

Handelshögskolan i Stockholm
Examensarbete i Accounting & Financial Management
Vårterminen 2014

Aktiva ägares påverkan på svenska börsbolags lönsamhet

Christian Sjöstrand* & Johan Kjellson**

Abstract

This thesis investigates the effects of active ownership on the return on assets (ROA) of Swedish listed companies during the years 2003 to 2013. Active ownership is operationalized based on *the probabilistic voting model* that is used to calculate the minimum amount of shares the largest shareholder needs in order to possess control of a contested vote at the shareholder meeting. We study the three largest lists on the Nasdaq OMX Stockholm, having 1454 observations from 207 companies to test our hypothesis. The main result from the study is that there's a significant positive relationship between active ownership and ROA during the investigated period. The active owners' relative strength also proves to have a significant positive relationship to ROA.

*22330@student.hhs.se **22405@student.hhs.se

Nyckelord: Aktivt ägande, Relativ röststyrka, The Probabilistic Voting Model, Avkastning på totalt kapital

Handledare: Håkan Thorsell

Framläggning: 2 juni 2014

Innehållsförteckning

1. Inledning.....	4
1.1 Bakgrund	4
1.2 Syfte och frågeställning.....	5
1.3 Avgränsning.....	5
2. Tidigare forskning	6
2.1 Ägarkoncentration och ägaridentitet	6
3. Teoretisk referensram.....	11
3.1 Hypoteser.....	12
4. Metod och data	14
4.1 Regressionsvariabler.....	14
4.1.1 Beroende variabel – Avkastning på totalt kapital	14
4.1.2 Oberoende undersökande variabler.....	15
4.1.3 Styrka - Största ägare	18
4.1.4 Oberoende kontrollvariabler	19
4.2 Analysmetod.....	21
4.3 Redovisningsinformation.....	22
4.3.1 Ägarspridning och röstdeltagande	23
4.3.2 Urvalskriterier för data.....	23
4.3.3 Justering för extremvärden	23
5. Resultat.....	25
5.1 Deskriptiv data.....	25
5.2 Resultat av regressionerna	28
5.3 Känslighetsanalyser	30
6. Analys.....	32

6.1 Aktivt ägande.....	32
6.2 Relativ makt hos den största ägaren	33
6.3 Sammanfattning av analys.....	33
6.4 Problemativering av resultat	34
6.4.1 Antaganden för probabilistic voting model	34
6.4.2 Ägarsfärer	34
6.4.3 Implementering av IFRS.....	34
7. Slutsatser	35
7.1 Validitet	35
7.2 Reliabilitet	35
7.3 Generaliserbarhet.....	35
8. Förslag till framtida forskning.....	36
9. Referenser.....	37
10. Appendix	40

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Ägarbilden hos svenska företag är unik ur ett internationellt perspektiv. Majoriteten av företagen ägs av privatpersoner eller familjer med en ofta stor ägarandel, vilket står i kontrast till ett mer spritt företagsägande i många andra länder¹. Bilden av ett koncentrerat ägande där ägarna antar en aktiv roll är överlag positiv bland marknadsaktörer. Kollegiet för svensk bolagsstyrning skriver i sin rapport *Svensk kod för bolagsstyrning*:

”I förarbetena till den svenska aktiebolagslagen betonas vikten av en aktiv ägarfunktion i bolagen. Aktieägarna svarar för näringslivets försörjning av riskkapital men bidrar också till effektivitet och förnyelseförmåga i enskilda företag och näringslivet i stort genom att köpa och sälja aktier men också genom att delta i och utöva inflytande på bolagsstämman”².

Den positiva bilden har bidragit till skatteregler och lagstiftning som syftat till att underlätta möjligheten till ett koncentrerat och aktivt ägande av svenska börsföretag. Ett exempel är systemet med röstvärdesdifferentierade aktier (A- och B-aktier med olika röstvärde) på Stockholmsbörsen, vilket möjliggjort skapandet av kontrollägarsfärer med en aktiv och långsiktig ägarroll. Ägarsituationen i Sverige har dock gradvis förändrats i takt med att färre börsbolag tillämpat röstvärdesdifferentiering och fler institutionella investerare tillkommit³. Utvecklingen går i riktning mot ett mer spritt ägande och en kortare investeringshorisont, likt den situation som återfinns i de anglosaxiska länderna.

Den förändrade ägarsituationen reser frågor kring vad övergången innebär för kvalitén på bolagsstyrningen samt vilka ekonomiska konsekvenser det medför för företagen. Riskerar ett mer spritt ägande – med fler passiva ägare – att få negativa konsekvenser för kvalitén på bolagsstyrningen och därigenom påverka svenska börsbolags lönsamhet? Finns det skäl för näringslivet, och samhället i stort, att uppmuntra en utveckling i en viss riktning?

¹ Thomsen, Steen, and Torben Pedersen. "Ownership structure and economic performance in the largest European companies." *Strategic Management Journal* 21.6 (2000): 689-705.

² Kollegiet för svensk bolagsstyrning: *Svensk kod för bolagsstyrning* (2010)

³ Averstad, Joen, och Gustaf Rova, "Performance and valuation of Swedish family firms" (2007)

1.2 Syfte och frågeställning

Syftet med denna studie är att undersöka det aktiva ägandets påverkan på svenska börsbolags lönsamhet. Resultaten från studien kan förhoppningsvis utgöra ett relevant bidrag till debatten kring ägarnas betydelse för kvalitén på bolagsstyrningen samt tydliggöra dess effekter. Den samtida diskussionen kring betydelsen av aktiva ägare och de institutionella investerarnas ökande ägarandel i de svenska börsbolagen är intressant och kartlagd endast i begränsad omfattning.

Uppfattningen att ett aktivt ägande har betydelse för kvalitén på bolagsstyrningen – och därmed börsbolagens lönsamhet – är utbredd. Mot bakgrund av det formuleras studiens frågeställning:

Har aktivt ägande en påverkan på svenska börsbolags lönsamhet?

1.3 Avgränsning

Vår studie ämnar att undersöka svenska börsbolag med data baserade på tidsperioden 2003 till 2013. Få studier har gjorts på svensk data, och de som genomförts har som regel fokuserat på en längre tidsperiod. Perioden har valts baserat på tillgång till data samt i syfte att göra en studie med resultat relevanta för dagens ägarsituation. Under perioden har ägarkoncentrationen hos de undersökta företagen varit relativt statisk.

Vi begränsar studien till bolag noterade på Stockholmbörsens tre största listor: Large-, Mid- och SmallCap. Skälet är främst att bolagen under större delen av perioden följt samma redovisningsstandard, vilket gör siffrorna i företagens finansiella rapporter jämförbara. Vi exkluderar samtliga banker från studien då resultat- och balansräkningen i bankernas årsredovisningar skiljer sig från övriga branscher, vilket skapar svårigheter vid en jämförelse av lönsamheten mellan dem och andra företag.

2. Tidigare forskning

I följande avsnitt presenteras det kunskapsläge som vi baserar studiens analys på. Till att börja med kommer vi att redogöra för det allmänna forskningsläget kring aktivt ägande. Därefter diskuterar vi ett antal relevanta studier samt resultaten från dem. Slutligen presenteras metodintressant forskning som ligger till grund för vårt val av metod.

2.1 Ägarkoncentration och ägaridentitet

Aktiva ägares påverkan på ett företags lönsamhet har tidigare varit föremål för studier. Det stora flertalet av studierna har undersökt situationen i ett specifikt land, med undantag för ett par studier på europeisk data^{4,5}. Nedan sammanfattas studier relevanta för vår undersökning⁶.

Författare	Beroende variabel	År	Samband (R _T & R _E)	Land
Hill & Snell	R _T	1988	Positivt linjärt	USA
Gedajlovic & Shapiro	R _T	1998	Kvadratisk	USA
Andersson & Reeb	R _T & MTB [*]	2003	Blandat	USA
Gedajlovic & Shapiro	R _T	1998	Kvadratisk	Tyskland
Lehmann & Weigand	R _T	2000	Negativt linjärt	Tyskland
Gorton & Schmidt	R _E & MTB	2000	Positivt linjärt	Tyskland
Leech & Leahy	R _E & MTB	1991	Negativt linjärt	Storbritannien
Gedajlovic & Shapiro	R _T	2002	Positivt linjärt	Japan
Pedersen & Thomsen ^{**}	R _T , ROIC & MTB	2000	Kvadratisk	Europa
Barontini & Caprio	R _E & MTB	2006	Neutralt	Europa
Maury	R _T	2006	Blandat	Europa
Averstad & Rova ^{**}	R _E , ROIC & Tobins Q	2007	Positivt linjärt	Sverige
Adler & Petersson ^{**/**}	R _E	2010	Positivt linjärt	Sverige

* MTB beräknas som marknadsvärdet dividerat med det bokförda värdet på tillgångar

** Studien jämför lönsamheter mellan familjeägda företag kontra icke-familjeägda företag, med hypotesen att familjeägarna är aktiva ägare.

*** Adler & Petersson finner att effekten är positivt upp till en viss gräns, för att sedan övergå till negativ.

⁴ Leech, Dennis, and John Leahy. "Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies." *Economic Journal* 101.409 (1991): 1418-1437.

⁵ Cubbin, John, and Dennis Leech. "The effect of shareholding dispersion on the degree of control in British companies: theory and measurement." *The Economic Journal* (1983): 351-369.

⁶ Tabellen är baserad på: De Miguel, Alberto, Julio Pindado, and Chabela De la Torre. "Ownership structure and firm value: New evidence from Spain." *Strategic Management Journal* 25.12 (2004): 1199-1207.

Resultaten från studierna visar på ett spritt utfall, med en viss övervikt åt ett positivt linjärt samband mellan aktivt ägande och valt avkastningsmått. I de studier där marknadsbaserade värderingsmått använts, exempelvis *Tobins-Q* eller *Market-to-Book*, har resultaten huvudsakligen varit negativa både på utländsk och svensk data⁷. Avkastning på totala tillgångar (R_T) samt avkastning på eget kapital (R_E) är de finansiella nyckeltal som ofta använts i tidigare studier i syfte att utvärdera ett företags lönsamhet. Studier på svensk data har dock utgått från hypotesen att familjeägande per automatik utgör ett aktivt ägande, vilket rimligen bör påverka de resultat som erhållits.

