0.021	0.021	
Storlek	0.007	0.010	0.70	0.489	-0.013	0.027	
Skuldsättning	-0.039	0.013	-2.96	0.004	-0.065	-0.013	***
Konstant	-0.004	0.152	-0.03	0.979	-0.307	0.299	
Medelvärde beroende var		0.053	SD beroende var			0.074	
R-kvadrat just		0.086	Antal observationer			217.000	
F-test		3.022	Prob > F			0.055	
Akaike krit. (AIC)		-886.961	Bayes krit. (BIC)			-876.822	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

ROA	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Sumfive	0.043	0.073	0.59	0.559	-0.103	0.189	
Storlek	0.007	0.010	0.69	0.489	-0.013	0.026	
Skuldsättning	-0.040	0.013	-3.01	0.004	-0.066	-0.013	***
Konstant	-0.023	0.152	-0.15	0.879	-0.327	0.281	
Medelvärde beroende var		0.053	SD beroende var			0.074	
R-kvadrat just		0.088	Antal observationer			217.000	
F-test		3.082	Prob > F			0.052	
Akaike krit. (AIC)		-887.508	Bayes krit. (BIC)			-877.369	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

ROA	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
HHI	0.000	0.000	0.64	0.523	0.000	0.000	
Storlek	0.007	0.010	0.74	0.463	-0.012	0.026	
Skuldsättning	-0.039	0.013	-2.97	0.004	-0.065	-0.013	***
Konstant	-0.013	0.142	-0.09	0.927	-0.297	0.271	
Medelvärde beroende var		0.053	SD beroende var			0.074	
R-kvadrat just		0.087	Antal observationer			217.000	
F-test		3.018	Prob > F			0.056	
Akaike krit. (AIC)		-887.317	Bayes krit. (BIC)			-877.178	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

## B. Regressionsresultat utan fastighet och finans

### Hypotes 1 – Utan fastighet och finans (ROE)

ROE	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Största ägaren	0.147	0.158	0.93	0.354	-0.168	0.462	
Storlek	-0.001	0.010	-0.09	0.926	-0.020	0.019	
Skuldsättning	-0.028	0.016	-1.73	0.089	-0.061	0.004	*
Konstant	0.139	0.167	0.83	0.408	-0.195	0.474	
Medelvärde beroende var		0.132	SD beroende var			0.104	
R-kvadrat just		0.067	Antal observationer			213.000	
F-test		1.276	Prob > F			0.286	
Akaike krit. (AIC)		-700.816	Bayes krit. (BIC)			-690.732	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

ROE	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Kvot	0.005	0.013	0.41	0.685	-0.021	0.031	
Storlek	-0.001	0.010	-0.11	0.913	-0.022	0.019	
Skuldsättning	-0.028	0.017	-1.66	0.101	-0.061	0.006	
Konstant	0.176	0.168	1.05	0.299	-0.159	0.511	
Medelvärde beroende var		0.132	SD beroende var			0.104	
R-kvadrat just		0.022	Antal observationer			213.000	
F-test		1.151	Prob > F			0.323	
Akaike krit. (AIC)		-699.091	Bayes krit. (BIC)			-689.007	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

ROE	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Sumfive	0.035	0.128	0.27	0.786	-0.220	0.290	
Storlek	-0.002	0.009	-0.26	0.795	-0.021	0.016	
Skuldsättning	-0.029	0.017	-1.72	0.090	-0.063	0.005	*
Konstant	0.185	0.155	1.19	0.237	-0.124	0.494	
Medelvärde beroende var		0.132	SD beroende var			0.104	
R-kvadrat just		0.022	Antal observationer			213.000	
F-test		1.020	Prob > F			0.366	
Akaike krit. (AIC)		-699.046	Bayes krit. (BIC)			-688.962	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

ROE	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
HHI	0.000	0.000	0.70	0.488	0.000	0.000	
Storlek	-0.002	0.009	-0.23	0.816	-0.021	0.016	
Skuldsättning	-0.029	0.017	-1.76	0.083	-0.063	0.004	*
Konstant	0.183	0.149	1.23	0.222	-0.114	0.480	
Medelvärde beroende var		0.132	SD beroende var			0.104	
R-kvadrat just		0.024	Antal observationer			213.000	
F-test		1.101	Prob > F			0.338	
Akaike krit. (AIC)		-699.494	Bayes krit. (BIC)			-689.410	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

## B. Regressionsresultat utan fastighet och finans

### Hypotes 2 – Utan fastighet och finans (ROA och ROE)

ROA	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig.
Skuldsättning	-0.039	0.013	-2.98	0.004	-0.065	-0.013	***
Storlek	0.007	0.009	0.74	0.460	-0.012	0.026	
Konstant	-0.005	0.137	-0.04	0.972	-0.278	0.268	
Medelvärde beroende var		0.053	SD beroende var			0.074	
R-kvadrat just		0.080	Antal observationer			217.000	
F-test		4.553	Prob > F			0.037	
Akaike krit. (AIC)		-888.961	Bayes krit. (BIC)			-882.201	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

