

Aktivt ägande och lönsamhet i svenska företag

Victor Adler^a

Erik Petersson^b

ABSTRACT

Active ownership is widely regarded as positive for the development and performance of businesses. In this paper, we investigate the impact of ownership concentration and owner identity on return on equity (ROE) in Swedish companies between 1986 and 2008, and show that active ownership might suffer from opposing effects. We find evidence, albeit weak, that ownership concentration has a positive effect on profitability, but that it levels off at high levels of ownership shares. Furthermore, we propose that family ownership has a negative effect on profitability. Our results are dependent of choice of statistical method, but show nonetheless a need to reevaluate what seems to be a universally positive view of active ownership.

Handledare: Assistant Professor Stina Skogsvik

Framläggning: måndagen den 31 maj 2010 kl. 9.15–12.00 i konferensrummet plan 5,
Institutionen för Redovisning

Keywords: active ownership, profitability, ownership concentration, owner identity, family ownership

Innehållsförteckning

1. Inledning	1
1.1 Syfte och frågeställning	1
1.2 Avgränsning och operationalisering	2
1.2.1 Aktivt ägande	2
1.2.2 Lönsamhet	5
1.2.3 Övriga avgränsningar	5
2. Kunskapsläge	6
2.1 Tidigare forskningsresultat	6
2.2 Teoretisk referensram	9
2.3 Hypoteser	11
2.3.1 Hypotes 1: Ägarkoncentration.....	11
2.3.2 Hypotes 2: Ägarens identitet	11
3. Metod och data	13
3.1 Data.....	13
3.2 Variabler	14
3.2.1 Beroende variabel.....	14
3.2.2 Oberoende undersökande variabler	16
3.2.3 Oberoende kontrollvariabler	17
3.2.4 Sammanfattning av undersökningens variabler.....	19
3.3 Analysmetod	19
3.3.1 Modeller	21
3.3.2 Analysproblem	21
3.4 Justeringar för extremvärden	22
4. Resultat.....	24
4.1 Deskriptiv statistik	24
4.2 Regressionsresultat	27
5. Analys	31
5.1 Ägarkoncentration	31
5.2 Ägaridentitet	33
5.3 Aktivt ägande.....	35
6. Slutsats och diskussion.....	37
6.1 Framtida forskning.....	38
7. Sammanfattning	39
8. Käll- och litteraturförteckning.....	40
9. Bilagor.....	44
9.1 Bilaga 1.....	44
9.2 Bilaga 2.....	45
9.3 Bilaga 3.....	45

1. Inledning

Företagsägande, alltid ett ämne det debatteras om. Vad har ägarna för ansvar? Har företaget bara ansvar inför ägarna? I Sverige har vi länge haft en tradition med starka majoritetsägare i storföretagen. Ofta har dessa ägare utgjorts av familjer eller familjesfärer som har tagit en aktiv roll i företagets styrning. De har utsett styrelseledamöter, själva haft representanter i styrelsen och inte sällan setts som den drivande kraften bakom företagets framgång, eller misslyckanden. Denna starka koncentration av ägande bland storföretagen har sällan ifrågasatts i någon större utsträckning. Sfärerna har setts som goda samhällsmedborgare och således har skattesystem, lagar och regler ofta varit fördelaktiga för dem. Under senare år har institutionella ägare tagit större och större plats i börsföretagen och med detta fört med sig en annan typ av ägande. Frågan som då dyker upp är vilken form av ägande som är att föredra, både sett ur ett samhälleligt perspektiv och ur ett företagsekonomiskt. Denna fråga verkar dock i dagsläget inte debatteras särskilt mycket. Istället verkar media och näringslivet vara överrens om att aktivt ägande är till det bättre. Till och med i Svensk kod för bolagsstyrning (2008) uttalar man sig i positiva ordalag när det gäller aktivt ägande. Internationellt ser det dock på många ställen helt annorlunda ut och forskningen på området är inte lika kategoriskt positiv till starka, aktiva majoritetsägare.

1.1 Syfte och frågeställning

Syftet med den här uppsatsen är att undersöka om aktivt ägande leder till ökad lönsamhet. Därmed hoppas vi kunna bidra med kunskap till ett viktigt område för det svenska näringslivet. Ägarstyrning är ett ämne som det läggs stora resurser på, samtidigt som det skrivs mycket inom området, både inom akademien och i media. Att ägarnas intresse tillvaratas på bästa sätt är något som verkar anses som viktigt, både från lagstiftarnas och från ägarnas sida. Den största delen av litteraturen på området handlar också om att hitta verktyg och policys för att skapa en effektiv bolagsstyrning, det vill säga att få så liten diskrepans som möjligt mellan ägarnas intressen och företagsledningens agerande. Det talas däremot sällan om ägarens roll och hur den kan påverka företagets prestation. När det väl talas om detta är aktivt ägande något som ofta nämns i positiva ordalag. Till och med i förarbetet till ABL skrivs det uttryckligen att aktivt ägande bör främjas (Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2008). Vi anser att bilden av aktivt ägande är ensidig och att det därför finns ett behov av att undersöka ämnet närmare. Vi är övertygade om att en balanserad och välinformerad bild av

aktivt respektive passivt ägandes effekter är något som behövs för att kunna ta bra beslut när det gäller bolagsstyrning, både ur ett lagstiftarperspektiv och ur ett ägandeperspektiv.

För att möjliggöra och underlätta en undersökning av syftet väljer vi en huvudfrågeställning enligt följande:

Leder aktivt ägande till ökad lönsamhet?

Vi anser att denna frågeställning täcker in det område av bolagsstyrning och företagsägande vi avser undersöka, samtidigt som den är tillräckligt smal för att vara möjlig att besvara i en uppsats av den här omfattningen.

1.2 Avgränsning och operationalisering

Eftersom vi ämnar undersöka huruvida aktivt ägande ökar lönsamheten blir definitionerna av aktivt ägande och lönsamhet mycket viktiga. De kommer att stå som grund för undersökningen och vara centrala delar i hela uppsatsen. Vi kommer här att presentera de definitioner vi använder och hur vi har valt att avgränsa dem för att göra dem testbara. Därefter redogörs för de övriga avgränsningar vi väljer att göra.

1.2.1 Aktivt ägande

I dagsläget finns ingen klarlagd, utbredd definition på vad aktivt ägande är. För att möjliggöra en undersökning av ämnet krävs därför att vi förklarar vad som i den här uppsatsen kommer att menas med aktivt ägande.

Ägandet i ett företag kan se ut och bedrivas på ett flertal olika sätt och ofta sker en separation av ägandet och kontrollen, där mycket av kontrollen över företaget innehas av en ledning som är skild från ägarna. Ägarnas inflytande utövas främst på bolagsstämman, där man bland annat fastställer företagets finanser samt ansvarsfrihet för styrelse och ledning. Ägarna kan dessutom utöva sitt inflytande genom positioner i företagets styrelser. Det är främst i dessa forum som ägandet kan anta en passiv eller aktiv roll. Ytterst handlar en aktiv ägarroll om att använda sin rösträtt på bolagsstämman till att på olika sätt påverka de beslut som tas i företaget. En aktiv ägare engagerar sig i företaget och är med och tar beslut som påverkar företagets framtid. Inflytandet som rösterna ger utnyttjas alltså till fullo. I motsats till den aktive ägaren finns den passive. En passiv ägare definierar vi som en ägare som främst håller en andel av aktierna (och därmed rösterna) i placeringssyfte. Det vill säga att aktierna ses som en del i en investeringsportfölj. En sådan typ av ägare är inte engagerad i de beslut som tas i företaget utan litar på att företaget styrs på ett bra sätt. Det finns dock ägare som trots allt

engagerar sig i sina portföljbolag, men inte i en särskilt stor utsträckning. Skillnaden mellan en passiv och en aktiv ägare utgörs emellertid inte av en skarp linje, utan en ägare kan vara olika mycket aktiv och det hela skulle snarare kunna ses som en glidande skala.

Sammanfattningsvis skulle man kunna säga att aktivt ägande främst har att göra med inställning, engagemang och beteende. Detta är dock mycket svårt att undersöka. För att kunna svara på frågeställningen krävs därför ett annat angreppssätt. Vi ämnar identifiera ett antal parametrar som kan ses som nödvändiga för att kunna utöva ett aktivt ägande. Dessa parametrar, eller snarare grundförutsättningar, bör sedan också kunna ge en god fingervisning om närvaron av aktivt ägande i ett företag.

Grundförutsättning 1 – Ägarkoncentration: För att en ägare skall ha möjlighet att aktivt påverka företagets förvaltning och utveckling krävs det att ägaren innehar en viss andel av rösterna i företaget. Denna andel måste vara så pass stor att ägaren själv eller med viss hjälp av andra ägare kan få igenom beslut på bolagsstämman. Utgångspunkten och den mest centrala delen för ett aktivt ägande blir således att ägaren i fråga har en betydande del av rösterna i bolaget, vilket skapar möjligheter för denne att utöva kontroll. I takt med att ägarkoncentrationen blir högre, det vill säga att röstandelen för den största ägaren eller de största ägarna blir större,¹ bör också graden av aktivt ägande öka. Ägarens intresse för företagets utveckling mot ökad lönsamhet och tillväxt blir med största sannolikhet större eftersom kapitalinsatsen stiger. Dessutom för ökad röstandel med sig ökat ansvar – vilket borde öka graden av aktivitet hos ägaren. Jämför detta med situationen för en mindre ägare som endast innehar ett fåtal aktier i företaget. Även om denna ägare skulle vilja utöva ett aktivt ägande i företaget finns det ingen, eller en väldigt begränsad, möjlighet till detta, då personen ensam inte kan få igenom några beslut. Många mindre ägare kan visserligen tillsammans utöva ett aktivt ägande och gemensamt få igenom sin vilja på bolagsstämman, det förutsätter dock att de är helt överens om företagets förvaltning och utveckling. Det utgör således ett undantagsfall i sammanhanget. Vårt första grundantagande blir därför att: *högre ägarkoncentration medför ett mer aktivt ägande.*

Grundförutsättning 2 – Ägartyp: Att endast inneha en betydande del av rösterna är dock inte tillräckligt för att ägaren skall kunna anses som aktiv. Även om ägaren innehar majoriteten av rösterna i bolaget behöver det inte nödvändigtvis betyda att ett aktivt ägande utövas, en

¹ Fortsättningsvis benämns den största eller de största ägarnas andel av rösterna som ägarkoncentration.

situation som dock får anses vara relativt ovanlig. Diskussionen om ägarkoncentrationen behöver dock kompletteras med ytterligare grundförutsättningar för att rama in aktivt ägande bättre. Ett antagande som kan göras är att olika typer av ägare utövar sitt ägande med olika grad av aktivitet. Vi anser bland annat att en familj eller en ägarsfär² utövar ett ägande som är mer aktivt än en institutionell ägare eller en bank. Det baserar vi främst på att familjen eller sfären ofta har en större del av sitt kapital investerat i företaget (Damodaran, 2006). Genom att en stor del av kapitalet är bundet i företaget uppnår de inte samma diversifiering av riskerna som en institutionell ägare kan göra, vilket bör leda till ett ökat engagemang i företaget. Vidare är det ofta så att en ägarfamilj eller en sfär är mer involverad i och personligen närmare företagets ledning än en stor institutionell ägare.³ Det är exempelvis inte helt sällan som ägarfamiljen också är grundare till företaget. En mer personlig koppling till företaget skapar också incitament till ett mer aktivt ägande. Vårt andra grundantagande blir således: *familjer och familjesfärer utövar ett mer aktivt ägande än övriga typer av ägare.*

I en heltäckande definition av aktivt ägande ingår flera parametrar. Förutom de faktorer som redan tagits upp kring *ägarnas andel av rösterna (ägarkoncentration)* och *typ av ägare* skulle man kunna inkludera faktorer såsom styrelse- och valberedningsrepresentation samt förhållande till ledningen. En ägare utövar mycket av sin styrning via valberedningen och styrelsen och hur detta förhållande ser ut påverkar hur aktivt ägandet kan anses vara. Till exempel skulle insiderägande, det vill säga andelen aktier ägda av styrelseordförande eller VD, kunna vara en parameter som mäter aktivt ägande. I den här uppsatsen gör vi dock en medveten avgränsning genom att välja bort dessa faktorer i vår undersökning. Vi kommer således endast att undersöka ägarkoncentrationens och ägartypens påverkan på lönsamheten. Avgränsningen har avsiktligt gjorts väldigt snäv, då faktorerna måste vara möjliga att testa i undersökningen. Förutom testbarhet har också avgränsningen baserats på att vi anser att ägarkoncentration och ägartyp är de två faktorer som förklarar aktivt ägande bäst. Faktorer kring valberedning, styrelsesammansättning och liknande är svårdefinierade och den exakta kopplingen till aktivt ägande är svår att fastställa.