Ett betydelsefullt bidrag inom området utgörs av Thomsen & Pedersen⁸ som undersöker hur ägarkoncentration och den största ägarens identitet påverkar ett företags lönsamhet. Studien är en av de större inom området som undersöker och jämför aktivt ägande i olika länder. Den innefattar 435 företag, noterade och onoterade, i 12 europeiska länder och utvärderar effekten av aktivt ägande utifrån tre olika mått: *marknadsvärde* (MBV), *avkastning på totala tillgångar* (R_T) samt *försäljningstillväxt*. Studien kontrollerar resultaten för nationstillhörighet, bransch samt skuldsättning⁹. Den visar att ett företags lönsamhet skiljer sig åt beroende på ägarkoncentration och ägaridentitet. Ett positivt samband återfinns mellan ägarkoncentration och lönsamhetsmåten MBV och R_T , vilket gäller oavsett ägaridentitet. Ägaridentiteten visar sig dock avgöra hur stor den positiva effekten blir. Högst MBV återfinns i de företag där den största ägaren är en bank. MBV är även högt med institutionella investerarna som största ägare. Staten, företag samt familjer som största ägare medför däremot att den positiva effekten blir svagare på MBV, jämfört med banker och institutionella investerare. Thomsen & Pedersens tolkning av det är att vissa ägaridentiteter även har icke-finansiella mål, vilket därför resulterar i ett lägre MBV. Effekten på R_T skiljer sig något jämfört med MBV, då företag som ägare uppvisar en lika stark positiv effekt som banker och institutionella ägare. Familjer eller staten som ägare uppvisar däremot fortsatt en svagare positiv effekt. I det tredje måttet, *sales growth*, erhålls inga signifikanta resultat kring eventuella samband med ägarkoncentration eller ägaridentitet.

⁷ Se exempelvis Morck et al. "Management ownership and market valuation: An empirical analysis." *Journal of financial Economics* 20 (1988): 293-315.

⁸ Thomsen, Steen, and Torben Pedersen. "Ownership structure and economic performance in the largest European companies." *Strategic Management Journal* 21.6 (2000): 689-705.

⁹ Resultaten innefattar endast de länder där banker tillåts äga företag. Banker kan räknas som institutionella investerare, vilket dock Thomsen & Pedersen inte gör.

Ur ett aktieägarperspektiv blir implikationen således att en högre ägarkoncentration samt ”rätt” ägaridentitet på den största aktieägaren bör främjas. Tolkningen förutsätter dock att syftet med företaget är att skapa maximalt värde för aktieägarna¹⁰. Studien visar även att det aktiva ägandets effekter skiljer sig åt mellan länderna.

Gedajlovic & Shapiro¹¹ genomför en liknande studie med R_T som lönsamhetsmått. Studien innefattar fem länder: USA, Kanada, Tyskland, Storbritannien och Frankrike. Resultaten liknar de som erhålls i Thomsen & Pedersen, men studien accentuerar och problematiserar skillnaden mellan olika länders ägarförhållande och bolagsstyrning. I USA visar de ett positivt samband mellan ägarkoncentration och lönsamhet medan liknande samband saknas i både Frankrike och Kanada. Gedajlovic & Shapiro hävdar att en tänkbar förklaring till resultaten är att de externa och interna kontrollmekanismer, exempelvis lagstiftning och styrelsens inflytande, inte ensamt förmår att sammanfoga aktieägarnas och ledningens intressen. Bolagsstyrningen i USA präglas av sämre möjligheter för mindre aktieägarna att påverka styrelsen samt ett starkare beroendeförhållande mellan styrelsen och ledningen. Det innebär att en stor ägare får en viktig roll till följd av att den har en möjlighet att påverka. I Frankrike och Kanada är aktieägarnas möjlighet att välja in och avsätta styrelseledamöter större och styrelsen svarar främst inför aktieägarna, inte ledningen. Skillnaderna mellan länderna i form av aktieägars möjlighet att påverka bolagsstyrningen förklarar en del av skillnaderna i effekten av ett aktivt ägande.

Studier som genomförts på svensk data har beaktat den speciella ägarsituationen i Sverige¹². De har därför främst inriktat sig på att undersöka konsekvenser av familjeäggande. Averstad & Rova finner att familjeäggande har ett positivt samband med företags lönsamhet (mätt som R_T och $ROIC$), men ett negativt samband med marknadsvärde (mätt som *Tobins Q*)¹³. Förklaringen till det senare resultatet är enligt studien att investerare kräver en premium för företag som är familjeägda. Andersson & Nyberg och Adler & Petersson¹⁴ undersöker aktivt ägande och lönsamhet i svenska företag (både noterade och onoterade). De finner ett positivt samband mellan hög ägarkoncentration och

¹⁰ Frostenson, Magnus, and Tommy Borglund. "Företagens sociala ansvar och den svenska modellen." (2006).

¹¹ Gedajlovic, Eric R., and Daniel M. Shapiro. "Management and ownership effects: Evidence from five countries." *Strategic Management Journal* 19.6 (1998): 533-553.

¹² Henrekson, Magnus, and Ulf Jakobsson. *Globaliseringen och den svenska ägarmodellen*. Globaliseringsrådet, 2008.

¹³ Averstad, Joen, och Gustaf Rova, "Performance and valuation of Swedish family firms" (2007)

$ROIC = (\text{Årets resultat} - \text{Utdelning}) / \text{Totalt kapital}$

$\text{Tobins } Q = \text{Marknadskapitalisering} / \text{Värdet på totala tillgångar}$

¹⁴ Adler, Victor och Petersson, Erik, "Aktivt ägande och lönsamhet i svenska företag" (2010)

lönsamhet, vilket dock övergår till ett negativt samband om den största ägarens andel överstiger 60 %. Resultaten i studierna ger inget entydigt stöd till uppfattningen att familjeägandes höga ägarkoncentration och aktiva ägande alltid är att föredra. Båda studierna är kvantitativa och valet av operationalisering av aktivt ägande kan därför antas ha stor betydelse.

I tidigare studier har operationalisering av begreppet aktivt ägande varierat. Det vanligaste har varit att utgå från ägarkoncentration, vilket gjorts på ett par olika sätt. Ägarkoncentration som den viktigaste faktorn i aktivt ägande har stöd både i teori och empiri, men nivån av ägarkoncentration som behövs för att kontrollera ett företag är omtvistad. Både Pedersen & Thomsen och Gedajlovic & Shapiro väljer att endast använda den största aktieägarens andel av de totala rösterna i företaget som ett mått på ägarkoncentration. För samma mått väljer Earle, Kussera och Telegdy¹⁵ istället att inkludera samtliga aktieägare eller ägarblock som innehar mer än fem procent av rösterna i ett företag.

Cubbin & Leech¹⁶ väljer en annan metod. De definierar graden av kontroll som sannolikheten att den största aktieägaren i ett företag säkrar en majoritet av de totala rösterna vid en omröstning på bolagsstämman. Det är alltså inte nödvändigt, enligt dem, att ha en majoritet av rösterna i ett företag för att kunna kontrollera det. Gränsen är istället beroende av ägarspridningen bland de övriga aktieägarna samt hur många aktieägare som väljer att rösta vid en omröstning på bolagsstämman. Metoden utgår från ”*the probabilistic voting model*” och används vanligtvis inom samhällsvetenskapen för att förutspå valresultat. Cubbin & Leech använder metoden för att undersöka effekten av ägarspridning och kontroll i de 85 största företagen i Storbritannien¹⁷. De finner att röstandelen som behövs för att med 95 % sannolikhet säkra en röstmajoritet vid en omröstning på bolagsstämman i många fall är förhållandevis liten. I 73 av fallen är ägarandelen som krävs mindre än 10 %. Modellen ger en möjlighet att undvika att använda arbiträra gränser för att avgöra huruvida den största aktieägaren kan kontrollera företaget eller ej. Modellen har även använts av Leech & Leahy för att undersöka ägarkoncentrationens påverkan på företags lönsamhet.

¹⁵ Earle, John S., Csaba Kussera, and Álmos Telegdy. "Ownership concentration and corporate performance on the Budapest Stock Exchange: do too many cooks spoil the goulash?" *Corporate Governance: An International Review* 13.2 (2005): 254-264.

¹⁶ Cubbin, John, and Dennis Leech. "The effect of shareholding dispersion on the degree of control in British companies: theory and measurement." *The Economic Journal* (1983): 351-369.

¹⁷ Ibid.

De finner ett signifikant positivt samband mellan ägarkoncentration och avkastning på totalt kapital¹⁸.

¹⁸ Leech, Dennis, and John Leahy. "Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies." *Economic Journal* 101.409 (1991): 1418-1437.

3. Teoretisk referensram

Grunden till forskningen kring ägandets effekter på bolagsstyrningen går att finna i Berle & Means bok *The Modern Corporation and Private Property*¹⁹. De menade att en lagstiftad separation av ägarskap och styrning skapar en situation där majoriteten av ägarna varken har makt eller incitament att påverka styrningen av företaget. Det medför en potentiellt negativ effekt på bolagsstyrningen då de två grupperna – ägarna och den högsta ledningen – inte nödvändigtvis har intressen som är i linje med varandra²⁰.

Kontraktsteori beskriver, parallellt med Berle & Means teori, relationen mellan ägande och styrning. En grundidé i teorin är *principal-agent-problemet* som beskriver den intressekonflikt som uppkommer vid separation av ägande och kontroll i ett företag²¹. Teorin tar fäste på att principalen inte kan försäkra sig om att agenten alltid agerar i dennes intresse. I ett företagskontext kan det ta sig uttryck i att ledningen försöker öka sin ersättning i form av generösa bonus- och optionsprogram eller inköp av dyra inventarier till kontorsfastigheter, något som inte nödvändigtvis är värdemaximerande för ägarna. Det kan exempelvis vara i ledningens intresse att fatta finansiella beslut som ger kortsiktiga positiva effekter på ett finansiella nyckeltal som företagets bonusprogram baseras på, men som på lång sikt medför negativa ekonomiska konsekvenser för företaget som helhet (och därmed för aktieägarna).

Ett sätt att överbrygga principal-agent-problemet är att skriva kontrakt för att reglera ledningens beteende. Idéen är att kontrakten ska utformas så att ledningens intresse sammanfaller med ägarnas. Ett problem är dock att det är svårt, för att inte säga omöjligt, att skriva fullständiga kontrakt som gör ledningens intresse helt förenligt med ägarens²². Det är därför nödvändigt från ägarnas sida att fortsatt övervaka och kontrollera styrningen av företaget. Att övervaka ledningen är dock kostsamt vilket gör att små ägare sällan har tillräckligt med incitament att göra det. Fördelarna som uppstår när en aktieägare övervakar ledningens styrning socialiseras dessutom med samtliga aktieägare, vilket därmed skapar ett problem med *freeriders*²³. Om ägandet är spritt har därför ingen enskild aktieägare incitament att övervaka ledningen och kommer därmed inte aktivt försöka påverka

¹⁹ Mizruchi, Mark S. "Berle and Means revisited: The governance and power of large US corporations." *Theory and Society* 33.5 (2004): 579-617

²⁰ Eng.: *managers*. Fortsättningsvis betecknas de som "ledning".