ROE	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig.
Skuldsättning	-0.029	0.016	-1.75	0.085	-0.061	0.004	*
Storlek	-0.002	0.030	-0.24	0.810	-0.021	0.016	
Konstant	0.200	0.141	1.41	0.162	-0.083	0.482	
Medelvärde beroende var		0.132	SD beroende var			0.104	
R-kvadrat just		0.021	Antal observationer			213.000	
F-test		1.539	Prob > F			0.219	
Akaike krit. (AIC)		-700.885	Bayes krit. (BIC)			-694.162	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

## Bilaga C: Regressionsresultat endast fastighet och finan

### Hypotes 1 – Endast fastighet och finans (ROA)

ROA	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Största ägaren	0.005	0.147	0.03	0.975	-0.299	0.309	
Storlek	0.042	0.018	2.30	0.030	0.004	0.079	**
Skuldsättning	-0.034	0.023	-1.50	0.147	-0.081	0.013	
Konstant	-0.532	0.252	-2.11	0.045	-1.053	-0.012	**
Medelvärde beroende var		0.058	SD beroende var			0.040	
R-kvadrat just		0.195	Antal observationer			78.000	
F-test		2.346	Prob > F			0.117	
Akaike krit. (AIC)		-388.244	Bayes krit. (BIC)			-381.174	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

ROA	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Kvot	-0.009	0.009	-0.92	0.367	-0.028	0.011	
Storlek	0.043	0.017	2.45	0.022	0.007	0.078	**
Skuldsättning	-0.037	0.024	-1.56	0.131	-0.085	0.012	
Konstant	-0.521	0.249	-2.09	0.047	-1.035	-0.008	**
Medelvärde beroende var		0.058	SD beroende var			0.040	
R-kvadrat just		0.253	Antal observationer			78.000	
F-test		2.073	Prob > F			0.148	
Akaike krit. (AIC)		-390.428	Bayes krit. (BIC)			-383.358	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

ROA	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Sumfive	0.069	0.065	1.06	0.298	-0.065	0.204	
Storlek	0.040	0.017	2.42	0.023	0.006	0.075	**
Skuldsättning	-0.034	0.020	-1.76	0.091	-0.075	0.006	*
Konstant	-0.547	0.255	-2.15	0.042	-1.073	-0.022	**
Medelvärde beroende var		0.058	SD beroende var			0.040	
R-kvadrat just		0.242	Antal observationer			78.000	
F-test		2.204	Prob > F			0.132	
Akaike krit. (AIC)		-389.292	Bayes krit. (BIC)			-382.222	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

ROA	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
HHI	0.000	0.000	-0.18	0.859	0.000	0.000	
Storlek	0.042	0.018	2.40	0.024	0.006	0.078	**
Skuldsättning	-0.034	0.021	-1.60	0.124	-0.078	0.010	
Konstant	-0.526	0.253	-2.08	0.049	-1.049	-0.003	**
Medelvärde beroende var		0.058	SD beroende var			0.040	
R-kvadrat just		0.233	Antal observationer			78.000	
F-test		2.110	Prob > F			0.143	
Akaike krit. (AIC)		-388.426	Bayes krit. (BIC)			-381.356	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

C. Regressionsresultat endast fastighet och finan

**Hypotes 1 – Endast fastighet och finans (ROE)**

ROE	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Största ägaren	0.184	0.334	0.55	0.587	-0.505	0.873	
Storlek	0.119	0.037	3.19	0.004	0.042	0.196	***
Skuldsättning	-0.078	0.047	-1.65	0.111	-0.175	0.019	
Konstant	-1.601	0.517	-3.09	0.005	-2.669	-0.533	***
Medelvärde beroende var		0.162	SD beroende var			0.088	
R-kvadrat just		0.037	Antal observationer			78.000	
F-test		4.924	Prob > F			0.016	
Akaike krit. (AIC)		-246.673	Bayes krit. (BIC)			-239.603	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

ROE	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Kvot	-0.003	0.023	-0.15	0.880	-0.051	0.044	
Storlek	0.123	0.037	3.36	0.003	0.047	0.199	***
Skuldsättning	-0.084	0.051	-1.64	0.114	-0.189	0.022	
Konstant	-1.589	0.528	-3.01	0.006	-2.679	-0.500	***
Medelvärde beroende var		0.162	SD beroende var			0.088	
R-kvadrat just		0.290	Antal observationer			78.000	
F-test		4.018	Prob > F			0.031	
Akaike krit. (AIC)		-245.901	Bayes krit. (BIC)			-238.831	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