² Begreppet ägarsfär myntades av Sven-Ivan Sundqvist (SIS Ägarservice) och innebär en gemensam grupp företag eller personer som tillsammans kan anses utöva kontroll. Se närmare beskrivning under 3.2.2 *Oberoende undersökande variabler*.

³ Fama och Jensen (1983) diskuterar liknande teorier, vilket stärker argumentet.

1.2.2 Lönsamhet

Det finns en allmän uppfattning om att målet med ett företag är att maximera värdet på företaget (Damodaran, 2006). Detta värde kan definieras och mätas på olika sätt, bland annat kan det maximala värdet för aktieägarna skilja sig från det maximala värdet på hela företaget. Det blir därför viktigt att tidigt klargöra vad vi menar med lönsamhet i den här uppsatsen.

Tidigare studier inom denna uppsats område, vilka identifieras närmare i kunskapsöversikten, har i mångt och mycket koncentrerat sig på företagens marknadsvärde i förhållande till det bokförda värdet, ett mått som kallas Tobins q.⁴ Syftet med denna uppsats är dock att undersöka huruvida ett aktivt ägande ökar företagets lönsamhet eller inte. Vi anser att det finns en risk att företagets marknadsvärde innehåller vissa förväntningar på det aktiva ägandet. Som tidigare nämnts finns det en allmän positiv inställning till aktivt ägande, vilket kan innebära att ett företag som har ägare som uppfattas som aktiva värderas högre av marknaden än företag med mindre aktiva ägare. Dessa förväntningar behöver nödvändigtvis inte stämma. På grund av detta väljer vi att inte använda oss av företagets marknadsvärde i vår definition av lönsamhet utan tittar istället på företagets redovisning för att få fram ett användbart lönsamhetsmått.

1.2.3 Övriga avgränsningar

När det gäller omfattningen av vår tänkta studie väljer vi att endast undersöka svenska bolag. Detta val görs främst eftersom att det, med vissa undantag,⁵ inte finns några undersökningar inom detta område enbart baserade på svensk data. Undersökningen blir således ett komplement till de studier som har gjorts på utländsk data. Men valet baseras också på att ägarsituationen i Sverige är speciell med sina många familjeföretag och att vi därför tycker att det är extra intressant att undersöka förhållandet mellan ägande och lönsamhet i svenska företag. För att skapa en bredd på de utvalda bolagen väljer vi bolag som handlas på olika marknader och på olika sätt, det vill säga både noterade och icke-noterade bolag. Den valda tidsperioden är de senaste 25 åren, med andra ord åren 1985-2009. Anledningarna till detta är flera, med tyngdpunkt på att nödvändig data är svårtillgänglig längre tillbaka i tiden. Dessutom anser vi det fördelaktigt att använda modern data, då det finns en möjlighet att ägar- och lönsamhetsförhållandet kan ändras över en lång tidshorisont.

⁴ Tobins $q = \frac{\text{Marknadsvärde på eget kapital} + \text{Bokfört värde på skulder}}{\text{Bokfört värde på tillgångar}}$

⁵ Averstad och Rova (2007) undersöker lönsamhet och värdeskapande i svenska familjeföretag.

2. Kunskapsläge

2.1 Tidigare forskningsresultat

Termen aktivt ägande används flitigt i näringslivet, men i forskningen tycks den dyka upp mycket sällan. Studier som på något sätt har med ägande att göra finns det gott om, men tidigare forskning som är aktuell för den här uppsatsen är framförallt studier som på något sätt kopplar ägande till företagets prestation. De studier som kommer att redogöras för är framförallt de som tittar på ägarkoncentration eller ägartyp.

Studier som undersöker ägandets påverkan på företagets prestation har gjorts i de flesta europeiska länder och i USA (se exempelvis De Miguel et al., 2004, Hill och Snell, 1988, Morck et al., 2000 samt Gorton och Schmidt, 2000). Utgångspunkten i de flesta studier är teorin om att separation av ägande och kontroll ger incitament åt ledningen som på olika sätt minskar aktievärdet (se teoridiskussionen längre ned för närmare beskrivning av agentteori och kopplingen till företagsägande). Hypotesen som främst testas är således att om aktieägarna har stark kontroll över företaget och dess ledning ska detta ge högre marknadsvärde, i alla fall till en viss gräns. För att testa nivån på kontroll har framförallt ägarkoncentrationen använts. Variabeln för ägarkoncentrationen har varit största ägarens andel av företaget. I studierna har framförallt ägarkoncentrationens påverkan på företagets värde, uttryckt i *Tobins q* eller liknande *market-to-book* mått, undersökts; men även olika redovisningsmått har använts som beroende variabel. Specifieringen av regressionsmodellerna skiljer sig en del mellan undersökningarna och både linjära och kvadratiske samband har fastställts. En överblick av tidigare forskningsresultat presenteras i tabell 2.1.

Tabell 2.1

Forskning som undersökt samband mellan företagets värde eller prestation och ägarkoncentration⁶

Författare	År	Beroende variabel	Land	Samband
Hill och Snell	1988	ROA	USA	Positivt linjärt
Agrawal och Mandelker	1990	CAR*	USA	Positivt linjärt
Gedajlovic och Shapiro	1998	ROA	USA	Kvadratisk
Leech och Leahy	1991	ROE och MTB**	UK	Negativt linjärt
Mudambi och Nicosia***	1990	Aktieavkastning	UK	Negativt linjärt
Gedajlovic och Shapiro	1998	ROA	Tyskland	Kvadratisk
Lehmann och Weigand	2000	ROA	Tyskland	Negativt linjärt
Gorton och Schmidt	2000	ROE och MTB**	Tyskland	Positivt linjärt
Morck et al.	2000	MTB**	Japan	Positivt linjärt
Gedajlovic och Shapiro	2002	ROA	Japan	Positivt linjärt
De Miguel et al.	2004	MTB**	Spanien	Kvadratisk
Pedersen och Thomsen	2000	MTB**/ROA	Europa****	Kvadratisk

*CAR = Cumulative abnormal returns, överavkastning på företagets aktie.

**MTB = Alla mått som på något sätt är en kvot mellan marknadsvärde och bokfört värde på tillgångar, ex. *Tobins q*.

***Undersökningen är gjord på företag i den finansiella sektorn.

****Undersökningen är gjord på 435 av de största europeiska företagen.

Sammanfattas studierna kan det snabbt konstateras att det finns belägg för att påstå att ägarkoncentrationen påverkar företagsvärdet och prestationen. Exakt hur denna påverkan ser ut är dock inte lika självklart utan skiljer sig mellan positiva linjära samband, negativa linjära samband och kvadratiske samband. Det är till och med svårt att uttala sig om någon egentlig trend i resultaten. Resultaten tycks också skilja sig mellan länder, vilket också är något som påvisas empiriskt i Gedajlovic och Shapiro (1998) som gör samma studie på flera länder och sedan testar om skillnaderna är skilda från noll. Vilken variabel som används som beroende kan också tänkas ha stor inverkan på resultaten i de olika studierna, men hur denna skillnad ser ut går inte att utröna från tidigare forskning.

I Pedersen och Thomsens (2000) artikel undersöktes, förutom ägarkoncentration, också ägaridentitetens påverkan på lönsamhet och värdering. De undersökte huruvida det fanns

⁶ Tabellen är i huvudsak baserad på forskningsöversikten i De Miguel et al. (2004).

skillnader i företagsvärdet beroende på om största ägarna var en bank, en familj, en stat etc. De fann att företagen tenderade att ha högre marknadsvärde om största ägaren var bank eller en institutionell investerare. Banker hade högre positiv inverkan än institutionella investerare. Familjeägda företag och statligt ägda företag hade negativ effekt på marknadsvärdet. Liknande resultat kan hittas i en studie på tillverkningsföretag i USA av Chaganti och Damanpour (1991) där det upptäcktes ett positivt samband mellan institutionella investerares ägarandel och företagets lönsamhet (mätt som avkastning på eget kapital). Bolag som till stor del ägs av institutionella investerare hade således högre lönsamhet än övriga företag. Detta resultat uppmättes även i Lehmann och Weigand (2000) som undersökte den tyska marknaden mellan 1991 och 1996 med ROA som avkastningsmått.

I Sverige ägs och kontrolleras en stor andel av de största företagen av familjer och denna speciella situation har varit föremål för mycket forskning. När det gäller mer specifik forskning om hur familjeäggande påverkar företagens prestation finns det dock betydligt mindre forskning att tillgå. Averstad och Rova (2007) undersökte familjeäggandets koppling till företagsvärdering på över 600 svenska företag från 1985 till 2005 och fann positiva samband mellan familjeäggande och prestation. De visar dock att värderingen påverkas negativt av familjeäggande i så måtto att investerare kräver ett premium för familjeägda bolag. Familjeäggandets negativa påverkan på företagsvärderingen stämmer även överrens med en tidigare studie av Andersson och Nyberg (2005) som också är inriktad mot svenska familjeföretag. Undersökningar gjorda utanför Sverige visar dock inte lika samstämmiga resultat. Barontini och Caprio (2006) hittar exempelvis, i en studie på europeiska företag, ett positivt samband mellan familjeäggande och prestation (mätt som avkastning på totalt kapital), men även mellan familjeäggande och företagsvärdering. Generellt kan man säga att den forskning som försöker koppla familjeäggande till prestation (mätt som ROE eller ROA) tycks hitta övervägande positiva samband (se exempelvis Erhardt et al., 2006, Lee, 2006 och Sraer och Thesmar, 2006), medan det oklart hur familjeäggandets påverkan på företagsvärdet ser ut.