²¹ Ross, Stephen A. "The economic theory of agency: The principal's problem." (1973)

²² Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny. "A survey of corporate governance." *The journal of finance* 52.2 (1997): 737-783

²³ Ibid.

styrningen av företaget. Om ägandet däremot utgörs av en eller par större ägare är incitamenten, främst till följd av en högre riskexponering, till övervakning starkare. Kostnaderna för övervakningen uppvägs av de positiva effekterna av en mer ägarfokuserad bolagsstyrning. Intressekonflikten till följd av separationen mellan ägandet och kontrollen mildras därmed när ägaren aktivt kan påverka hur företaget styrs, vilket även påverkar hur företaget presterar²⁴.

Det viktigaste forumet för ägarna att påverka ledningen är bolagsstämman, vilket är företagets högsta beslutande organ. Vid bolagsstämman tilldelas alla registrerade aktieägare en röst och de flesta omröstningarna kräver en enkel majoritet. Om ledningen inte styr företaget i ägarnas intresse är bolagsstämman det sätt som en aktieägare kan påverka styrningen. De största aktieägarna har som en följd av sitt ägande både ett intresse och en stor möjlighet att påverka. Därigenom tilldelas aktieägarna en viktig roll, där den största ägaren har den viktigaste.

Hur stor röstandel den största ägaren bör inneha är dock föremål för diskussion, främst till följd av det som kallas *the expropriation problem*. Problemet uppstår när en stor ägare använder sitt inflytande i företaget till att exempelvis utforma generösa ersättningssystem, anställa släktingar utan adekvata kvalifikationer eller ägna sig åt ”pet projects”²⁵. Åtgärderna är inte vinstmaximerande för minoritetsägarna och dessa får inte heller ta del av eventuella fördelar. Resultaten från ett par studier har givit stöd för denna teori, där det framkommit att effekten från ett koncentrerat ägande blir negativ efter en viss nivå på den största ägarens röstandel.

Sammantaget ger teorin stöd för att aktiva ägare har en viktig roll i att sammanfoga ledningens och ägarnas intresse. I de fall ledningen agerar utanför ägarnas intressen är det främst genom omröstningar på bolagsstämman som ägarna kan verka för en förändring. Den största ägarens roll blir följdaktigen mycket viktig.

3.1 Hypoteser

För att besvara frågeställningen i studien väljer vi att utgå från två hypoteser. Den första hypotesen lyder:

Har aktivt ägande en påverkan på företags lönsamhet?

²⁴ Jensen, Michael C., and William H. Meckling. "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure." *Journal of financial economics* 3.4 (1976): 305-360.

²⁵ Projekt som ur företagets perspektiv inte kan motiveras ekonomiskt utan istället endast genomförs av personliga intressen hos ledningen.

Aktiv ägare är en dummyvariabel betecknad δ . Ett dubbelsidigt test utförs enligt:

$$H_0: \beta_{Aktiv} = 0$$

$$H_1: \beta_{Aktiv} \neq 0$$

Nollhypotesen är således att aktivt ägande inte har någon påverkan på ett företags lönsamhet. Det finns förvisso ett visst empiriskt stöd för uppfattningen att aktivt ägande har en positiv effekt på olika avkastningsmått, men vi väljer att göra ett dubbelsidigt test om effekten händelsevis skulle vara den omvända.

Tidigare forskning har även visat på att den största ägarens relativa makt har en inverkan på företags lönsamhet. För att kunna nyansera svaret på vår frågeställning väljer vi att testa ytterligare en hypotes. Den andra hypotesen är:

Har den aktiva ägarens relativa makt en påverkan på företags lönsamhet?

Ett dubbelsidigt test utförs enligt:

$$H_0: \beta_{StyrkaStorsta} = 0$$

$$H_1: \beta_{StyrkaStorsta} \neq 0$$

Eftersom variabeln använts sparsamt i tidigare studier och effekten därmed är relativt okänd väljer vi att även här göra ett dubbelsidigt test.

4. Metod och data

En kvantitativ metod har valts för att besvara forskningsfrågan. Den tillåter både ett mer generellt svar på frågan än en kvalitativ metod, samtidigt som den möjliggör jämförelser med majoriteten av andra studier som också utgått från en kvantitativ metod. Nedan beskrivs hur data togs fram samt motivering av val av regressionsvariabler och analysmetod.

4.1 Regressionsvariabler

Två centrala begrepp i studien är *Lönsamhet* och *Aktivt ägande*. För att möjliggöra en kvantitativ studie krävs därför att begreppen tydligt definieras för att kunna införas i en statistisk modell.

- Lönsamhet operationaliseras som avkastning på totalt kapital (R_T)
- Aktivt ägande operationaliseras genom att först bestämma ett kvotvärde, som beräknas utifrån en bestämd sannolikhet att den största ägaren säkrar en enkel majoritet vid en osäker röstning på bolagsstämman. Utifrån detta kvotvärde klassificeras sedan ägarna som aktiva eller passiva, beroende på om de faller över eller under kvotvärdet.

4.1.1 Beroende variabel – Avkastning på totalt kapital

Den beroende variabeln, avkastning på totalt kapital (R_T), har använts i många utländska studier. Det gör att resultaten i denna studie kan jämföras med andra studier inom samma område. Måttet är dock behäftat med vissa begränsningar, exempelvis vid jämförelser mellan företag i olika branscher, vilket vi därför väljer att kontrollera för.

Räntabilitet på eget kapital (R_E) är ett annat mått som har använts i tidigare studier vilket ofta motiverats med att måttet tar fäste på avkastningen på aktieägarnas insatta kapital. Svårigheter uppstår dock vid en jämförelse mellan ägargrupper, då olika ägare kan ha skilda syften med sitt ägande. Skillnaden i målsättning mellan olika ägartyper har bekräftats av Pedersen & Thomsen, som bland annat funnit att ägargrupperingars preferenser gällande val av kapitalstruktur skiljer sig åt²⁶. De hävdar att exempelvis banker som ägare har intressen gällande kreditgivning hos de företag de äger. Vidare är familjer som ägare mer ovilliga att skuldsätta bolag än övriga ägartyper, främst då de vill minska den finansiella risken och därmed förbättra möjligheten att bevara företaget för

²⁶ Pedersen, T. & Thomsen, S. (2000), "Ownership structure and economic performance in the largest European companies", Strategic Management Journal, vol. 21, nr 6

framtida generationer²⁷. Sammantaget gör dessa faktorer att ett mått som avkastning på eget kapital riskerar att ge en felaktig bild av ett företags lönsamhet. För att undvika problematiken med preferens av kapitalstruktur har vi därför valt att använda oss av R_T .

Vidare har vi valt att förskjuta perioden vi mäter lönsamheten i med ett år. Det har gjorts i syfte att få fram en relevant bild av en aktiv ägares påverkan, då ägaren antas ha en relativt liten möjlighet till att påverka företaget under det första räkenskapsåret. Den beroende variabeln R_T är således räntabiliteten beräknad för år T_{+1} .

4.1.2 Oberoende undersökande variabler

Operationaliseringen av aktivt ägande utgår från ”*the probabilistic voting model*”. Modellen används inom samhällsvetenskapen för att beräkna det statistiskt sannolika utfallet av ett val. Orsaken till att modellen är intressant vid bestämmandet av aktivt ägande är att den, förutom den största ägaren, även beaktar ägarspridningen i ett företag. Många tidigare studier har enbart inkluderat den största ägarens andel av ett företags röster för att utifrån det bestämma om ägandet är aktivt eller inte. Undersökningen kan därför komplettera tidigare studier genom att även ta hänsyn till ägarspridningen. Modellen har tidigare används av bland annat Cubbins & Leech och Leech & Leahy för att mäta den minsta röstandel som krävs i ett företag för att kunna kontrollera det²⁸.

För ett företag kan modellen används vid beräkning av utfallet vid en omröstning på bolagsstämman. I vår studie appliceras modellen på ett scenario där den största ägaren (betecknas S_0) söker stöd från minoritetsägare för att säkra en enkel majoritet vid en omröstning på bolagsstämman. Vid definitionen av största ägare har vi valt att ta hänsyn till ägarsfärer- och grupper, det vill säga i de fall grundarna i företaget äger en betydande del har vi valt att betrakta dem som en ägargrupp. Samma antagande görs om familj- och banksfärer med ett betydande ägande i ett företag. Antagandet görs mot bakgrund av att det är sannolikt att de utnyttjar sitt ägande som grupp.

Modellen tar sikte på omröstningar där utkomsten av röstningen är osäker. I de fall där det redan föreligger en tydlig opinion blir användandet av modellen mindre intressant, i och med att utkomsten av röstningarna förväntas bli densamma oavsett ägarstruktur. Därför utgår vi från ett

²⁷ Founding Family Controlled Firms: Performance, Risk, and Value, Daniel L. McConaughy¹, Charles H. Matthews² and Anne S. Fialko²

²⁸ Leech, Dennis, and John Leahy. "Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies." *Economic Journal* 101.409 (1991): 1418-1437.

scenario av en osäker röstning där sannolikheten att en enskild aktieägare (S_i) röstar för eller emot den största ägaren är lika stor, dvs. $\text{Pr} = [0,5]$.

I modellen antas att en röst i linje med den största ägarens antar värdet "1", medan en röst mot den största ägarens antar värdet "-1". Sannolikheten att en given aktieägare använder sin röst påverkar alltså röstningsutfallet, vilket kan förstås intuitivt med utgångspunkten i en situation där bara hälften av alla aktieägare röstar. I det fallet skulle varje röst som läggs ge dubbelt så stort utslag jämfört med en omröstning där alla aktieägare röstade. Sannolikheten att en aktieägare röstar betecknas i modellen π . I studien undersöks dock endast röstandelen hos de 50 största ägarna, vilka rimligen bör ha en mycket stor benägenhet att rösta. Röstdeltagande antas därför vara 100%. Antagandet ligger i linje med det Leach & Leahys gör när de använder modellen i sin studie på brittisk data. Det kan av pedagogiska skäl underlätta att beteckna rösterna som en andel, varför vi inför variabeln T som beteckning för det totala antalet röster. $P_0 = S_0/T$ anger den största ägarandelen medan $P_i = S_i/T$ anger ägarandel för övriga ägare.