ROE	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
Sumfive	0.094	0.167	0.56	0.578	-0.250	0.439	
Storlek	0.121	0.035	3.42	0.002	0.048	0.194	***
Skuldsättning	-0.083	0.045	-1.84	0.079	-0.176	0.010	*
Konstant	-1.614	0.536	-3.01	0.006	-2.721	-0.508	***
Medelvärde beroende var		0.162	SD beroende var			0.088	
R-kvadrat just		0.293	Antal observationer			78.000	
F-test		3.960	Prob > F			0.033	
Akaike krit. (AIC)		-246.154	Bayes krit. (BIC)			-239.084	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

ROE	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig
HHI	0.000	0.000	0.18	0.859	0.000	0.000	
Storlek	0.122	0.037	3.35	0.003	0.047	0.198	***
Skuldsättning	-0.083	0.046	-1.82	0.082	-0.177	0.011	*
Konstant	-1.607	0.530	-3.04	0.006	-2.700	-0.514	***
Medelvärde beroende var		0.162	SD beroende var			0.088	
R-kvadrat just		0.291	Antal observationer			78.000	
F-test		4.200	Prob > F			0.027	
Akaike krit. (AIC)		-245.977	Bayes krit. (BIC)			-238.907	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$



**Hypotes 2 – Endast fastighet och finans (ROA och ROE)**

ROA	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig.
Skuldsättning	-0.034	0.021	-1.66	0.111	-0.077	0.008	
Storlek	0.042	0.017	2.44	0.023	0.006	0.077	**
Konstant	-0.532	0.252	-2.12	0.045	-1.052	-0.013	**
Medelvärde beroende var		0.058	SD beroende var			0.040	
R-kvadrat just		0.204	Antal observationer			78.000	
F-test		3.150	Prob > F			0.089	
Akaike krit. (AIC)		-390.241	Bayes krit. (BIC)			-385.528	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

ROE	Koef.	St.Err.	t-värde	p-värde	[95% Konf	Intervall]	Sig.
Skuldsättning	-0.083	0.047	-1.77	0.090	-0.179	0.014	*
Storlek	0.123	0.036	3.40	0.002	0.048	0.197	***
Konstant	-1.594	0.528	-3.02	0.006	-2.685	-0.503	***
Medelvärde beroende var		0.162	SD beroende var			0.088	
R-kvadrat just		0.002	Antal observationer			78.000	
F-test		5.843	Prob > F			0.024	
Akaike krit. (AIC)		-247.843	Bayes krit. (BIC)			-243.129	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

## Bilaga D: Undersökta bolag

Bolag	
1 AarhusKarlshamn	51 Inwido
2 Active Biotech	52 ITAB Shop Connect
3 Addtech	53 JM
4 Aerocrine	54 KappAhl
5 Arcam	55 Karolinska Development
6 Arise Windpower	56 Klövern
7 Atrium Ljungberg	57 Kungsleden
8 Avanza Bank Holding	58 Lagercrantz Group
9 B&B Tools	59 Lifco
10 Bactiguard Holding	60 Lindab International
11 Balder	61 Loomis
12 BE Group	62 Medivir
13 Beijer Alma	63 Mekonomen
14 Beijer Ref	64 Nederman Holding
15 Betsson	65 Net Entertainment
16 Bilia	66 Net Insight
17 Billerud	67 New Wave Group
18 BioGaia	68 NIBE Industrier
19 BioInvent International	69 Nobia
20 Björn Borg	70 Nolato
21 Brinova	71 Nordic Mines
22 Bufab Holding	72 Nordnet
23 Bure Equity	73 OEM International
24 Byggmax Group	74 Opus Group
25 Catena	75 Orexo
26 Clas Ohlson	76 PA Resources
27 Cloetta	77 Peab
28 Concentric	78 Platzer Fastigheter Holding
29 Corem Property Group	79 Proffice
30 Creades	80 Recipharm
31 Diamyd Medical	81 Sagax
32 Diös Fastigheter	82 SAS
33 Duni	83 Scandi Standard
34 East Capital Explorer	84 SECTRA
35 Eniro	85 SkiStar
36 Fagerhult	86 SWECO
37 Fast Partner	87 Swedish Orphan Biovitrum
38 Fenix Outdoor	88 Swedol
39 Fingerprint Cards	89 Systemair
40 Gränges	90 Tethys Oil
41 Gunnebo	91 Thule Group
42 Haldex	92 TradeDoublers
43 Heba Fastighets	93 Transmode
44 Hemfosa Fastigheter	94 Tribona
45 Hemtex	95 VBG Group
46 HEXPOL	96 Victoria Park
47 HiQ International	97 Wallenstam
48 Höganäs	98 Wihlborg Fastigheter
49 Indutrade	99 ÅF
50 Intrum Justitia	100 Öresund