När kunskapsläget sammanställs ser vi att den mesta forskningen utgår från teorier som bygger på äggande och kontroll, det som brukar kallas *corporate governance*. Olika teorier om hur äggandet kan påverka möjligheten för aktieägarna att utöva kontroll och få igenom sin vilja har testats empiriskt. Resultaten tycks minst sagt vara blandade och skiljer sig mellan länder. Att äggandet på olika sätt påverkar lönsamhet och företagsvärde kan dock sägas vara klarlagt. Hur denna påverkan ser ut har dock ännu inte fastställts. I Sverige finns det en del forskning på hur äggartyper, och då framförallt familjer, påverkar företagens prestation. Det finns dock,

så vitt vi vet, inte några studier som undersöker ägarkoncentrationens påverkan på svenska bolag. Det finns således ett behov av en studie av den här typen som undersöker bolag på den svenska marknaden och detta blir också vårt främsta bidrag till det rådande kunskapsläget.

2.2 Teoretisk referensram

Ägarstrukturen i ett företag är intressant och viktig ur flera aspekter. Det finns således ett flertal teorier och modeller som förklarar hur ägarstrukturen bör se ut för att maximera lönsamhet och värde på ett företag. De flesta teorier kring ägarstrukturens påverkan på företagets prestation återfinns inom det område som har fått benämningen *corporate governance*. Denna redogörelse ämnar klarlägga dessa teorier och modeller som ligger inom ramen för denna uppsats område.

Diskussionen kring ägande och kontroll inleddes på 1930-talet av Berle och Means (1932) med boken *The Modern Corporation and Private Property*. De redogör för hur ledningar som inte kontrolleras av ägarna kan skapa sig personliga fördelar utan att se till företagets resultat. Coase (1937) identifierade även problemen med den tidens uppfattning att det mest effektiva var att kontraktera ut ett uppdrag till andra istället för att göra det internt. Han såg ett antal kostnader, så kallade transaktionskostnader, som skapades i en sådan situation, däribland kostnader för informationsasymmetrier. Dessa teorier utvecklades sedan vidare av Ross (1973) i form av agentteorin. Teorin utgår från en agentrelation där en person (agenten) agerar i en annan persons (principalen) ställe. Om båda personerna försöker maximera sin egen nytta finns det en uppenbar risk att agenten inte alltid kommer att agera i principalens bästa intresse.

I ett företag kan det ske en separation av ägande och kontroll när ägarna anställer en ledning som ska driva företaget. Jensen och Meckling (1976) hävdar att agentteorin är applicerbar i en sådan situation. Ägarna ses då som principaler, medan ledningen blir agenter och givet att deras intressen skiljer sig åt så uppkommer agentproblem. Företagets ägare kan i sådant fall försöka skapa incitament för ledningen som gör dem mer benägna att handla i ägarnas intresse. Ägarna kan också kontrollera ledningens agerande och se till att de handlar på rätt sätt genom att exempelvis skriva kontrakt. Shleifer och Vishny (1997) diskuterar dessa möjligheter och problemen med dem. De hävdar bland annat att det är mycket svårt att skriva kontrakt som är fullständiga och samtidigt möjliga att tolka, kontrakten är således inte en fullständig lösning. De hävdar vidare att kontroll av ledningen ger upphov till kostnader och att det inte är lönsamt för en individuell ägare att kontrollera ledningen om det finns flera

andra ägare. Kostnaden uppstår för personen som utför kontrollen, men nyttan tillfaller alla ägare. Kontrollen blir således en kollektiv vara och ger upphov till *free-riding* för övriga ägare. När ägande och kontroll separeras kan det alltså uppstå agentkostnader genom att parternas intressen kan skiljas åt. Storleken på dessa kostnader beror på den specifika situationen och de inblandade parternas intressen (Jensen och Meckling, 1976).

Shleifer och Vishny (1997) anser att *free-rider* problemen som uppstår vid ett spritt ägande gör det svårt att kontrollera ledningen och att agentproblemen således blir stora. De visar dock att ägarnas intressen i företaget bättre tillvaratas när andelen aktier som ägs av stora aktieägare ökar, då de har ett större incitament att kontrollera ledningens handlingar. Om antagandet är att ägarna vill bidra till företagets lönsamhet bör även den öka med koncentrationen av ägandet. Jensen och Meckling (1976) såg dock att när det enskilda ägandet i ett företag blir alltför stort finns det en risk att ägaren tar på sig allt för stor risk på bekostnad av de övriga ägarna. Shleifer och Vishny (1997) ser även de flera kostnader av att ha för stora ägare i företaget, däribland att de skapar sig personliga fördelar, och därigenom missgynnar minoritetsägarna. På så sätt skulle lönsamheten därmed minska vid alltför koncentrerat ägande. Detta brukar kallas för *the expropriation problem*. Läggs detta problem ihop med agentteorin får vi ett scenario där lönsamheten bör öka med ägarkoncentrationen till en viss punkt, för att sedan minska vid alltför hög ägarkoncentration.

När det gäller ägarkoncentration och lönsamhet finns det även teorier som påstår att företagets ägarstruktur är ett resultat av ett vinstmaximerande beteende i företaget. Ägarstrukturen kan således ses som en endogen effekt av interna processer i företaget där målet är en optimal organisationsstruktur (Demsetz, 1983). Det finns viss empiriskt stöd för dessa teorier, se till exempel Demsetz och Villalonga (2001).

Förutom teorierna som bygger på en agentrelation mellan ledningen och ägarna i företaget finns det teorier som hävdar att identiteten på ägarna har en betydelse för lönsamheten. Thomsen och Pedersen (2000) hävdar att olika ägarkategorier har olika mål och syften med sitt ägande och att företagets strategi och lönsamhet skiljer sig mellan kategorierna. De menar bland annat att om ägaren exempelvis är en bank har den andra relationer med företaget än bara som ägare, genom kreditgivning och dylikt, och att målen således blir en blandning av de för en ägare och de för andra intressenter. Vidare diskuterar de risken med att bland annat familje- och statligt ägande innebär en större vikt på icke-finansiella mål och att företagets

värde därför blir lägre med sådana ägare.⁷ Enligt Barontini och Caprio (2006) är det för familjer viktigt att behålla kontrollen över företaget. Denna kontroll bibehålls ofta genom pyramidäggande eller *dual-class shares* (i Sverige A- och B-aktier). I linje med agentteorin borde denna kontroll leda till en mindre separation av ägandet och ledningen och därmed minskade agentproblem, vilket borde leda till en högre lönsamhet.

Sammanfattningsvis kan det sägas att teorin om ägartypens inverkan på företagets lönsamhet inte är helt samstämmig. Viss forskning tycks peka på ett positivt förhållande mellan familjeäggande och lönsamhet, medan annan forskning tycks peka mot ett negativt förhållande.

2.3 Hypoteser

För att kunna svara på frågeställningen, *leder aktivt äggande till ökad lönsamhet*, formar vi två hypoteser. Dessa hypoteser motsvarar det utfall vi förväntar oss i vår undersökning. Med hjälp av resultaten från undersökningen kan vi sedan se om våra hypoteser verkar stödjas eller ej och därmed försöka svara på frågeställningen.

2.3.1 Hypotes 1: Ägarkoncentration

Som framhållits tidigare är ägarkoncentrationen en vital del i en definition av aktivt äggande och den blir därmed viktig att undersöka. I linje med agentteorin som beskrevs ovan bör en ökad andel av rösterna i ett bolag för den största ägaren minska *free-rider*- och agentproblematiken och därmed öka lönsamheten. Vid en hög ägarkoncentration bör dock *expropriation*-problemet göra sig gällande och därmed minska lönsamheten i takt med att ägarandelen stiger. Dessa två teorier, som även har visst empiriskt stöd, leder fram till uppsatsens första hypotes:⁸

Hypotes 1: Lönsamheten ökar med den största ägarens andel av rösterna vid låga nivåer av andelen röster, för att sedan minska vid höga nivåer av andelen röster.

2.3.2 Hypotes 2: Ägarens identitet

Olika typer av ägare kan antas utöva sitt äggande på olika sätt och i olika utsträckning. Vissa ägare är passiva och engagerar sig inte i bolaget och dess utveckling, medan andra ägare tar ett stort ansvar genom positioner både i styrelse och i valberedning. I vår definition av en aktiv ägare framhålls vårt antagande om att en familj eller ägarsfär utövar ett äggande som är mer aktivt än andra typer av ägare. Detta beror på flera anledningar, bland annat på att

⁷ Thomsen och Pedersens teorier bygger mycket på Hansmanns (1988) arbete.

⁸ Denna hypotes samt diskussionen ovan bygger till stor del på studien av De Miguel et al. (2004).

familjen ofta är mer involverad i företagets ledning samt att en större del av deras totala kapital är bundet i bolaget. Som förklarades i teorienomgången hävdar vissa teorier att familjeäggande minskar lönsamheten. Vi anser trots detta att lönsamheten bör öka om ägaren är en familj eller en ägarsfär, eftersom att den mer aktiva rollen som familjer tar i sitt äggande bör leda till ökad kontroll och minskade agentproblem. Dessutom ligger denna syn i linje med den allmänna uppfattning som vi anser finns i Sverige om familjernas starka och positiva roll som äggare i framgångsrika bolag. Till yttermera visso tycks det finnas empiriskt stöd för att familjeäggande ökar företagets prestation. Hypotes två, som knyter an till ägaridentitetens del i det aktiva äggandet, blir således följande:

Hypotes 2: Företag där den största ägaren är en familj eller en ägarsfär har en högre lönsamhet än övriga företag.

3. Metod och data

För att svara på frågeställningen och möjliggöra en undersökning av de ställda hypoteserna blir en kvantitativ ansats naturlig. Syftet med uppsatsen är som bekant att undersöka huruvida aktivt ägande har en positiv inverkan på lönsamhet. Tanken med uppsatsen är inte att bidra med ny teori, utan snarare att testa existerande teori – varför denna kvantitativa, deduktiva ansats blir naturlig. Vi kommer under metoddelen att börja med att beskriva den data vi har använt och hur den har samlats in, sedan följer en definition av variabler och de antaganden som har gjorts, varefter analysmetoden beskrivs.

3.1 Data

Dataunderlaget för denna uppsats bygger till största del på den databas som Andersson och Nyberg (2005) skapade för sin undersökning. Den har sedan kompletterats av Averstad och Rova (2007) och innehöll innan vår bearbetning och anpassning 4042 observationer på svenska bolag mellan åren 1985 och 2005. Databasen är omfattande och innehåller 31 olika mått för varje företag och år. Det dataset som finns i databasen kommer ursprungligen från olika håll. Ägarsiffrorna kommer från SIS Ägarservice, som tillhandahåller data på ägandet i alla svenska börsbolag, dels genom sin databas, dels genom boken *Ägarna och makten* som har kommit ut varje år sedan 1985 (Sundin och Sundqvist, 1985-2002 och Fristedt och Sundqvist, 2003-2009). Redovisningsdata kommer från SIX TRUST och i viss mån även direkt från företagens årsredovisningar.