För att beräkna utfallet av röstningen utgår vi från en variabel som benämns "Röstmarginalen". Marginalen definieras som den största ägarens röst $T * P_0$ adderat med summan av utfallet av övriga ägares röster, $\sum_{i=1}^N (T * P_i)$. I de fall marginalen > 0 har den största aktieägaren således säkrat en majoritet. Marginalen beräknas enligt:

$$M = T * P_0 + \sum_{i=1}^N (T * P_i) = T * P_0 + Y(1).$$

Medelvärdet för marginalen är $T * P_0$ och variansen kan därför skrivas:

$$\sum_{i=1}^N P_i^2.$$

Summering av utfallet av övriga röster (1 för största ägaren, -1 mot största ägaren) ges av:

$$\sum_{i=1}^N P_i = Y$$

Y är en slumpvariabel med 0 i medelvärde och variansen är summan av de individuella varianserna. Observationer är individuellt små och antalet är stort. Det kan därför skrivas:

$$\sigma_Y^2 = \sum_{i=1}^N \sigma_i^2,$$

$$\sigma_i^2 = \pi * S_i^2,$$

$$\sigma_Y^2 = \pi * \sum_{i=1}^N S_i^2.$$

Vid antagandet att det krävs över hälften av rösterna för att säkra en majoritet kan en undre gräns bestämmas för att avgöra, med en bestämd sannolikhet, att den största ägaren kan säkra en majoritet, betecknad P^* .

$$Pr [Y/T + P^*] > 0$$

$$Pr [Y > -P^* T]$$

Låt Z vara en normalfördelad stokastisk variabel med noll som medelvärde och enhetsvarians. Låt Z_a vara det kritiska värdet så att $Pr [Z > -Z_a] = a$. Standardiseras normalfördelningen av Y kan formeln uttryckas som:

$$Z = (Y + 0) / \sigma, = Y / \sigma,$$

Vid en ersättning av Y med $-P^*T$ och utbrytning av P^*Z kan den största ägarens röstmakt beskrivas som:

$$P^* = Z_a \frac{\sigma}{T}.$$

Vilket om vi bryter ut P^* ger oss gränsvärdet för aktivt ägande vid en given sannolikhet:

$$P^* = Z_a \sqrt{\pi * \sum_{i=1}^N P_i^2}. \tag{1}$$

Vi väljer att bryta upp P_i för att åskådliggöra dess komponenter. Gränsvärdet kan då, baserat på röstandelarna, beskrivas utifrån *Herfindahls koncentrationsindex*. Indexet är ett mått på koncentration, vanligen använd för att beräkna konkurrenssituationen på en marknad.

Herfindahlindexet betecknas:

$$\sum_{i=1}^N P_i^2 = H. \tag{2}$$

Vid insättning i av (1) i (2),

$$P^* = Z_\alpha \sqrt{\pi * \sum_{i=1}^N H - P_0^2} \quad (3)$$

Denna modell fungerar för att beskriva den statistiska sannolikheten av utkomsten av en osäker röstning. Vi använder 1 % signifikansnivå vid regressionerna för att räkna ut gränsvärdet.

Forskning som tidigare använt modellen har gjort studier på data från endast ett år, vilket medfört att de tvingats till antagandet att Herfindalindexet förblir oförändrat. Vid en ägarförändring påverkas gränsvärdet för aktivt ägande beroende på vem majoritetsägaren köper sina aktier av. En högre ägarspridning innebär lägre varians i modellen vilket i sin tur leder till ett lägre kvotvärde för det aktiva ägandet. Om den största ägaren köper från små ägare ökar dennes relativa makt mer än om ägaren köper från större ägare. För att kringgå den problematik har alltså andra undersökningar valt att anta ett oförändrat Herfindahl-index. Denna studie undersöker förhållanden över tid och använder ägarskapsdata över tio år, vilket gör att problemet undviks.

4.1.3 Styrka - Största ägare

För att undersöka den andra hypotesen används ett mått på den största ägarens styrka. Måttet baseras på det kvotvärde som räknats fram för att klassificera aktivt ägande. Orsaken till att styrkan kan vara relevant är att vid omröstningar där sannolikheten att en given aktieägare röstar för eller emot den största ägaren inte kan antas vara "Pr = [0,5]" kommer röstandelen som krävs för säkra en majoritet av rösterna vara större. Styrkan av ägarskapet definierar vi som:

$$S = P_0 - Z_\alpha \sqrt{\pi * \sum_{i=1}^N H - P_0^2}$$

S kan anta både positiva och negativa värden, beroende på om ägaren är aktiv eller passiv. Är ägaren aktiv kommer värdet vara positivt då det är större än kvotvärdet. Det motsatta gäller för passivt ägande. Måttet har begränsningar vid väldigt höga eller låga koncentrationsvärden, alltså värden för H , där den anger ett mycket högt eller lågt styrkevärde för den aktiva ägaren.

"Styrkemåttet" ämnar förklara i vilken mån ägarens relativa makt påverkar lönsamheten i företaget. Det möjliggör en nyansering och fördjupning av svaret på hur aktivt ägande påverkar lönsamheten.

4.1.4 Oberoende kontrollvariabler

Vid valet av oberoende kontrollvariabler har vi utgått från tidigare studier inom området, främst för att försäkra att beprövade och bevisat betydelsefulla variabler används. En ambition med studien är att resultaten ska komplettera tidigare studier på utländsk data, vilket därför motiverar att använda liknande variabler. Vi vill kontrollera för effekter på ROA som inte är hänförliga till de undersökande variablerna *aktivt_ägande* och *styrka_största_ägare*. I tabellen nedan sammanfattas modellens variabler.

Variabel	Typ	Definition
Rt	Beroende variabel	Avkastning på genomsnittligt totalt kapital år T+1.
Aktiv_ägare	Oberoende undersökande variabel	Dummyvariabel utifrån operationaliseringen av aktivt ägande, vilken antar värdet 1 eller 0.
Styrka_storsta	Oberoende undersökande variabel	Största ägarens andel ställt i relation till kvotvärdet för aktivt ägande.
Rt_Lag	Oberoende kontrollvariabel	Avkastning på genomsnittligt totalt kapital år T.
LN_Tillgångar	Oberoende kontrollvariabel	Företagets tillgångar, år T, logaritmerade.
SE	Oberoende kontrollvariabel	Företagets skuldsättningsgrad, år T.
Kassalikviditet	Oberoende kontrollvariabel	Företagets kassalikviditet för år T.
Tillvaxt	Oberoende kontrollvariabel	Företagets försäljningstillväxt år T-1 till år T.
Bransch	Oberoende kontrollvariabel	Dummyvariabel för bransch, vilken antar värdet 1 eller 0.
Ar	Oberoende kontrollvariabel	Dummyvariabel för år, vilken antar värdet 1 eller 0.

Att använda paneldata med observationer från flera företag kan medföra att regressionen lider av seriekorrelation, vilket innebär att observationerna korrelerar med varandra över tid²⁹. För att komma runt problematiken med seriekorrelation kan flera metoder tillämpas. Metoden vi använder oss av innebär att vi introducerar en variabel som benämns ”släpande R_T -värde”³⁰. I studien inkluderas R_T för innevarande räkenskapsår för alla observationer, vilket innebär att R_T beräknas för genomsnittligt kapital år T och år T_{-1} . Det ställs sedan mot lönsamheten år T.

För att ta hänsyn till en eventuell positiv påverkan på lönsamhet av storleken på företaget har vi valt att kontrollera för det. Empirisk data har visat att större företag nyttjar en starkare förhandlingskraft och därmed kan utnyttja skalfördelar för att öka lönsamheten³¹. Storlek är, i likhet med ålder, starkt förknippat till den situation företagen befinner sig i idag. Tidigare studier inom området har även kontrollerat för det. Vår definition av storlek utgår från värdet på företagets totala tillgångar. De har logaritmerats för att undvika påverkan från extremvärden.

²⁹ Wooldridge, Jeffrey. *Introductory econometrics: A modern approach*. Cengage Learning, 2012.

³⁰ Keele, Luke, and Nathan J. Kelly. "Dynamic models for dynamic theories: The ins and outs of lagged dependent variables." *Political Analysis* 14.2 (2006): 186-205.

²⁴ Shepherd, William G. "The elements of market structure." *The Review of Economics and Statistics* 54.1 (1972): 25-37.

Vid studier med lönsamhet som beroende variabel är det vanligt att kontrollera för tillväxt eftersom det antas ha en påverkan på företags lönsamhet, där en högre tillväxttakt visat sig ha en positiv påverkan på lönsamhet^{32,33}. I studien definieras tillväxt som förändringen i omsättning, från år T_{-1} till T . Orsaken till att *försäljningstillväxten* används som kontrollerande variabel istället för exempelvis tillväxt i eget kapital är att den antas vara mindre korrelerad med variabeln *logaritmerade tillgångar*.

En hög skuldsättningsgrad har visat sig bidra till en bättre lönsamhet och har därför kontrollerats för i tidigare studier. Ett skäl som anges är att en hög skuldsättningsgrad ställer krav på finansiell disciplin hos ledningen för att hanterade de fasta utgifterna relaterade till skulderna³⁴. Vi väljer därför att kontrollera för skuldsättningsgrad. Det definieras som totala skulder dividerat med eget kapital (för räkenskapsår "T")³⁵.

Om hög skuldsättningsgrad bidrar till finansiell disciplin hos ledningen kan hög kassalikviditet anses ha en motsatt effekt. Företag med hög kassalikviditet har ett stort finansiellt manöverutrymme, vilket medverkar till att minska den finansiella disciplinen hos ledningen. Vidare kan måttet ge en indikation på en viss ineffektivitet, då en hög kassalikviditet tyder på att företaget har mycket ickearbetande tillgångar, vilket i sin tur torde sänka lönsamheten på totala tillgångar. Att en hög kassalikviditet har en negativ påverkan på lönsamheten är ett antagande i linje med de som har gjorts i tidigare studier.

Branschspecifika faktorer som ger en effekt på lönsamheten bör kontrolleras för. Vi väljer därför att införa en dummyvariabel för varje bransch, vilket majoriteten av tidigare studier på området också gjort. Branschens genomsnittliga lönsamhet är starkt kopplat till den konkurrenssituation som råder, en omständighet som anses stå bortom ledningen och ägarernas kontroll³⁶. Företagen har kategoriserats i branscher efter *Global Industry Classification Standard (GICS)* definition. Standarden delar in företagen i tio olika branscher.

³² Hall, Marshall, and Leonard Weiss. "Firm size and profitability." *The Review of Economics and Statistics* (1967): 319-331.

³³ Markides, Constantinos C. "Diversification, restructuring and economic performance." *Strategic Management Journal* 16.2 (1995): 101-118.

³⁴ Grier, Paul, and Edward J. Zychowicz. "Institutional investors, corporate discipline, and the role of debt." *Journal of Economics and Business* 46.1 (1994): 1-11.