Utifrån denna databas har vi sedan skapat vår egen paneldatabas som endast innehåller utvalda variabler från Averstad och Rovas (2007) databas, närmare bestämt största och näst största ägarnas ägarandel, totala tillgångar, bokfört värde av eget kapital, nettoresultat, sektor/industri samt ägartyp (familj eller icke-familj) för varje bolag och år. Vi har valt att tillföra data för dessa utvalda variabler för åren 2005-2009 och har för dessa mått använt SIS Ägarservice databas och Thomson Reuters Datastream (med data från Worldscope). Utöver detta har vi beräknat en ROE-variabel för varje företag för samtliga år baserad på genomsnittligt eget kapital, vilket innebär att första och sista året för varje företag faller bort.⁹ Urvalet innehåller därför information för åren 1986-2008. Informationen har hämtats enskilt för varje år. Det innebär att det inte är samma företag som finns med alla år, eftersom vissa

⁹Första året för varje företag faller bort på grund av den genomsnittliga kapitalbasen. Det sista året faller bort eftersom vi för varje företag och år mäter ROE för det aktuella och det kommande året. Det innebär att för ett företag med tillgänglig data fram till och med 1996 finns ingen information om 1997 års ROE, varför 1996 års observation för detta företag faller bort. Anledningen till detta beskrivs närmare under 3.2 *Variabler*.

har försvunnit ur urvalet med tiden på grund av olika orsaker. Denna datainsamlingsmetod innebär att problem med så kallad *survivorship-bias*, där endast företag som fortfarande finns idag används i undersökningen, undviks. Det finns dock en viss övervikt av data för bolag i de senare åren av tidsserien. Detta beror till största del på att antal börsnoterade företag har ökat sedan åttiotalet, vilket innebär att data blir mer tillgängligt och att antalet observationer per år därför har ökat med tiden. Det är även värt att notera att företag som tillhör den finansiella sektorn är exkluderade från databasen. Det beror på att de har balansräkningar som gör att de blir svåra att jämföra med övriga företag, dessutom är det en mycket reglerad bransch. Att exkludera företag från den finansiella sektorn är också någonting som gjorts i liknande studier tidigare (Averstad och Rova, 2007).

3.2 Variabler

Som beskrevs under avgränsningen operationaliserar vi vårt syfte genom att avgränsa aktivt ägande i form av ägarkoncentration och ägaridentitet. Dessa variabler kan användas för att approximera graden av aktivt ägande i företagen och kommer således att vara de undersökande variablerna i vår analys. Som beroende variabel kommer framtida avkastning på eget kapital (ROE) att användas. En närmare beskrivning och definition av dessa variabler, samt de kontrollvariabler som kommer användas, följer nedan.

3.2.1 Beroende variabel

I avgränsningen fastställdes att vi avser undersöka företagens redovisningsmässiga lönsamhet eftersom vi anser den mäta företagens faktiska förmåga att skapa lönsamhet. Det finns dock flera olika sätt att definiera och mäta denna lönsamhet, bland annat i form av resultat, kassaflöde och olika avkastningsmått. Företagets resultat i sig är ett begränsat mått på lönsamhet, då ett stort företag med hög omsättning har större möjligheter att prestera ett högre resultat än ett litet företag. Resultatet blir däremot mer intressant och användbart i en undersökning om det ställs i förhållande till ett kapitalmått eller en kostnad, det vill säga ett avkastningsmått. Det finns många avkastningsmått som bygger på olika resultat och kapitalbaser, exempelvis ROA (avkastning på totalt kapital), ROCE (avkastning på sysselsatt kapital) och ROE (avkastning på eget kapital). Eget kapital är ägarnas investerade kapital och ett lönsamhetsmått som utgår ifrån detta bör således bäst mäta med vilken effektivitet ägarnas kapital förvaltas (Chaganti och Damanpour, 1991). När eget kapital används som kapitalbas fångas även effekter av beslut kring kapitalstruktur och liknande upp. Dessutom utgår en stor del av teorierna om ägarstyrning kring ägarnas intressen, vilket gör att ett lönsamhetsmått som utgår ifrån ägarna passar bäst in i dessa teorier. Det avkastningsmått som stämmer bäst

överens med den tänkta studien är således avkastningen på det egna kapitalet, ROE. Genom att använda ROE som ett mått på företagets lönsamhet undviker vi de tidigare nämnda problemen med marknadens förväntningar och uppfattningar om företagets ägare samtidigt som vi inkluderar effekter som ledningens beslut får på ägarnas avkastning. Det finns dock en risk med att använda lönsamhet i denna form, då företaget och dess ledning med hjälp av olika redovisningsmetoder kan påverka resultatet och därmed lönsamheten till sin fördel. Vi anser dock att företagets resultat över tid är relativt svårt att påverka och att det därför går att använda i ett mått på lönsamhet.

Avkastning på eget kapital, ROE, kan mätas på många sätt. Generellt mäts det som nettoresultat dividerat med eget kapital, men det finns olika sätt att bestämma kapitalbasen. Normalt sett används ingående eget kapital alternativt genomsnittligt eget kapital som kapitalbas. Vi väljer i den här uppsatsen att använda genomsnittligt eget kapital. Detta beräknas som ingående eget kapital plus utgående eget kapital dividerat med två. Fördelen med genomsnittligt kapital är att det normalt sett anses vara den bästa approximationen för det kapital som har förräntats under året. Nackdelen är dock stora förändringar i det egna kapitalet som sker i början eller i slutet av året snedvrider kapitalbasen och därmed förräntningen av detta kapital. Vi anser dock att det stora antalet observationer i undersökningen minimerar risken för sådan påverkan och att detta ROE-mått således uppfyller kraven på ett fullgott lönsamhetsmått.

Eftersom vi ämnar undersöka hur ägarkoncentration och ägartyp påverkar ROE blir det dessutom viktigt att det finns tid för denna påverkan att ske. Vi kommer därför att använda oss av ett framtida ROE-mått som beroende variabel. Det innebär att vi kommer undersöka hur ägarkoncentration och ägartyp år t påverkar ROE år $t+1$. Vi hoppas att med detta kunna fånga upp hur ägarkoncentration och ägartyp påverkar företagets lönsamhet över en tidshorisont på ett år. Det kan dock diskuteras huruvida ägarna hinner påverka företagets lönsamhet på ett år och att det därför eventuellt skulle vara intressant, och korrekt, att titta på lönsamheten ännu längre fram i tiden. Problemet med detta blir dock de förändringar som kan ske i ägandet under denna period. Om vi väljer att titta på lönsamheten under exempelvis de kommande fem åren för ägaren som finns idag finns det en risk att ett ägarbyte sker under perioden, vilket innebär att oklarheter kring vem som skapar lönsamheten kan uppstå. Detta är orsaken till att vi väljer att endast titta på lönsamheten nästa år, då dessa lönsamhetseffekter med relativt stor säkerhet går att hänföra till den aktuella ägaren.

Det är dessutom viktigt att notera att eftersom ROE-beräkningen kräver både ingående och utgående kapital, samt att vi använder oss av nästa års ROE som beroende variabel, så kommer många observationer att försvinna. Närmare bestämt försvinner alla observationer från första och sista året för alla företag.

3.2.2 Oberoende undersökande variabler

De två grundförutsättningar för aktivt ägande vi har definierat i denna uppsats är ägarkoncentration och ägaridentitet, därför är de två hypoteserna skapade kring just dessa faktorer. Således blir ägarkoncentration och ägaridentitet de undersökande variablerna i studien.

Ägarkoncentration mäter vi som den största ägarens andel av rösterna i bolaget. Att vi använder den största ägarens andel har att göra med att vi är ute efter att mäta ägarens kontroll över bolaget och således möjligheten att påverka. Tanken är att ett aktivt ägande kräver kontroll över företaget och en större röstandel ger per definition mer kontroll. Variabeln anger den största ägarens andel av rösterna i slutet av varje år i procent. Största ägarens röstandel är också den proxy för ägarkoncentration som har använts i tidigare studier (se exempelvis Pedersen och Thomsen, 2000 eller De Miguel et al., 2004). Både teori och tidigare studier pekar, som tidigare nämnts, på att det kan finnas ett icke-linjärt, kvadratisk, samband mellan ägarkoncentration och lönsamhet. Vi kommer därför även att inkludera den största ägarens röstandel i kvadrat, för att undersöka ett sådant samband. Genom detta kan vi fånga upp effekten av en eventuell avtagande marginalavkastning av ägarkoncentration.

Ägaridentitet är en variabel som inte har använts i särskilt många tidigare studier och därför kräver en tydlig definition. Ägaridentitet i den här uppsatsen avser endast största ägaren och bortser därmed från övriga ägare i företaget. På grund av bristfällig information om ägarna under åren 1985 till 2005, samt det faktum att vi definierar familjer och sfärer som aktiva ägare, görs endast en grov indelning av ägarnas identitet i familj/sfär eller icke-familj/sfär. SIS Ägarservice har i många år jobbat med att identifiera så kallade ägarsfärer i det svenska näringslivet. Ägarsfärer utgörs av ägare som är sammankopplade på olika sätt och som kan tänkas utöva kontroll gemensamt. Wallenbergssfären utgörs exempelvis av ett flertal stiftelser, investmentbolaget Investor, samt familjemedlemmarna själva. Alla dessa ägare är registrerade som individuella ägare, men utövar makten som en gemensam grupp. Då vi är intresserade av den faktiska kontrollen i bolagen i den här studien är det naturligt att använda sig av detta sfärbegrepp vid identifieringen av de största ägarna. Av den anledningen kommer

flera ägare som gemensamt kan antas utöva kontroll räknas som en ägare. Definitionen av vilka ägare som ingår i vilken sfär hämtas direkt från SIS Ägarservice databas. Som familj/sfär räknas därför de ägare som tillhör familjesfärer eller är registrerade som privatperson/familj enligt SIS Ägarservice. Som icke-familj/sfär räknas alla andra ägare. Dessa inkluderar institutionella ägare som exempelvis pensionsfonder, investmentbanker, private equity-bolag samt andra företag. Variabeln ägaridentitet är en dummyvariabel med värdet 1 för familj/sfär-bolag och 0 för övriga bolag.

3.2.3 Oberoende kontrollvariabler

Kontrollvariabler används för att fånga upp effekter på ROE som inte är hänförliga till de undersökande variabelerna ägarkoncentration eller ägaridentitet. Vi har utgått från liknande studier som har gjorts tidigare för att bestämma dessa variabler, vilket vi anser säkerställer jämförbarhet och kvalitet. Vi använder oss av ålder, storlek, sektor, släpande ROE samt år som kontrollvariabler.

Ålder används i vissa liknande studier som kontrollvariabel och antas ha effekt på olika mått på lönsamhet, eftersom äldre bolag ofta anses ha bättre förhållanden men sämre framtidsutsikter än yngre. Det finns således starka skäl att tro att ålder kan ha en påverkan på företagets lönsamhet. Variabeln ålder förekommer dock antingen som den är eller i logaritmerad form. Det kan därmed diskuteras vilket av alternativen som bör användas, Wooldridge (2009) uppger att variabler som anges i år ofta förekommer som de är, det vill säga inte logaritmerade. Därför använder vi variabeln ålder i sin standardform, vilken för varje år anger antalet år sedan bolaget grundades.