³⁵ De obeskatade reserverna har inkluderats i eget kapital enligt $OR*(1-0,263)$

³⁶ Rumelt, Richard P., Dan Schendel, and David J. Teece. "Strategic management and economics." *Strategic management journal* 12.S2 (1991): 5-29.

Temporära effekter som konjunktur tar vi hänsyn till genom att kontrollera för år. På samma sätt som för bransch inför vi en dummyvariabel för varje år. Att påverka konjunkturen är något som även det står utanför ledningens makt, samtidigt som det har en stor påverkan på lönsamheten. Data har hämtats från en period med förhållandevis kraftiga konjunktursvängningar, vilket antas ha haft en påverkan på de undersökta företagen. Av den anledningen är det därför relevant att kontrollera för årsspecifika effekter.

4.2 Analysmetod

Den kvantitativa metod som utgör basen för vår analys är en OLS-regression. En OLS-regression antar ett linjärt förhållande mellan den beroende och de oberoende undersökande variablerna. För att kunna genomföra denna typ av regression krävs att ett antal antaganden håller för att resultaten ska vara riktiga och tolkningsbara³⁷. Dessa innefattar bland annat antagande om feltermens homoskedasticitet, ingen seriekorrelation samt ingen multikollinearitet mellan de oberoende variablerna³⁸. Den första undersökning av observationerna, som gjordes utifrån grafer, ledde till att vi inte kunde utesluta heteroskedasticitet³⁹. Istället för att genomföra omfattande statistiska tester för att undersöka och lösa problemet väljer vi att kontrollera för heteroskedacitet genom att göra testerna robusta. Genom att göra regressionen robust är punkttestimaten av koefficienterna lika som i en vanlig OLS-regression, men standardfelen tar i beaktning heterogenitet och normalitet. Eftersom vår data innehåller relativt många observationer medför kontroll av robusthet sannolikt inte en alltför stor försämring av resultatet. Slutligen kontrolleras om de oberoende variablerna i undersökningen är påverkade av multikollinearitet, vilket innebär en linjär relation mellan de oberoende variablerna. Vi redovisar även en korrelationsmatris för våra oberoende variabler. Problemet med autokorrelation för tidsseriedata hanteras genom att kontrollera för ett släpande R_T , vilket korrigerar för seriekorrelationen. De övriga antaganden som underliggör OLS-regressionen antas hålla för vår undersökning.

Undersökningar som sker över en relativt lång tidsperiod riskerar att bli obalanserade, eftersom observationer långt tillbaka i tiden tenderar att vara något färre. Det är möjligt att justerar för det genom att använda sig av exempelvis en *Fama-MacBeth-regression*, vilket innebär att en regression

³⁷ Wooldridge, Jeffrey. *Introductory econometrics: A modern approach*. Cengage Learning, 2012.

³⁸ Ibid.

³⁹ Se Appendix 1

för varje år genomförs. Därefter används medelvärdet av regressionerna⁴⁰. Urvalet i vår studie innehåller visserligen något färre observationer i början av tidsperioden, men skillnaden har bedöms för liten för att motivera en Fama-MacBeth-regression.

Följande regressionmodell kommer att användas för att besvara hypotes 1:

$$R_T = \beta_0 + \beta_1 \text{Aktivagare} + \beta_2 \text{Rt_Lag} + \beta_3 \text{LN_Tillgangar} + \beta_4 \text{Tillvaxt} + \beta_5 \text{Kassalikviditet} + \beta_6 \text{Skuldsättningsgrad} + \text{Branschdummys} + \text{Årsdummys} + \varepsilon$$

Följande regressionmodell kommer att användas för att besvara hypotes 2:

$$R_T = \beta_0 + \beta_1 \text{Styrka_storsta} + \beta_2 \text{Rt_Lag} + \beta_3 \text{LN_Tillgangar} + \beta_4 \text{Tillvaxt} + \beta_5 \text{Kassalikviditet} + \beta_6 \text{Skuldsättningsgrad} + \text{Branschdummys} + \text{Årsdummys} + \varepsilon$$

4.3 Redovisningsinformation

I syfte att uppnå jämförbarheten mellan observationerna har den data som ligger till grund för regressionerna hämtats från Nasdaq OMX:s tre listorna Large-, Mid- och SmallCap. Orsaken är att samtliga listade koncernföretag inom Europa måste anpassa sig till samma redovisningsstandard (IFRS). Standarden har gällt för alla företag sedan år 2005, vilket därmed gör att redovisningsdata från åren 2003 och 2004 kan skilja sig åt något. Vi har dock valt att inkludera åren då vi bedömt att skillnaden inte är tillräckligt stor för att ha en påverkan på resultaten i nämnvärd utsträckning. För samtliga år kan således en relevant jämförelse göras mellan företag med nyckeltal beräknade utifrån resultat- och balansräkningen.

Redovisningsdata har tagits fram genom databasen *Affärsdata* och har kompletterats med finansiell information hämtad direkt från företagens årsredovisning, i de fall information saknats eller varit bristfällig⁴¹. Från den finansiella informationen har vi därefter räknat fram avkastningen på totalt kapital för alla år från 2003 till 2013, samt hämtat information om företagens totala tillgångar, skuldsättningsgrad, kassalikviditet och tillväxt.

⁴⁰ Fama, Eugene F., and James D. MacBeth. "Risk, return, and equilibrium: Empirical tests." *The Journal of Political Economy* (1973): 607-636.

⁴¹ Affärsdata

4.3.1 Ägarspridning och röstdeltagande

Ägarkoncentrationen i företagen har hämtats från *SIS Ägarservice* där ägarsfärer grupperats i enlighet med tidigare undersökningar⁴². Röstandelar har hämtats för de 50 största ägarna/ägarsfärerna. Mindre ägares röstandelar har bedömts som för små för att ha en påverkan på beräkningen av kvotvärdet för aktivt ägande. Vidare är de 50 största ägarna tillräckligt många för att möjliggöra ett antagande om att röstandelarna i ett företag kan antas vara normalfördelade, vilket är ett av grundantagandena i den modell som används i studien.

4.3.2 Urvalskriterier för data

Följande kriterier för selektion av data har använts:

- 1) Varje enskild bransch innefattar fler än 30 stycken observationer
- 2) Företaget bedriver inte bankverksamhet
- 3) Röstandelen för de 50 största ägarna finns tillgänglig hos *SIS Ägarservice*

Vid insamlingen av data uppstod ett visst bortfall. Dels på grund av att insamlingen var begränsad för de fall då ägarinformation fanns tillgänglig för börsföretagen samt om branschen i sig innehöll tillräckligt många observationer för att det skulle vara möjligt att kontrollera för den. Vidare bortser vi från bankerna då deras annorlunda redovisningsvillkor gör deras data svår att jämföra. Vi valde att exkludera tre branscher då det fanns för få observationer hos dem för att få fram meningsfulla resultat i regressionen. Branscherna var *Energi*, *Kraftförsörjning* och *Telekomoperatörer*. Innan rensningen för extremvärden erhöll vi 75 900 observationer för ägarkoncentrationer utifrån vilka vi beräknade den sammanvägda ägarkoncentrationen, vilket resulterade i ett totalt antal observationer på 1518 innan rensningen för extremvärden.

4.3.3 Justering för extremvärden

För att undvika att extremvärden påverkar resultatet negativt väljer vi att justera för dem. När regressionen görs robust justeras datan i viss utsträckning för extremvärden. Vi väljer dock att rensa för dem i syfte att undvika värden som inte följer den generella trenden. I en OLS-regression kvadreras residualtermen, varför extremvärden har en negativ inverkan på resultatet. Som extremvärden utgår vi från R_T och gör en gränsdragning för värden som ligger längre än 3 interkvartil distanser från det yttre gränsvärdet för medianen för vår data. Det minskar risken för

⁴² *SIS Ägarservice*

påverkan från extremvärden och lämnar oss med ett bättre urval. Det totala bortfallet av denna extremvärdesjustering är 64 observationer, vilket minskar antalet observationer från 1518 till 1454.

5. Resultat

Vi redovisar först tabeller och grafer över den deskriptiv datan. Därefter redovisas resultaten från regressionen samt de känslighetsanalyser som genomförts.

5.1 Deskriptiv data

För att underbygga resultatet väljer vi att först presentera deskriptiv data som beskriver egenskaper hos de undersökta observationerna.

	Medelvärde	Max	Median	Min	Standardavvikelse	Antal
Rt	7,99%	55,97%	7,87%	-42,66%	12,46%	1454
Rt_Lag	8,18%	66,37%	8,41%	-48,16%	13,11%	1454
Aktiv_ägare	0,37	1	0	0	0,48	1454
Styrka_storsta	-0,02	0,78	-0,10	-0,46	0,30	1454
Tillvaxt	8%	56%	8%	-43%	12%	1454
Ln_Tillgangar	14,48	19,74	14,15	9,34	2,00	1454
S/E	1,47	24,22	1,19	-31,45	2,38	1454
Kassalikviditet	1,45	24,15	1,06	-4,25	1,95	1454

Medelvärdet för R_T för samtliga observationer är 7.99 %. Datan är rensad för extremvärden. Det lägsta värdet är - 42,66 %, vilket vid en första anblick kan te sig orealistiskt lågt. Det bör dock betänkas att börsbolag ofta har goda möjligheter att få in externt kapital med kort varsel. Noterbart är också att det högsta värdet för variabeln ”Styrka_storsta” är 0,78 (vilket innebär att den största ägaren måste inneha 78 % av rösterna i företaget för att definieras som aktiv). Den orealistiskt höga siffran beror dock på att modellen som används vid beräkning av gränsvärdet ger en orealistiskt hög röstandel vid en mycket hög ägarkoncentration (detsamma gäller även vid en mycket låg ägarkoncentration).

Klassificeringen av ägandet utifrån en signifikansnivå på 1 % ger följande fördelning av observationer.

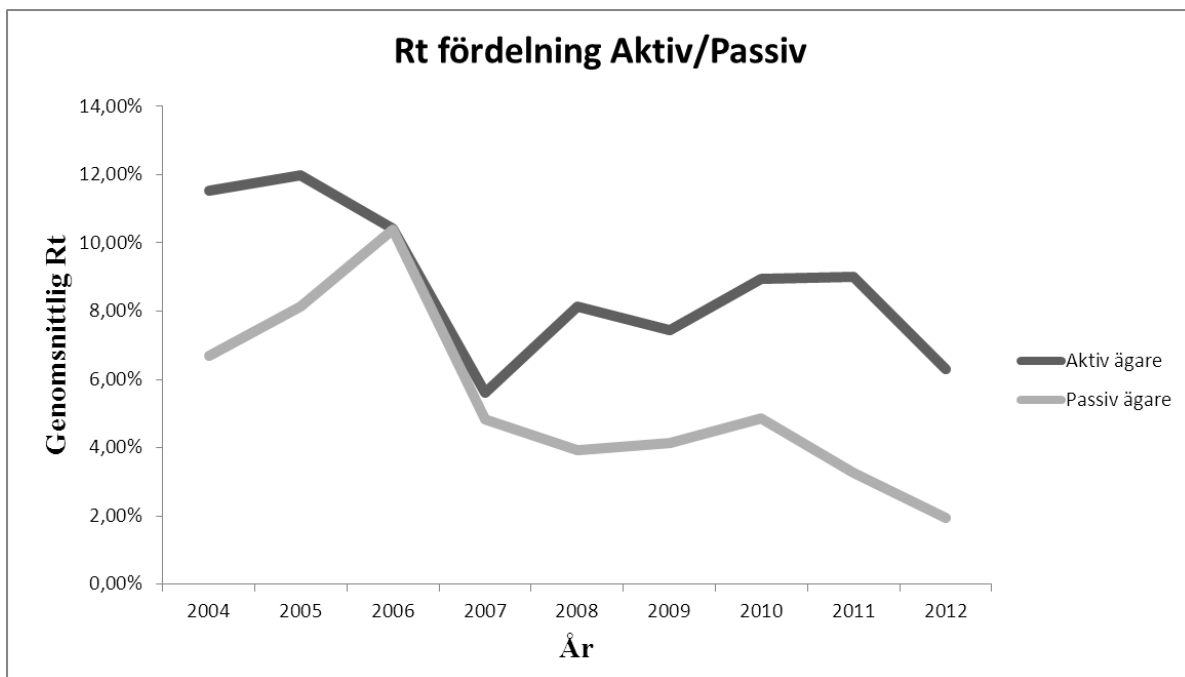
	Aktiva ägare	Passiva ägare.
Antal observationer	536	918
Andel observationer	37%	63%

Andelen företag med aktiva ägare är 37 % av det totala antalet undersökta företag. Vid en uppdelning av passivt och aktivt ägande samt en sammanställning av R_T tydliggörs skillnaden i lönsamhet mellan de två grupperna:

	Totalt	Aktiva ägare	Passiva ägare	Differens
Genomsnittlig R_T	6,23%	8,62%	4,89%	3,73%

Det finns alltså en tydlig skillnad mellan R_T för företag med passiva respektive aktiva ägare. Differensen uppgår till 3,73 procentenheter, vilket ger en skillnad på 76,28 %. För att bättre förstå skillnaden väljer vi att redovisa resultaten på års- och branschbasis.

Fördelning över åren



Värt att notera är att R_T är högre för företag med aktiva ägare samtliga år. År 2006 är dock skillnaden närmast försumbar. R_T var högt för båda grupperna mellan åren 2005 till 2007, vilket rimligen beror på den högkonjunktur som rådde under större delen av den perioden. År 2007 var lönsamheten (vilket alltså baseras på 2008 års R_T) som lägst för de aktiva ägarna. Företag med passiva ägare uppvisar en sämre avkastning även efter att konjunkturer vänt, medan företag med aktiva ägare stigit mot tidigare års nivåer. För att åskådliggöra hur resultaten skiljer sig mellan olika branscher redovisas en fördelning per bransch i tabellen nedan.

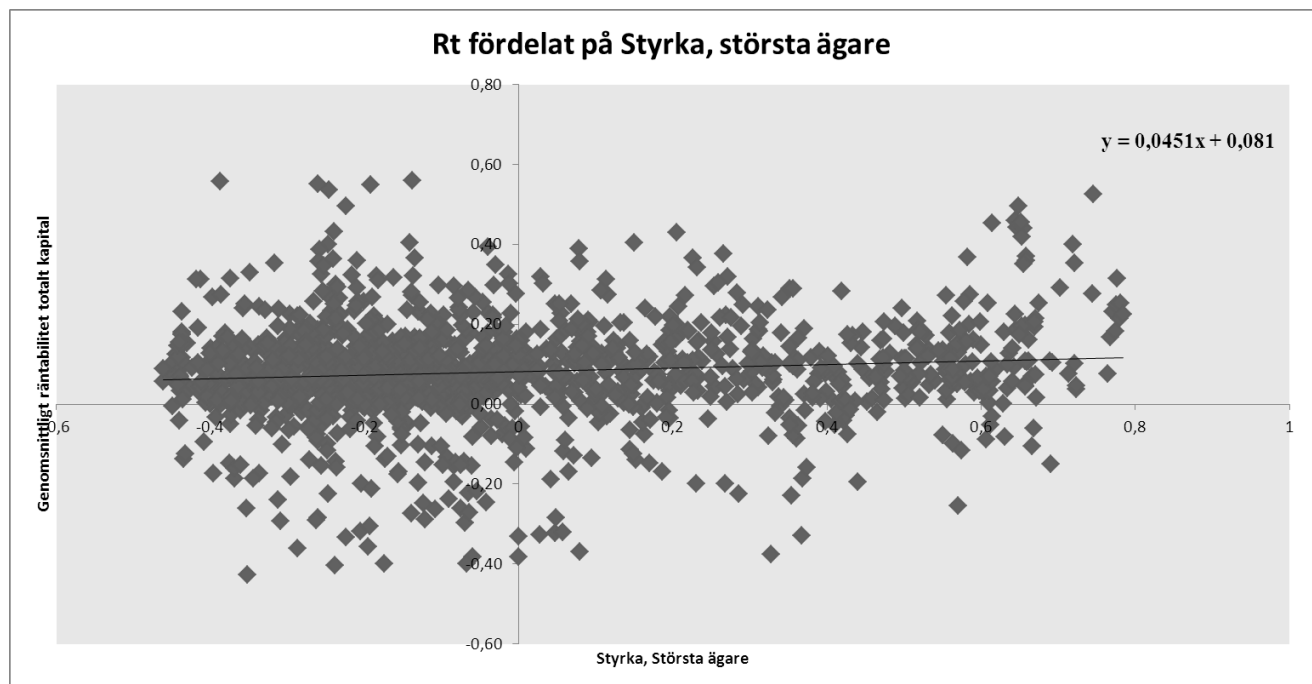
Fördelning per bransch

	Rt, Aktiv ägare	Observationer	Rt, Passiv ägare	Observationer	Differens
Dagligvaror	12,78%	63	7,90%	87	4,88%
Finans & Fastighet	10,36%	83	8,63%	141	1,74%
Hälsovård	7,65%	44	0,23%	103	7,42%
Industrivaror & Tjänster	8,79%	205	7,52%	276	1,27%
Informationsteknik	6,44%	39	9,32%	176	-2,88%
Material	7,27%	46	4,67%	46	2,61%
Sällanköpsvaror- och tjänster	11,02%	56	9,12%	89	1,90%

I samtliga branscher, bortsett från informationsteknik, har företagen med en aktiv ägare ett högre R_T än företagen med en passiv ägare. Den största skillnaden finns i branschen *Hälsovård* där differensen uppgår till 7,42 procentenheter.

Den andra hypotesen i studien testar huruvida den relativa styrkan hos den största ägaren påverkar ett företags lönsamhet. Ett spridningsdiagram över lönsamheten redovisas nedan.

Relation mellan största ägarens röststyrka samt R_T



I spridningsdiagrammet framkommer ett det föreligger ett positivt samband mellan den relativa styrkan hos den största ägaren och R_T .

Den deskriptiva datan indikerar att det föreligger ett positivt samband mellan aktivt ägande och lönsamhet, mätt som R_T . Resultaten har dock redovisats utan att ha kontrollerats för andra orsaker, varför vi väljer att nedan inkludera dem för att ytterligare bringa klarhet i effekten av ett aktivt ägande.

	Aktiv_agare	Styrka_storsta	Rt_lag	Tillvaxt	LN_Tillgangar	SE	Kassalikviditet
Aktiv_agare	1,00						
Styrka_storsta	0,84	1,00					
Rt_lag	0,04	0,08	1,00				
Tillvaxt	0,08	0,13	0,34	1,00			
LN_Tillgangar	0,11	0,11	0,19	-0,04	1,00		
SE	-0,08	-0,10	0,15	0,11	0,14	1,00	
Kassalikvidite	-0,07	-0,06	-0,04	-0,20	0,19	0,10	1,00

Korrelationsmatrisen visar att det inte föreligger någon betydande korrelation mellan de oberoende variablerna som används i regressionerna. Högst korrelation har variablarna *Rt_lag* med *tillvaxt* – korrelationen är 0,34.

5.2 Resultat av regressionerna

Hypotes 1: *Har aktivt ägande en påverkan på företags lönsamhet?*⁴³

Regressionsvariabel	Koefficient	P>t	t
Konstant	-0,04405	0,067*	-1,84
Aktiv_agare	0,0131	0,016**	2,41
Rt_Lag	0,5620	0,000***	20,03
Tillvaxt	-0,0004	0,987	-0,07
LN_Tillgangar	0,0049	0,001***	3,22
Skuldsättningsgrad	-0,0034	0,001***	-3,21
Kassalikviditet	-0,0025	0,114	-1,58
Bransch (a1)			
Ar (a1)			
Observationer	1454		
R2	0,4148		

*T-värden rapporteras inom parentes och är signifikanta på följande nivåer: ***(1 %), **(5 %) och *(10 %).*

(a1) Resultaten för bransch- och årsummys redovisas i appendix, bilaga 1.

⁴³ Se bilaga 1 i appendix för hela resultatet av regressionen

Resultatet visar att vi kan förkasta nollhypotesen att aktivt ägande inte har en effekt på lönsamheten i ett företag. P-värdet leder till att vi på 5 %-nivån kan konstatera att det finns ett samband för den undersökta gruppen.

Regressionen visar på ett signifikant samband mellan variabeln *Aktiv_agare* och R_T . Koefficienten är positiv och signifikant på 5 %-nivån. R^2 -värdet på 0,4148 visar att modellen lyckats fånga upp en relativt stor del av variationen av R_T . Värt att notera är att P-värdet ligger relativt nära 1 %-nivån, vilket indikerar att testet är starkt.