Företagets storlek är en variabel som är med i nästan alla undersökningar av den här typen och har antas ha liknande effekter som ålder. Stora företag kan antas vara mer stabila än mindre företag och bör därför ha lättare att få tillgång till kapital. Storleken på ett företag kan mätas på olika sätt, ofta genom antingen totala tillgångar eller omsättning. Vi använder oss i den här studien av totala tillgångar som ett mått på storlek, då tillgångarna kan antas vara mer stabila än omsättningen över tid. De totala tillgångarna blir således ett bättre mått på företagets faktiska storlek, även i en lågkonjunktur. Vi har valt att logaritmera detta mått då totala tillgångar skiljer sig väldigt mycket mellan bolag och vi önskar samla ihop värdena för att göra undersökningen mindre känslig för extremvärden. Andra studier som använder sig av ett storleksmått har också valt ett förfaringssätt med logaritmering, dessutom uppger Wooldridge (2009) att variabler som är positiva dollarmått, vilket totala tillgångar kan sägas

vara, ofta logaritmeras och att göra detta med totala tillgångar blir därför naturligt. Variabeln är alltså den naturliga logaritmen av företagets totala tillgångar vid utgången av varje år.

Med variabeln sektor försöker vi fånga upp effekterna av att olika branscher/sektorer är olika lönsamma. Vissa branscher är över lag mer lönsamma än andra, vilket gör det viktigt att kontrollera för dessa effekter. Flera tidigare studier inom området har även valt att kontrollera för detta, vilket visar att det är viktigt. Vi har valt att göra en uppdelning efter den mall som fanns i databasen från Averstad och Rova (2007), där ett system med åtta olika sektorer används. Dessa är: råvaror, industri, konsumentvaror, hälsa/sjukvård, fastigheter, TIME (telekom, information, media och nöje), IT/telekom¹⁰ samt service. Denna indelning är ursprungligen hämtad från Affärsvärlden. Vi inkluderar dessa effekter i undersökningen genom dummyvariabler för varje bransch/sector, namngivna enligt respektive sektor.

De flesta tidigare studier vi har tittat på som liknar denna har inte använt ett släpande ROE-mått (*lagged ROE*). Ett släpande ROE-mått anses annars i andra typer av studier ha stor effekt på årets ROE genom så kallad seriekorrelation, det vill säga en korrelation mellan två tidpunkter i en stokastisk process. ROE följer dessutom en så kallad *mean-reversion* trend, där ett högt ROE följs av ett lågt ROE och vice versa (Freeman et al., 1982). Anledningarna till detta är flera, bland annat att konkurrens driver lönsamheten mot ett genomsnitt över tid och att låga nivåer på ROE ofta kan bero på så kallade ”reningsbad” vilka följs av en högre lönsamhet. Det bör således finnas en korrelation mellan ROE idag och ROE imorgon, vilken bör kontrolleras för i en studie av den här sorten. Av dessa anledningar väljer vi att inkludera en variabel med släpande ROE som kontrollvariabel i den här studien. Släpande ROE definieras som ROE vid tidpunkten t eftersom vi använder oss av ROE_{t+1} som beroende variabel, vi kontrollerar alltså för effekten av ROE i år på ROE nästa år. Detta ROE-mått beräknas, liksom den beroende variabeln, på genomsnittligt eget kapital.

Eftersom lönsamheten i ett företag inte endast beror på interna effekter utan även på makroeffekter, som till exempel konjunktur, blir det viktigt att kontrollera för dessa. Ägarna i ett företag antas inte ha någon större möjlighet att påverka den allmänna konjunkturen, vilket ytterligare stärker argumentet att kontrollera för sådana effekter. Genom att inkludera så kallade *year-fixed effects* i undersökningen, vilket enklast görs genom att använda dummyvariabler för varje år, kan vi fånga upp effekten som ett specifikt år har på ROE. Med

¹⁰ Telekom i denna sektor innebär telekomutrustning, till skillnad från telekom i TIME-sektorn som innebär telekomtjänster.

detta kan vi kontrollera för konjunktoreffekter, vilka annars hade kunnat påverka resultatet. Metoden att kontrollera för årseffekter används i några av de undersökningar vi har tagit del av, vilket visar att andra också anser att dessa effekter är viktiga att kontrollera för. Dummyvariablerna är namngivna efter respektive år.

3.2.4 Sammanfattning av undersökningens variabler

Alla variabler som används i undersökningen sammanfattas i nedanstående tabell:

Tabell 3.1
Variabler som används i undersökningen

Variabel	Typ av variabel	Definition
ROE	Beroende	Avkastning på genomsnittligt eget kapital år $t+1$, i procent.
OC	Oberoende undersökande	Största ägarens andel av rösterna år t , i procent.
OC2	Oberoende undersökande	Största ägarens andel av rösterna år t , i procent i kvadrat.
agarid	Oberoende undersökande	Dummyvariabel för ägarens identitet år t , som har värdet 1 för familj/sfär-bolag och 0 för övriga bolag.
lnstorlek	Oberoende kontrollerande	Naturliga logaritmen av företagets totala tillgångar år t .
alder	Oberoende kontrollerande	År sedan företaget bildades år t .
Sektor	Oberoende kontrollerande	Dummyvariabel för angiven sektor, som har värdet 1 för sektorn och 0 för övriga sektorer.
ROElag	Oberoende kontrollerande	Avkastning på genomsnittligt eget kapital år t , i procent.
År	Oberoende kontrollerande	Dummyvariabel för angivet år, som har värdet 1 för året och 0 för övriga år.

Anm: Alla värden på variablerna för respektive år är på utgående värden/senast tillgängliga information under året.

3.3 Analysmetod

Vi kommer i undersökningen inledningsvis att använda oss av viss deskriptiv statistik för att få en översikt av de ovan beskrivna variablerna. På så sätt kan vi erhålla preliminära resultat som kan ge indikationer på vad som vidare bör analyseras.

Huvudanalysen kommer att utgöras av en regressionsanalys, där vi använder oss av OLS-regressioner samt panelregressioner enligt Fama och MacBeths tvåstegsmetod (hädanefter FM-regressioner).¹¹ För att kunna genomföra en OLS-regression och erhålla korrekta resultat krävs att ett antal förutsättningar och antaganden håller.¹² Vi bedömer att dataunderlaget uppfyller dessa krav, med en eventuell reservation för att feltermens varians inte är konstant mellan observationerna. Det finns således risk för att antagandet om homoskedasticitet inte håller. Det är dock möjligt att testa detta och på så sätt eventuellt utesluta möjligheten att antagandet inte håller. För att undvika ett sådant omfattande test väljer vi att genomföra regressionerna med en kontroll för heteroskedasticitet, vilket innebär att vi erhåller robusta standardfel utan eventuella störningar från heteroskedasticitet.¹³ På så sätt är det möjligt för oss att använda en OLS-regression och erhålla korrekta resultat.

Eftersom antalet observationer skiljer sig en del mellan varje år får vissa år en tyngre vikt i OLS-regressionen än andra.¹⁴ Som tidigare nämnts ökar antalet observationer mot slutet av den undersökande tidsperioden, med undantag för de sista fem åren, vilket alltså innebär att undersökningen får en övervikt på de senare åren i tidsperioden. Vi anser att detta eventuellt kan ge upphov till vissa problem att fastställa ett generellt förhållande mellan ägare och lönsamhet för hela den undersökta tidsperioden. För att möjliggöra en sådan undersökning och ta hänsyn till det skiftande antalet observationer väljer vi att komplettera OLS-regressionerna med FM-regressioner. Fama och MacBeths tvåstegsmetod innebär kortfattat att istället för att köra en enda regression på hela dataunderlaget körs flera regressioner, en för varje år. Sedan tas ett genomsnittligt resultat för alla dessa årsspecifika regressioner fram. Det innebär alltså att alla år i urvalet får lika stor vikt, även om antalet observationer varje år skiljer sig. Denna teknik kan således användas för att undersöka det generella förhållandet mellan ägare och lönsamhet i hela dataurvalet, trots övervikten på den senare tidsperioden.

Undersökningen och därmed regressionerna kommer att göras på tre olika urval: hela dataurvalet samt urvalet uppdelat i två mindre delar. Det finns en möjlighet att effekterna av aktivt ägande har förändrats över tid, på grund av allt ifrån lagar till allmänt affärsklimat. Eftersom vi hoppas att med denna undersökning kunna bidra till den allmänna

¹¹ Se Fama och MacBeth (1973) för en detaljerad beskrivning av denna metod.

¹² För en närmare beskrivning av dessa förutsättningar och antaganden hänvisar vi till Wooldridge (2009).

¹³ Regressionerna utförs i STATA med så kallade Huber-White standardfel, vilka är robusta för heteroskedasticitet.

¹⁴ För en årsöversikt av observationerna se bilaga 1.

samhällsdebatten om hur dagens företag skall styras anser vi det viktigt att våra resultat och slutsatser speglar dagens samhälle. Att då endast testa effekterna i hela urvalet, från 1986 och framåt, kan eventuellt ge en bild som mer speglar hur effekterna har sett ut än hur de ser ut idag. Det är emellertid också av högsta intresse att se hur det aktiva ägandet över en lång tid har påverkat lönsamheten i svenska bolag. Genom att komplettera undersökningen med en uppdelning av urvalet i två delar, en äldre och en nyare, möjliggör vi en undersökning av hur aktivt ägande påverkar lönsamhet idag. Samtidigt kan vi jämföra det med situationen som den såg ut förr. Den nyare delen innehåller de sista tio åren i urvalet (1999-2008), vilket bör spegla situationen idag relativt bra samtidigt som vi anser det vara den kortaste tidsperioden som ger ett tillräckligt dataunderlag. Den äldre delen utgörs alltså av övriga år (1986-1998).

3.3.1 Modeller

De generella modeller vi avser använda i regressionerna är följande:

Modell 1:

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 OC + \beta_2 OC2 + \beta_4 agarid + \beta_5 ROElag + \beta_6 lnstorlek + \beta_7 alder \\ + sektordummies + årsdummies + \varepsilon$$

Modell 2:

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 OC + \beta_2 OC2 + \beta_4 agarid + \beta_5 ROElag + \beta_6 lnstorlek + \beta_7 alder \\ + sektordummies + \varepsilon$$

Värt att notera angående modellerna vi använder är att den beroende variabeln, ROE, är avkastningen på det egna kapitalet under det kommande året i förhållande till övriga variabler. Det innebär alltså att om övriga variabler har värden för exempelvis år 2000 är värdet på ROE för 2001, av orsaker närmare specificerade ovan. Vad som också bör kommenteras är att *Modell 1* är den som kommer att användas för OLS-regressionerna medan *Modell 2* används för FM-regressionerna. Detta beror på att Fama och MacBeth-metoden inte tillåter tidsdummies.

3.3.2 Analysproblem

De modeller vi avser använda för att undersöka frågeställningen har valts för att på bästa sätt förklara variationer i ROE. Det finns dock en risk att modellerna är felspecificerade, vilket innebär att det finns fler faktorer som påverkar ROE än de vi använder i modellerna. Om detta

är fallet kan det ge upphov till så kallade endogeneitetsproblem.¹⁵ Demsetz och Villalonga (2001) diskuterar de endogeneitetsproblem som uppstår mellan ägarkoncentration och lönsamhet och menar att det ofta leder till felaktigheter i sådana undersökningar. Det finns således en risk att resultaten av de regressioner vi avser genomföra ger delvis felaktiga resultat. Tidigare studier hanterar dessa problem på olika sätt. Vissa angriper problemet och försöker lösa det, men de flesta bortser från det och genomför undersökningar utan hänsyn till detta. Då endogeneitetsproblem i allmänhet är mycket svåra att lösa väljer vi att, i likhet med många andra studier, bortse från dessa eventuella problem, men tolkar resultaten med försiktighet och detta i åtanke.

3.4 Justeringar för extremvärden

Eftersom vi använder en analysmetod med regressioner blir det viktigt att se till att inga alltför extrema värden i förhållande till övriga värden finns i dataurvalet. Detta beror på att OLS-regressionen minimerar summan av residualerna i kvadrat och att den således är känslig för dessa extrema värden. Att lämna dem i urvalet kan därför leda till felaktiga resultat (Wooldridge, 2009).

De variabler som eventuellt kan innehålla extrema värden är ROE-variablerna. Eftersom vi räknar ut ROE som en kvot av årets resultat och genomsnittligt eget kapital misstänker vi att det kan finnas en risk för extrema värden i detta mått, som av olika anledningar är felaktiga eller missvisande. Det blir således viktigt att korrigera dataurvalet för dessa observationer. Av den anledningen tar vi fram en del översiktsstatistik redan här i metoddelen, för att kontrollera för eventuella extremvärden. Övriga variabler i undersökningen bör inte innehålla några sådana extremvärden, vilket bekräftas av en översiktlig kontroll av dessa variabler.¹⁶

Tabell 3.2

Översiktlig statistisk av beroende variabel, ROE

Variabel	Observationer	Medelvärde	Standardavvikelse	Min	Max
ROE	3857	1,35 %	86,21 %	-4 385,56 %	221,18 %

¹⁵ Ett endogeneitetsproblem uppstår då någon, eller flera, av de oberoende variablerna är korrelerade med en utelämnad variabel som påverkar den beroende variabeln, vilken felaktigt har lämnats i feltermen. Detta leder till att resultaten från regressionerna blir felaktiga. Ett endogeneitetsproblem kan till viss del lösas med hjälp av ett instrument, vilket är en variabel med särskilda karaktärstika som korregerar de fel som uppstår på grund av endogeneiteten (Wooldridge, 2009).

¹⁶ Översiktlig statistik för variablerna presenteras i tabell 4.1.

Som framgår av tabell 3.2 uppvisar ROE mycket stora variationer, framförallt tycks det finnas extremvärden som kan påverka resultatet i enlighet med ovan. ROE är ett finansiellt nyckeltal och nyckeltal är sällan normalfördelade över tid eller mellan företag. Därför begränsas möjligheten att betrakta mycket höga eller låga värden på ROE som extrema. Vi använder i den här undersökningen en allmänt vedertagen beslutsregel där observationer som ligger mer än fem standardavvikelser från medelvärdet anses som extrema (Skogsvik, 2002).

Extrema observationer kan hanteras på olika sätt. Man kan välja att behålla de extrema observationerna i dataurvalet, men åsätta dem det värde som det närmaste icke-extrema värdet har, så kallad winsorizing. I dataurvalet kan dock endast totalt 6 observationer anses som extrema, varför vi anser winsorizing överflödigt och väljer istället att ta bort dem helt.

4. Resultat

4.1 Deskriptiv statistik

Vi inleder resultatredovisningen med deskriptiv statistik för att ge en överblick av variablerna och för att erhålla indikationer på vad som är viktigt att ha i åtanke vid analysen.

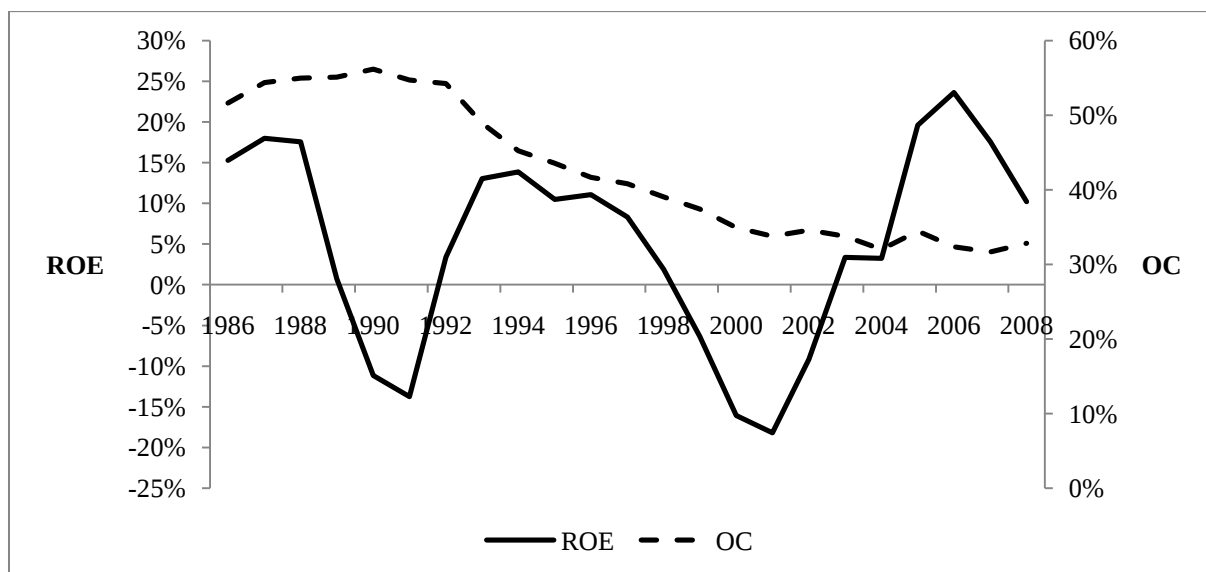
Tabell 4.1
Översiktlig statistik av variabler

Variabel	Medelvärde	Standardavvikelse	Min	Max
ROE	3,38 %	38,22 %	-407,73 %	221,18 %
OC	42,51 %	23,74 %	2,10 %	99,20 %
OC2	2 370,62	2 273,67	4,41	9 840,64
agarid	0,65	0,48	0,00	1,00
ROElag	4,01 %	40,15 %	-765,01 %	215,55 %
alder	49,05	44,56	0,00	328,00
lnstorlek	21,17	1,95	15,80	26,61

Vad som kan noteras direkt är att mer än hälften av alla observationer utgörs av bolag ägda av familjer eller sfärer, eftersom medelvärdet på ägaridentiteten är över 0,5. Detta bekräftar till stor del den utbredda uppfattning som finns om att Stockholmsbörsen har en mycket stor andel så kallade familjeföretag. Vi kan också observera att stora ägare tycks vara relativt vanligt, eftersom medelvärdet på röstandelen för den största ägaren är över 40 procent.

I övrigt ser vi att minimumvärdet på båda ROE-måtten, efter extremvärdesrensningen, fortfarande är under -100 procent. Detta kan tyckas underligt, då det innebär att hela det egna kapitalet skulle vara urgröpt på ett år. Det är dock mycket möjligt att dessa siffror är korrekta, om man beaktar möjligheter för rekonstruktioner och eventuella nyemissioner i sista kvartalet. Observationerna ingår därför även fortsättningsvis i undersökningen.

Graf 4.1
Årsöversikt på variablerna ROE och OC



Årsöversikten visar på två generella trender. Den första trenden är att ROE varierar kraftigt mellan åren och verkar följa konjunkturen. Speciellt märks de stora nedgångarna under bankkrisen (tidigt 90-tal) och IT-kraschen (tidigt 2000-tal). Detta innebär att användandet av årsdummies i regressionerna, som diskuterades under metoddelen, bör vara viktiga för att få ett tillförlitligt resultat.

Den andra trenden är att medelvärdet på den största ägarens röstandel stadigt blir mindre efter 1992, men tycks plana ut under de sista tio åren. Affärsklimat, lagar, regler och liknande kan vara bidragande faktorer, men detta är svårt att uttala sig om. Vad som kan sägas är dock att det verkar finnas anledningar att genomföra den tänkta närmare undersökning av de senaste tio åren i urvalet, då dessa effekter tycks ha avtagit. Resultaten kan då tänkas bli mer relevanta för dagens företagsägande.

Tabell 4.2
Sektoröversikt på variablerna ROE och OC

Sektor	ROE		OC		Obs.
	Medelvärde	Standardavvikelse	Medelvärde	Standardavvikelse	
Råvaror	5,89 %	28,66 %	37,98 %	17,91 %	379
Industri	10,18 %	24,09 %	44,59 %	22,76 %	1448
Konsumentvaror	12,18 %	34,74 %	50,15 %	26,98 %	444
Hälsa/sjukvård	-7,47 %	44,22 %	31,71 %	17,96 %	273
Fastigheter	4,66 %	32,09 %	48,85 %	26,26 %	359
TIME	-15,76 %	60,30 %	39,62 %	25,86 %	507
IT/telekom	-10,91 %	50,64 %	35,73 %	22,42 %	211
Service	7,56 %	40,94 %	39,20 %	21,33 %	230
Totalt	3,49 %	38,54 %	42,60 %	23,79 %	3851

Sektoröversikten indikerar att lönsamheten skiljer sig mycket mellan branscher/sektorer, vilket ger ytterligare stöd för att använda industridummies i regressionerna. Bäst lönsamhet finner vi i konsumentvaror och industri, medan TIME och IT/telekom visar upp sämst ROE.

När det gäller ägarkoncentrationen är skillnaderna störst mellan konsumentvaror och hälsa/sjukvård, där medelvärdet skiljer sig cirka 20 procentenheter mellan branscherna. Förutom konsumentvaror tycks även fastighetsbolagen uppvisa höga ägarkoncentrationer.

Tabell 4.3
Korrelationsmatris

	ROE	OC	OC2	agarid	ROElag	alder	lnstorlek
ROE	1,00						
OC	0,10	1,00					
OC2	0,09	0,97	1,00				
agarid	-0,02	0,29	0,26	1,00			
ROElag	0,51	0,12	0,10	0,01	1,00		
alder	0,20	0,08	0,05	0,03	0,19	1,00	
lnstorlek	0,22	-0,11	-0,14	-0,20	0,26	0,37	1,00

Släpande ROE (ROElag) är relativt starkt korrelerad med ROE-måttet som används som beroende variabel (ROE). Detta visar på *mean reversion*-effekten i ROE-måttet och ger en fingervisning om att påverkan kan vara stor. Därför är det korrekt att använda släpande ROE som en kontrollvariabel. I övrigt kan det konstateras att ålder och storlek på företagen samvarierar till viss del, vilket inte är särskilt förvånande. Äldre företag har som bekant haft längre tid på sig att växa och samla tillgångar.

4.2 Regressionsresultat

Under denna rubrik rapporteras resultaten från de genomförda regressionerna. Analys och tolkning av dessa resultat återfinns under analysdelen.

Regression 4.1 *OLS-regression, hela dataurvalet*

Variabel	ROE
OC	0,119 (1,165)
OC2	-0,00022 (-0,205)
agarid	-2,543** (-2,082)
Antal observationer	3 341
R ²	33,10 %

Anm: Utvalda regressionsresultat, hela regressionen finns rapporterad i *bilaga 2*, regression 9.1. T-värdena är rapporterade inom parentes och signifikansnivån är markerad enligt följande: ***(1 %), **(5 %) och *(10 %).

Resultaten tycks inte vara i linje med någon av hypoteserna. Ägarkoncentrationens påverkan är inte statistiskt signifikant skild från noll på acceptabla signifikansnivåer.¹⁷ Ägaridentiteten har negativ koefficient och är signifikant, vilket innebär att familjeäggande är negativt för lönsamheten.