Hypotes 2: *Har den aktiva ägarens relativa makt en påverkan på företags lönsamhet?*⁴⁴

Regressionsvariabel	Koefficient	P>t	t
Konstant	-0,0401	0,101	-1,64
Styrka_storsta	0,0216	0,016**	2,42
Rt_Lag	0,5601	0,000*	20,00
Tillvaxt	-0,0001	0,987	-0,02
LN_Tillgangar	0,0050	0,001***	3,28
Skuldsättningsgrad	-0,0033	0,001***	-3,22
Kassalikviditet	-0,0026	0,101	-1,64
Bransch (a2)			
Ar (a2)			
Observationer	1454		
R2	0,4149		

*T-värden rapporteras inom parentes och är signifikanta på följande nivåer: ***(1 %), **(5 %) och *(10 %).*

(a2) Resultaten för bransch- och årsummys redovisas i appendix, bilaga 2.

Resultatet visar att vi kan förkasta nollhypotesen att den aktiva ägarens relativa makt inte har en påverkan på lönsamheten i ett företag. P-värdet leder till att vi på 5 %-nivån kan konstatera att det finns ett samband för den undersökta gruppen.

Regressionen visar på ett signifikant samband mellan röststyrkan för den största aktieägaren och lönsamheten i företaget. För båda regressionerna är R^2 -värdet relativt högt, vilket därmed indikerar att modellens förklaringsvärde är högt och alltså förklarar en stor del av variansen i R_T .

⁴⁴ Se bilaga 2 i appendix för hela resultatet av regressionen

Sammantaget visar regressionerna att modellen förmår att förklara en betydande del av variationen i R_T , runt 40 % i båda fallen. Det utgör ett bevis på att modellen, av det att döma, är förhållandevis välspecificerad.

5.3 Känslighetsanalyser

För att kunna dra slutsatser utifrån regressionsresultatet är det viktigt att förstå hur starka testen är. Det är därför av intresse att känslighetstesta resultaten för att få en uppfattning hur tillförlitliga de är, samt under vilka antaganden de ger signifikanta svar.

Vi redovisar resultatet från förändringar kring antagandet om både andelen som röstar samt den statistiska sannolikheten att den största ägaren säkrar en majoritet av rösterna. Andelen som röstar testas för nivåerna 50 %, 75 % eller 100 % av aktieägarna. Det används sedan för att räkna ut kvotvärdet och därefter kategoriseras ägandet utifrån sannolikhet att säkra en majoritet på 5 %-, 1 %- och 0,1 %-nivån.

Känslighetstest - Aktivt ägande

Z_a	π	Koefficient	P-värde	T-värde
95%	50%	-0,0016	0,841	-0,2
	75%	0,0029	0,602	0,52
	100%	0,0095	0,082*	1,74
99%	50%	0,0096	0,077*	1,77
	75%	0,0121	0,024**	2,27
	100%	0,0131	0,016**	2,41
99,9%	50%	0,0122	0,023**	2,27
	75%	0,0137	0,014**	2,47
	100%	0,0136	0,018**	2,37

*T-värden rapporteras inom parentes och är signifikanta på följande nivåer: ***(1 %), **(5 %) och *(10 %).*

Regressionen visar på en signifikans för alla överstående antaganden med undantag för röstandelen 50 % respektive 75 % på 95 %-nivån. I övrigt är största delen av resultaten signifikanta på 5 %-nivå. Ju högre gränsen blir för aktiva ägande, desto högre blir också betakoefficienten.

Känslighetstest - Aktivt ägande

<i>Z_a</i>	<i>π</i>	Koefficient	P-värde	T-värde
95%	50%	0,0284	0,012**	2,51
	75%	0,0268	0,013**	2,5
	100%	0,0239	0,028**	2,19
99%	50%	0,0254	0,013**	2,48
	75%	0,0233	0,015**	2,45
	100%	0,022	0,016**	2,42
99,9%	50%	0,0227	0,015**	2,44
	75%	0,0202	0,017**	2,39
	100%	0,0184	0,019**	2,34

T-värden rapporteras inom parentes och är signifikanta på följande nivåer: ***(1 %), **(5 %) och *(10 %).

Regressionen för känslighetstestet på styrka visar att testet ger signifikans för alla valda nivåer av kvotvärdet. Koefficienten är relativt konstant i de olika undersökningarna, samtidigt som den visar på ett visst avtagande vid en högre gräns för aktivt ägande. Testet för en dubbelsidig regression ger signifikans på 5%-nivån för samtliga regressioner.

6. Analys

Analysen kommer att diskutera de resultat som togs fram, både från testen av hypoteserna samt känslighetsanalysen. Återkoppling till resultat i tidigare studier genomförs.

6.1 Aktivt ägande

Den första hypotesen testade om det fanns ett samband mellan aktivt ägande och lönsamhet, mätt som R_T . Regressionsresultaten visade på att ett sådant samband verkar existera. Variabelns höga p-värde gör att det på en 5 %-ig signifikansnivå går att hävda att sambandet existerar, vilket anses vara starkt. Det aktiva ägandet förklarar i genomsnitt 1,31 % av den totala skillnaden i R_T mellan aktiva och passiva ägare. Ställt i förhållande till genomsnittlig R_T på börsen är värdet relativt högt, då det lite drygt är 10 % i skillnad.

Känslighetsanalysen visar att det för majoriteten av de antaganden vi gör, baserat på modellen, fortsatt föreligger en signifikant påverkan från det aktiva ägandet även vid en justering av antaganden. För den lägsta satta gränsen för aktivt ägande är koefficienten förvisso negativ, men inte signifikant. Förklaringsvärdet skiljer sig åt, där ett högre gränsvärde medför att förklaringsvärdet för variabeln ökar. Det kan i viss utsträckning bedömas relatera till den största ägarens relativa styrka, eftersom ett högre kvotvärde innebär att det blir mer sannolikt för den största aktieägaren att säkra en majoritet. P-värdena ligger nära 0.01, vilket tyder på en stark signifikans på 5 %-nivån. När vi tillåter gränsvärdet att vara väldigt lågt, det vill säga att 50 % respektive 75 % röstar på bolagsstämman, samt att det är statistiskt sett 95% sannolikhet att säkra en majoritetsröst, förlorar variabeln däremot signifikans. En förklaring kan vara att om osäkerheten att säkra en majoritet av rösterna ökar blir den största ägaren mer ovillig att aktivt påverka styrningen, då kostnaden för att vinna en majoritet blir större än vid en ”säker” omröstning.

Tidigare studier på internationell data har visat att det finns ett positivt samband mellan den största ägarens röstandel och ett företags lönsamhet. Sambandet återfinns även i denna studie, vilket således visar samma effekt på svenska företag under den undersökta perioden. Resultatet ger visst stöd åt att principal-agent-problemet kan mildras av ett aktivt ägande. Vidare kan det tolkas som att bolagsstämman därmed fyller sin funktion som ägarnas röst gentemot ledningen i företaget. Resultatet kan tolkas som att när en aktiv ägare har en stor sannolikhet att säkra en majoritet av rösterna är det lättare att få ledningen att agera i ägarnas intresse.

6.2 Relativ makt hos den största ägaren

Den andra hypotesen utgick från att den största ägarens relativa styrka har en påverkan på R_T . Regressionen visar på att det finns ett signifikant samband på 5 %-nivån. Vidare visar känslighetsanalysen att sambandet är ”okänsligt”, i den mening att det är signifikant och positivt även vid andra antagande för modellen. Det tyder på att sambandet är starkt för urvalet. P-värdet för den ursprungliga regressionen är 0,016 och betakoefficient är 2,2 %. Variabeln *Största ägare* tolkas utifrån en kontinuerlig skala vilket gör att tolkningen, ceteris paribus, blir: för varje procentenhet som ägarstyrkan ökar, ökar samtidigt R_T med 0,022 %.

Varför det i Sverige skulle föreligga ett samband mellan aktivt ägande och lönsamhet kan ha flera förklaringar. En tänkbar orsak kan vara att de externa kontrollerna i form av exempelvis lagstiftning inte är tillräckliga för att ställa ledningens intressen i linje med ägarnas. Implikationen av resultaten i denna studie är att problemet delvis kan åtgärdas med fler aktiva ägare i företagen.

Våra resultat ligger i linje med resultaten som Averstad & Rovas fann i sin studie. De fann att det förelåg ett positivt samband mellan familjeägande och lönsamhet, där familjer bedöms vara aktiva ägare. Adler & Peterssons finner dock inget signifikant samband mellan aktivt ägande och lönsamhet i sin studie. Förklaringen står förmodligen att finna i att valet av operationalisering av aktivt ägande skiljer sig åt, där de inte tar hänsyn till ägarspridningen i ett företag utan istället enkom fokuserar på den största ägaren. Resultatet från vår studie är dock i linje med studier som gjorts på internationell data, exempelvis Pedersen & Thomsen som finner ett liknande samband som oss.

Det positiva sambandet mellan den relativa ägarstyrkan och lönsamhet är i linje med tidigare studier. Ett positivt linjärt samband återfinns i flera studier när två kontinuerliga variabler, en för lönsamhet och en för ägarkoncentration, ställs emot varandra.

6.3 Sammanfattning av analys

Sammantaget visar de två regressionerna att resultaten, med stöd från den teoretiska referensramen där problemet kring separationen av ägande och styrningen diskuterades, ger visst stöd för uppfattningen att separationen är problematiskt. I de företag där den största ägaren är passiv uppvisas genomgående en sämre lönsamhet i form av lägre R_T -värden jämfört med när den största ägaren är aktiv. Ett aktivt ägande kan minska problemen med separationen och resulterar därför i

genomgående högre R_T -värden. Vidare har studien visat att en större relativ styrka hos den största aktieägaren ger positiv effekt på R_T -värden. Vi har inte heller hittat någon avtagande effekt, vilket därmed står i kontrast till vad Pedersen & Thomsen och Adler & Petersson finner.

6.4 Problematisering av resultat

6.4.1 Antaganden för probabilistic voting model

För att kunna använda *the probabilistic voting model* på röstningen på bolagsstämman behöver ett antal antaganden göras. Vi utgår exempelvis från en ”osäker röstning” där sannolikheten att en aktieägare röstar med den största ägaren är lika stor som att den röstar emot. Scenariot kan förmodas vara relativt sällsynt. Vidare antar vi också ett scenario där den största ägaren utnyttjar sin rösträtt. Vi har dock inte haft möjlighet att bestämt avgöra om den största ägaren faktiskt använder sin röst eller inte. Tidigare studier har sett till ägartyp för att hantera det problemet. Med tanke på den svenska ägarbilden har vi dock bedömt att antagande inte är nödvändigt eftersom en stor del av alla företag ägs av familjefärer. Dessa klassificeras generellt sett som aktiva ägare.

Slutligen utgår modellen från situationer där en enkelt majoritet är tillräcklig för att vinna en omröstning på bolagsstämman. I verkligheten kräver vissa beslut en kvalificerad majoritet, vilket skulle påverka det gränsvärde som beräknas.