¹⁷ Vi väljer att definiera statistisk signifikans om nollhypotesen, att koefficienten är lika med noll, går att förkasta på en tioprocentig signifikansnivå, då detta är en av de vanligare signifikansnivåerna (Wooldridge, 2009).

Regression 4.2

FM-regression, hela dataurvalet

Variabel	ROE
OC	0,0594 (0,555)
OC2	0,000 (-0,0309)
agarid	-1,848 (-1,163)
Antal observationer	3 341
Antal grupper (år)	23
Genomsnittligt R ²	40,20 %

Anm: Utvalda regressionsresultat, hela regressionen finns rapporterad i *bilaga 2*, regression 9.2. T-värdena är rapporterade inom parentes och signifikansnivån är markerad enligt följande: ***(1 %), **(5 %) och *(10 %).

Ingen statistisk signifikans på någon av de undersökande variablerna.

Regression 4.3

OLS-regression, urval: 1986-1998

Variabel	ROE
OC	-0,101 (-0,834)
OC2	0,00161 (1,205)
agarid	-2,697* (-1,669)
Antal observationer	1 811
R ²	22,10 %

Anm: Utvalda regressionsresultat, hela regressionen finns rapporterad i *bilaga 2*, regression 9.3. T-värdena är rapporterade inom parentes och signifikansnivån är markerad enligt följande: ***(1 %), **(5 %) och *(10 %).

Resultaten av denna regression är i stort desamma som för regression 4.1, vilket alltså innebär att ägarkoncentrationen inte är signifikant och att ägaridentiteten är signifikant negativ.

Regression 4.4

FM-regression, urval: 1986-1998

Variabel	ROE
OC	-0,0922 (-0,569)
OC2	0,00155 (0,932)
agarid	-2,421 (-0,917)
Observationer	1 811
Antal grupper (år)	13
Genomsnittligt R ²	28,70 %

Anm: Utvalda regressionsresultat, hela regressionen finns rapporterad i *bilaga 2*, regression 9.4. T-värdena är rapporterade inom parentes och signifikansnivån är markerad enligt följande: ***(1 %), **(5 %) och *(10 %).

Ingen statistisk signifikans på någon av de undersökande variablerna, vilket är samma resultat som för FM-regressionen på hela urvalet (regression 4.2).

Regression 4.5

OLS-regression, urval: 1999-2008

Variabel	ROE
OC	0,355** (2,111)
OC2	-0,00255 (-1,466)
agarid	-3,704* (-1,814)
Observationer	1 530
R ²	40,30 %

Anm: Utvalda regressionsresultat, hela regressionen finns rapporterad i *bilaga 2*, regression 9.5. T-värdena är rapporterade inom parentes och signifikansnivån är markerad enligt följande: ***(1 %), **(5 %) och *(10 %).

Här visar ägarkoncentrationen upp positiv påverkan, med statistisk signifikans. Kvadraten av ägarkoncentrationen är dock inte signifikant och inget kan därför sägas om ett kvadratisk samband och en negativ effekt på ROE vid höga ägarkoncentrationer. Ägaridentiteten är fortsatt signifikant negativt, i likhet med tidigare OLS-regressioner.

Regression 4.6

FM-regression, urval: 1999-2008

Variabel	ROE
OC	0,257** (2,428)
OC2	-0,00209* (-2,178)
agarid	-1,103 (-0,779)
Observationer	1 530
Antal grupper (år)	10
R ²	55,30 %

Anm: Utvalda regressionsresultat, hela regressionen finns rapporterad i *bilaga 2*, regression 9.6. T-värdena är rapporterade inom parentes och signifikansnivån är markerad enligt följande: ***(1 %), **(5 %) och *(10 %).

Regressionen visar att ägarkoncentrationen har en positiv, statistiskt signifikant, inverkan på ROE. Ägarkoncentrationen i kvadrat har en negativ, statistiskt signifikant, inverkan på ROE, vilket alltså indikerar på ett kvadratisk samband i linje hypotes 1. En mer genomgående analys och tolkning av detta resultat återfinns i analysdelen. Ägaridentitetens påverkan är inte signifikant.

Överlag kan vi se att R²-värdet är relativt högt för alla regressioner med nivåer mellan cirka 20 procent och 60 procent. Vi kan även observera att för varje urval är medelvärdet på R² i FM-regressionen högre än R² för OLS-regressionen, vilket indikerar på att denna metod bör ge ett mer tillförlitligt resultat. I övrigt kan det vara värt att notera att regressionerna som är gjorda på de sista tio åren ger ett högre R² än de som är gjorda på de första åren och hela urvalet. De relativt höga R²-värdena indikerar att modellerna fångar upp mycket av variationen i ROE, vilket innebär att de bör vara bra verktyg för att undersöka den valda frågeställningen.

5. Analys

Här analyseras de resultat som presenterades ovan. Resultaten används för att svara på de uppställda hypoteserna och den grundläggande frågeställningen. Vi inleder med en analys av ägarkoncentrationens effekter på lönsamhet, hypotes 1, för att sedan analysera lönsamhetseffekterna av ägarens identitet, hypotes 2. Avslutningsvis analyseras dessa två effekter i kombination, för att identifiera effekter av vår definition på aktivt ägande på ett företags lönsamhet.

5.1 Ägarkoncentration

Den första hypotesen vi formulerade utgick ifrån ett kvadratisk samband mellan ägarkoncentration och lönsamhet. Båda regressionerna på hela dataurvalet samt båda regressionerna på urval 1986-1998 indikerar att ett sådant samband inte verkar finnas. P-värdena på koefficienterna för ägarkoncentrationen är så pass höga att det inte, på några acceptabla signifikansnivåer,¹⁸ går att säga att de är signifikant skilda från noll.¹⁹ Detsamma gäller för ägarkoncentrationen i kvadrat. Då koefficienterna inte är signifikant skilda från noll kan det inte sägas de har en effekt på lönsamheten i företagen,²⁰ det innebär dessutom att en tolkning av dem blir ointressant. Detta är alltså inte i linje med den första hypotesen att lönsamheten ökar med den största ägarens andel av rösterna vid låga nivåer av andelen röster, för att sedan minska vid höga nivåer av andelen röster. Resultaten tyder till och med på att ägarkoncentration inte har någon påverkan på lönsamhet. Tidigare studier inom området har dock påvisat samband mellan ägarkoncentration och olika former av lönsamhet,²¹ vilket gör våra resultat intressanta och anmärkningsvärda.

När vi genomför regressionerna på de senaste tio åren (urval 1999-2008) blir dock bilden annorlunda. P-värdena för variablerna ägarkoncentration och ägarkoncentration i kvadrat sjunker kraftigt när denna tidsperiod används, vilket indikerar att ett samband verkar finnas under dessa år. OLS-regressionen (regression 4.5) ger en koefficient på ägarkoncentrationen (OC) som är signifikant skild från noll, på fem procents signifikansnivå. Den är dessutom positiv, vilket innebär att en ökad ägarkoncentration leder till en ökad lönsamhet under dessa år, vilket är i linje med första delen av hypotes 1. Koefficienten för ägarkoncentrationen i

¹⁸ Det vill säga signifikansnivåer under tio procent.

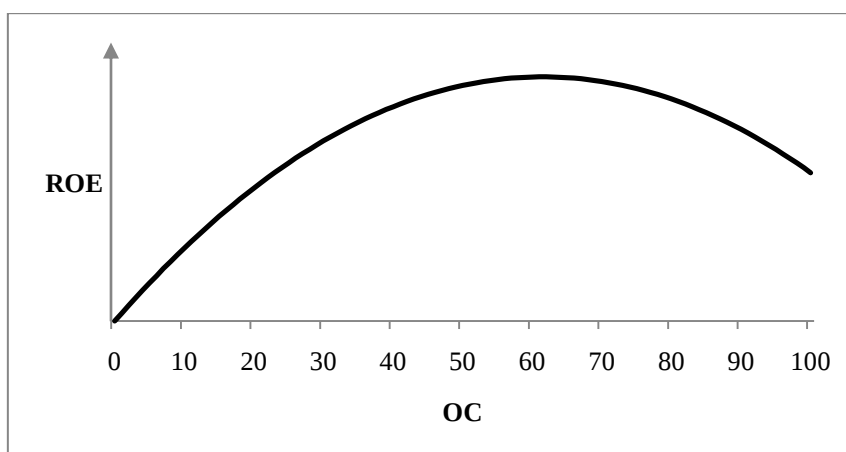
¹⁹ Det lägsta uppnådda p-värdet för variabeln ägarkoncentration (OC) i regressionerna på hela urvalet och urval 1986-1998 är 24,40 procent.

²⁰ Vi kan inte statistiskt säkerställa att variabeln ägarkoncentration har en påverkan på lönsamhet i form av ROE.

²¹ Se 2.1 *Tidigare forskningsresultat* för närmare beskrivning av dessa resultat.

kvadrat är dock fortfarande inte signifikant skild från noll på acceptabla signifikansnivåer, vilket får som följd att ett kvadratisk samband inte tycks föreligga. Resultaten från FM-regressionen (regression 4.6) motsäger dock detta, då både koefficienten för ägarkoncentration och ägarkoncentration i kvadrat är signifikant skilda från noll, på fem respektive tio procents signifikansnivå. Dessutom är koefficienten för ägarkoncentration positiv (0,257) och koefficienten för ägarkoncentrationen i kvadrat negativ (-0,002). Denna regression ger alltså ett resultat som är i linje med hypotesen om ett kvadratisk samband mellan ägarkoncentration och lönsamhet. Om vi håller allt annat konstant (*ceteris paribus*) leder detta till att lönsamheten ökar på låga nivåer av ägarkoncentration och minskar på höga nivåer (ägarkoncentrationer över cirka 60 procent leder till minskad lönsamhet, vilket framgår av graf 5.1).

Graf 5.1
Förhållande mellan ägarkoncentration och lönsamhet



Dessa resultat är i linje med tidigare forskning, bland andra De Miguel et al. (2004) samt Pedersen och Thomsen (2000), och stämmer väl överens med teorier inom området.²² Man bör dock ha i åtanke att resultaten från dessa regressioner är blandade och att endast FM-regressionen på det senare urvalet (regression 4.6) bidrar med bevis för ett kvadratisk samband, i linje med De Miguel et al. (2004) och viss övrig tidigare forskning. Resultaten kan emellertid tolkas på så sätt att majoritetsägarna i de svenska bolagen skulle kunna öka sin ägarandel, upp till cirka 60 procent, och genom detta skapa en högre lönsamhet. Den största ägarens andel av rösterna är alltså idag längre ifrån det optimala än vad fallet var under tidigt 90-tal.

²² Se särskilt Shleifer och Vishny (1997) samt Jensen och Meckling (1976).