6.4.2 Ägarsfärer

Vi valde att vid definitionen av största ägare gruppera ägare- och ägarsfärer utifrån bland annat familj. Detta utgör en förenkling i det hänseende att det inte med säkerhet går att avgöra huruvida samtliga inom en ägarfamilj rösta unisont. Det kan, potentiellt, leda till att företag felklassificerat som aktiva utifrån modellen. Tidigare studier på svensk data har dock valt att behandla ägarsfärer som en ägare, vilket tillåter jämförelse med resultat i de studierna.

6.4.3 Implementering av IFRS

IFRS infördes som obligatorisk redovisningsstandard år 2005. Således innefattar den undersökta perioden två år där den redovisningsstandarden ännu ej var implementerad. Potentiellt skulle det kunna ha en viss effekt på resultaten i form av att beräkningarna av olika mått på variablerna skiljt sig åt.

7. Slutsatser

Vår undersökning har syftat till att undersöka huruvida aktivt ägandet påverkar lönsamheten i svenska företag. Frågeställningen vi försökte besvara var:

Har aktivt ägande en påverkan på företags lönsamhet?

Studien finner stöd för att aktivt ägande har en påverkan på företags lönsamhet. Resultaten kan dock antas vara beroende av vårt val av operationalisering. Den känslighetsanalys som genomfördes visar att denna signifikans kvarstår även vid förändringar av de antaganden som görs i modellen. Studien visar även att den aktiva ägarens relativa makt har en positiv påverkan på företags lönsamhet. Resultatet är intressant mot bakgrund av att tidigare forskning på svensk data inte entydigt visar ett signifikant samband mellan aktivt ägande och lönsamhet. Våra resultat ger stöd för åsikten att aktivt ägande bör uppmuntras och premieras.

7.1 Validitet

Metoden vi har valt följer till stor del Cubbins & Leech användning av samma modell, *the probabilistic voting model*. Leech & Leahy använde också denna modell och fann ett positivt samband, vilket visar att den effekten vi förväntade oss se av ett aktivt ägande visade sig stämma. Till skillnad från de studierna valde vi att utgå från en längre tidsperiod istället för ett enskild år och använde oss av tidsseriedata för en rad företag. Regressionens resultat var signifikanta även efter att regression gjorts robust. I den grad det är möjligt bedömer vi därför att studien mätte det den avsåg att mäta.

7.2 Reliabilitet

Vår studie har utgått från en redan befintlig metod och de kriterier som uppställs i val av data finns tydligt presenterade. Hur metoden används beskrivs utförligt. Vi anger också sättet på vilket vi renser för extremvärden. Insamlingen av ägarskapsinformation har skett manuellt, vilket därmed innebär en viss risk för felinmatning eller liknande fel. Studien borde dock kunna replikeras på ett tillfredställande sätt.

7.3 Generaliserbarhet

Tidigare svenska studier, förvisso med en något annan operationalisering av aktivt ägande, har inte visat på entydiga effekter av aktivt ägande. Vidare har undersökningar i andra länder visat på varierande resultat av aktivt ägande. Resultaten i denna studie borde dock vara generaliserbara i viss

grad, då en stor mängd observationer använts. Det som möjligen talar emot eventuell generaliserbarhet är metoden som använts, vilken bygger på ett antal kritiska antaganden.

8. Förslag till framtida forskning

Aktivt ägande har ingen självklar definition. Agent-principal-problemet kan ta sig uttryck på flera olika sätt i frågan om bolagsstyrning och separation av ägande och kontroll. Röstningsmodellen som använts i studien undviker problemen kring att sätta en gräns, baserad på olika uppfattningar, för vad som krävs för att kunna utöva ett aktivt ägande. Frågan kring huruvida modellen bättre speglar de verkliga förhållandena kring röstningen på bolagsstämman kvarstår dock. En intressant studie vore därför att försöka finna ytterligare bevis att röstningsmodellen är tillämplig, samt att göra jämförelser av resultaten när olika metoder för att bestämma den största ägarens påverkan används.

9. Referenser

Adler, Victor och Petersson, Erik, "Aktivt ägande och lönsamhet i svenska företag" (2010)

Averstad, Joen, och Gustaf Rova, "Performance and valuation of Swedish family firms" (2007)

Bergström, Clas, and Kristian Rydqvist. *Ägarkoncentration i börsnoterade företag*. FIEF, 1988.

Cubbin, John, and Dennis Leech. "The effect of shareholding dispersion on the degree of control in British companies: theory and measurement." *The Economic Journal* (1983): 351-369.

De Miguel, Alberto, Julio Pindado, and Chabela De la Torre. "Ownership structure and firm value: New evidence from Spain." *Strategic Management Journal* 25.12 (2004): 1199-1207.

Earle, John S., Csaba Kucsera, and Álmos Telegdy. "Ownership concentration and corporate performance on the Budapest Stock Exchange: do too many cooks spoil the goulash?." *Corporate Governance: An International Review* 13.2 (2005): 254-264.

Fama, Eugene F., and James D. MacBeth. "Risk, return, and equilibrium: Empirical tests." *The Journal of Political Economy* (1973): 607-636.

Frostenson, Magnus, and Tommy Borglund. "Företagens sociala ansvar och den svenska modellen." (2006).

Founding Family Controlled Firms: Performance, Risk, and Value, Daniel L. McConaughy, Charles H. Matthews and Anne S. Fialko

Gedajlovic, Eric R., and Daniel M. Shapiro. "Management and ownership effects: Evidence from five countries." *Strategic Management Journal* 19.6 (1998): 533-553.

Grier, Paul, and Edward J. Zychowicz. "Institutional investors, corporate discipline, and the role of debt." *Journal of Economics and Business* 46.1 (1994): 1-11.

Hall, Marshall, and Leonard Weiss. "Firm size and profitability." *The Review of Economics and Statistics* (1967): 319-331.

Henrekson, Magnus, and Ulf Jakobsson. *Globaliseringen och den svenska ägarmodellen*. Globaliseringsrådet, 2008.

Jensen, Michael C., and William H. Meckling. "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure." *Journal of financial economics* 3.4 (1976): 305-360.

Keele, Luke, and Nathan J. Kelly. "Dynamic models for dynamic theories: The ins and outs of lagged dependent variables." *Political Analysis* 14.2 (2006): 186-205.

Leech, Dennis, and John Leahy. "Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies." *Economic Journal* 101.409 (1991): 1418-1437.

Markides, Constantinos C. "Diversification, restructuring and economic performance." *Strategic Management Journal* 16.2 (1995): 101-118.

McConaughy, Daniel L., Charles H. Matthews, and Anne S. Fialko. "Founding family controlled firms: Performance, risk, and value." *Journal of small business management* 39.1 (2001): 31-49

Mizruchi, Mark S. "Berle and Means revisited: The governance and power of large US corporations." *Theory and Society* 33.5 (2004): 579-617.

Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. "Management ownership and market valuation: An empirical analysis." *Journal of financial Economics* 20 (1988): 293-315.

Porter, Michael E. "The five competitive forces that shape strategy." *Harvard business review* 86.1 (2008): 25-40.

Ross, Stephen A. "The economic theory of agency: The principal's problem." (1973).

Rumelt, Richard P., Dan Schendel, and David J. Teece. "Strategic management and economics." *Strategic management journal* 12.S2 (1991): 5-29.

Shepherd, William G. "The elements of market structure." *The Review of Economics and Statistics* 54.1 (1972): 25-37.

Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny. "A survey of corporate governance." *The journal of finance* 52.2 (1997): 737-783.

Thomsen, Steen, and Torben Pedersen. "Ownership structure and economic performance in the largest European companies." *Strategic Management Journal* 21.6 (2000): 689-705.

Kollegiet för svensk bolagsstyrning: Svensk kod för bolagsstyrning (2010)

Wooldridge, Jeffrey. *Introductory econometrics: A modern approach*. Cengage Learning, 2012

Databaser:

SIS Ägarservice

Affärsdata

10. Appendix

Bilaga 1

Regression: *Aktiv ägare*

Regressionsvariabel	Koefficient	P>t	t
Konstant	-0,04405	0,067*	-1,84
Aktiv_agare	0,01310	0,016**	2,41
Rt_Lag	0,56196	0,000***	20,03
Tillvaxt	-0,00040	0,987	-0,07
LN_Tillgangar	0,00491	0,001***	3,22
Skuldsättningsgrad	-0,00336	0,001***	-3,21
Kassalikviditet	-0,00253	0,114	-1,58
Dagligvaror	-0,00267	0,981	-0,02
Halsovard	-0,01450	0,126	-1,53
FinansFastighet	-0,00008	0,992	-0,01
Informationsteknik	0,01175	0,186	1,32
Material	-0,13845	0,179	-1,34
Sallankopsvaror	0,00371	0,626	0,49
Ar2004	0,04740	0,000***	4,19
Ar2005	0,03932	0,001***	3,21
Ar2006	0,02697	0,015**	2,44
Ar2007	-0,00471	0,604	-0,52
Ar2008	-0,00471	0,652	-0,45
Ar2009	0,01595	0,116	1,57
Ar2010	0,01563	0,097*	1,66
Ar2012	-0,00052	0,952	-0,06
Observationer	1454		
R2	0,4148		

Variablernas är signifikanta på följande nivåer: ***(1 %), **(5 %) och *(10 %).

Bilaga 2

Regression: *Styrka största ägare*

Regressionsvariabel	Koefficient	P>t	t
Konstant	-0,04012	0,101	-1,64
Styrka_storsta	0,02157	0,016**	2,42
Rt_Lag	0,56007	0,000*	20,00
Tillvaxt	-0,00010	0,987	-0,02
LN_Tillgangar	0,00499	0,001***	3,28
Skuldsättningsgrad	-0,00332	0,001***	-3,22
Kassalikviditet	-0,00264	0,101	-1,64
Dagligvaror	-0,00116	0,916	-0,11
Halsovard	-0,01392	0,146	-1,45
FinansFastighet	-0,00123	0,879	-0,15
Informationsteknik	0,01186	0,185	1,32
Material	-0,01354	0,190	-1,31
Sallankopsvaror	0,00232	0,762	0,3
Ar2004	0,04694	0,000***	4,16
Ar2005	0,03900	0,001***	3,19
Ar2006	0,02676	0,016**	2,42
Ar2007	-0,00508	0,592	-0,54
Ar2008	-0,00503	0,630	-0,48
Ar2009	0,01568	0,123	1,54
Ar2010	0,01549	0,100*	1,64
Ar2012	-0,00069	0,936	-0,08
Observationer	1454		
R2	0,4149		

*Variablerna är signifikanta på följande nivåer: ***(1 %), **(5 %) och *(10 %).*