Vi finner följaktligen ett blandat resultat för den första hypotesen, vilken också utgör den första delen av definitionen av aktivt ägande. Om vi tittar på hela dataurvalet, från 1986 och framåt, och det tidigare urvalet, från 1986-1998, kan vi inte finna bevis för att ett samband mellan ägarkoncentration och lönsamhet föreligger. Ett sådant samband verkar däremot föreligga under de tio senaste åren i urvalet, det vill säga under åren 1999-2008. Vi har således ett delvis motsägande resultat, där vi under de tio senaste åren i urvalet har resultat i linje med hypotesen och resultat från hela urvalet som inte är det. Anledningarna till dessa motsägande effekter kan vara flera, bland annat kan det vara så att orsakerna till företagsägande kan ha förändrats över tid. Idag är aktieägandet i Sverige mer utspritt än tidigare och andelen institutionella ägare har ökat (Nyberg, 2004). Det är då rimligt att anta att flera av dagens ägare har sina innehav som en del av en bredare portfölj och att ägandet således är mer kortsiktigt och passivt. Syftet med denna typ av ägande skiljer sig till viss del från majoritetsägarna vilka kan antas ha ett mer långsiktigt investeringssyfte med ett intresse för bolagets utveckling. Vidare finns det då anledning att anta att ägandet förr var mer homogent, där ägarna hade liknande syften med sitt ägande. Detta skulle kunna vara anledningen till att ägarkoncentrationen inte har någon påverkan på lönsamheten i det tidigare urvalet. Eftersom ägandet inte skilde sig åt mellan stora och små ägare fanns det ingen ökad lönsamhetseffekt av att ha stora ägare. Under de senare åren, när syftet med ägandet kan antas skilja sig till viss del, kan det finnas en positiv effekt av att ha stora ägare med en längre tidshorisont som ser till att företaget utvecklas och ökar lönsamheten. För att styrka denna diskussion behövs ytterligare forskning inom området, men det skulle kunna vara en tänkbar förklaring till undersökningens resultat.

5.2 Ägaridentitet

Den andra hypotesen handlade om ägarens identitet och gick ut på att företag där den största ägaren är en familj eller en sfär har en högre lönsamhet än övriga företag. OLS-regressionen på hela dataunderlaget (regression 4.1) visar att ägarens identitet har en effekt på lönsamheten, då koefficienten är signifikant skild från noll på en signifikansnivå på fem procent. Det anmärkningsvärda är dock att koefficienten är negativ (-2,543), vilket motsäger den ställda hypotesen helt och fullt. En sådan koefficient betyder alltså att om den största ägaren är en familj eller en sfär är lönsamheten, ceteris paribus, överlag ungefär två och en halv procentenheter lägre än för övriga företag. Tittar vi på de båda delurvalen ser vi samma resultat, med signifikans för en negativ koefficient för OLS-regressionerna (regression 4.3 och

4.5).²³ Alla FM-regressioner ger dock en koefficient som inte är signifikant skild från noll. Detta är såklart mycket intressant, då resultaten är tvärt emot vad vi hade förväntat oss.

Vi hade förväntat oss att familjer är mer aktiva i sitt ägande än övriga typer av ägare och att detta därför skulle leda till högre lönsamhet för företagen. Våra resultat, som visar på motsatsen, skulle kunna bero på att familjer inte är så aktiva som vi antog, men teorin inom ämnet pekar inte åt det hållet. Det är snarare mer troligt att familjer och sfärer utövar ett mer aktivt ägande än andra typer av ägare, men att sättet som ägandet utövas på av någon anledning har en negativ påverkan på lönsamheten.

Olika orsaker till denna negativa påverkan kan förekomma. Redan vid teorigenomgången och hypotesformuleringen kunde vi exempelvis konstatera att det fanns teorier och tidigare forskningsresultat kring ägaridentitetens påverkan på företagets prestation med skiftande slutsatser. Vi valde som bekant att utgå från gängse uppfattning i Sveriges näringsliv samt forskningsresultat från tidigare svenska studier som pekade mot ett positivt samband mellan familjeägande och lönsamhet. Dock finns det, som bland annat nämns i Pedersen och Thomsen (2000), teorier som pekar mot att ett negativt samband borde föreligga. Exempelvis har familjer ofta ett annat fokus än institutionella investerare, med ett långsiktigt perspektiv på sitt ägande och andra mål än rent finansiella. Att företaget överlever till nästa generation kan exempelvis vara ett sådant mål. Dessa typer av mål kan mycket väl ha en negativ påverkan på företagets kortsiktiga lönsamhet. Framförallt om det innebär att kortsiktiga finansiella mål som till exempel ROE prioriteras ned. Att effekterna är negativa över hela den undersökta tidperioden, vilken får anses vara relativt lång, talar dock till viss del emot detta.

En annan tänkbar förklaring till våra resultat skulle kunna vara att familjer ofta har en stor del av sitt totala kapital bundet i ett företag, vilket gör att deras investering inte är diversifierad. En diversifierad portfölj av investeringar är mindre riskfylld och om något av företagen i portföljen går dåligt blir påverkan på hela portföljavgastningen relativt liten. Har man däremot en stor del av kapitalet bundet i ett företag blir man mer känslig för företagets prestation. Det bör göra att familjer ofta blir mindre benägna att skuldsätta företaget, jämfört med en institutionell investerare, eftersom skuldsättning innebär ett högre risktagande. Skuldsättning kan ses som något negativt, men risk är nära sammankopplat med avkastning och i företag med låg operationell risk kan ökad skuldsättning innebära hävstångseffekter och ge positiv

²³ Koefficienten på agarid i regression 4.3 är -2,697 och i regression 4.5 -3,704.

inverkan på ROE. Över ett stort dataurval, som det vi har använt i den här studien, skulle denna ovilja hos familjer och sfärer att skuldsätta sina bolag kunna ge utslag i lägre genomsnittlig lönsamhet. Ett t-test på soliditeten i företagen i dataurvalet visar också att familje- och sfärbolagen har högre soliditet och därmed lägre skuldsättningsgrad²⁴ än övriga bolag – även om skillnaden är liten.²⁵

Det finns således potentiella förklaringar till det negativa förhållandet mellan familje- eller sfärägande och ROE, som uppmätts i den här studien. Hur detta förhållande ser ut behöver dock studeras närmare.

5.3 Aktivt ägande

I vår operationalisering av aktivt ägande ingick två parametrar: ägarkoncentration och ägaridentitet. Dessa två parametrars gemensamma effekt på avkastning på eget kapital utgör därför analysgrunden när vi ska utvärdera den effekt som aktivt ägande har på företagens lönsamhet. Ur denna synvinkel är resultaten minst sagt blandade.

Det finns visst fog för att påstå att högre ägarkoncentration är positivt för företagens lönsamhet upp till cirka 60 procent av rösterna, för att sedan vara negativt. Detta gäller dock endast de senaste tio åren.²⁶ Aktivt ägande, i så måtto att ägarna har kontroll över företaget, verkar således vara positivt ur lönsamhetssynpunkt. Familjeägande å andra sidan, som antas vara en aktiv form av ägande, verkar vara negativt för lönsamheten. Detta indikerar närvaro av motsägelsefulla effekter inom aktivt ägande.

Teorin om att separationen av ägande och kontroll skulle vara negativt för ett företags prestation får visst stöd av våra resultat. Resultaten indikerar att över de senaste tio åren så har det varit fördelaktigt att som ägare ha en hög ägarandel, med vilken man kan utöva kontroll. Familjer och sfärer, de i Sverige vanligaste ägartyperna, som också kan antas utöva sin kontroll på ett aktivt sätt, tycks dock göra detta på ett sätt som påverkar lönsamheten negativt. Om resultaten generaliseras skulle det innebära att lönsamheten i företagen blir högst om röstandelen hos största ägaren är hög, så att kontrollen ligger hos den största ägaren, medan denne inte bör vara en familj eller sfär. Naturligtvis ger denna undersökning inte direkt stöd åt

²⁴ Med skuldsättningsgrad menas här: $\frac{\text{Bokfört värde av totala skulder}}{\text{Bokfört värde på eget kapital}}$. Det innebär att även icke-räntebärande skulder är inkluderade i nyckeltalet.

²⁵ Se bilaga 2 för redovisning av t-testet.

²⁶ Dessa resultat erhöles i FM-regressionen på de tio senaste åren i urvalet (1999-2008).

en sådan grov generalisering, men den visar att aktivt ägande inte bara, i alla lägen, är positivt för företagen.

6. Slutsats och diskussion

Syftet med den här studien var att undersöka huruvida aktivt ägande ökar lönsamheten. Bakgrunden och inspirationen hämtades mycket från den till synes allmänna uppfattningen om aktivt ägande som någonting positivt som bör befrämjas. Hypoteserna som undersöktes var att lönsamheten ökar med största ägarens andel av rösterna vid låga nivåer av andelen röster, för att sedan minska vid höga nivåer av andelen röster samt att företag där den största ägaren är en familj eller en sfär har en högre lönsamhet än övriga företag. När vi nu sammanfattar våra resultat och analyser ser vi att de är i linje med den första hypotesen men inte med den andra. Som vi diskuterade i analysen ger det här upphov till motsägelsefulla effekter, då en viss del av aktivt ägande tycks ge högre lönsamhet medan en annan del ger minskad. På grund av dessa effekter blir det svårt att ge något entydigt svar på vår frågeställning. Vi kan helt enkelt inte konstatera att aktivt ägande generellt ökar lönsamheten, men vi kan heller inte konstatera att aktivt ägande minskar den. Resultaten visar dock att aktivt ägande har en påverkan på lönsamheten, men att den faktiska effekten är svår att fastställa.

Det är viktigt att notera är att vi endast har undersökt en viss del av vad som skulle kunna anses som ett aktivt ägande. Det gör att våra resultat eventuellt inte gäller för den breda bilden av aktivt ägande. Således finns det anledning att studera övriga delar av aktivt ägande närmare innan en mer generell slutsats kan dras. Som vi nämnt tidigare är förhållandet mellan ägarna, valberedningen och styrelsen delar av ett aktivt ägande som vi har bortsett ifrån i den här uppsatsen. Dessutom är det lönsamhetsmått vi använder, avkastning på eget kapital, bara ett i mängden av de parametrar som kan sägas mäta ett företags prestation. Detta speglas inte minst av den mångfald av nyckeltal som har använts i tidigare studier inom området. Det innebär att bredare slutsatser kring aktivt ägande från resultaten bör dras med viss försiktighet. Slutligen finns det anledning att tolka undersökningens resultat med vetskapen om att det finns teorier som framhåller att ägarstrukturen i ett företag är ett resultat av företagsinterna processer.²⁷

Om vi ser tillbaka på syftet ger uppsatsens resultat trots allt anledning att ifrågasätta den allmänt positiva bilden av aktivt ägande. Vi visar att aktivt ägande inte nödvändigtvis är

²⁷ Se 2.2 Teoretisk referensram för en närmare specificering av dessa eventuella endogeneitetsproblem.

positivt för företagen och att man bör vara försiktig med att lovsjunga de stora familjernas starka grepp om det svenska näringslivet utifrån ett lönsamhetsperspektiv.

6.1 Framtida forskning

Först och främst är resultaten från den empiriska forskningen inom detta område tvetydig och det är i sig en anledning till vidare forskning. Det skulle behövas en klarare bild av hur ägarstruktur, ägaridentitet och andra frågor kring ägarskap faktiskt påverkar lönsamhet och prestation. Detta gäller framförallt i Sverige där endast ett fåtal studier, denna inräknad, är genomförda.

Eftersom vi endast har genomfört en undersökning av en delmängd av det som skulle kunna anses som aktivt ägande finns det utrymme för vidare forskning på detta område. Till exempel har vi, som vi tidigare nämnt, inte tittat på valberedningen, styrelsen och förhållandet till ledningen. Dessa delar skulle vara intressanta att koppla till agentteorin och undersöka eventuella effekter på företagets prestation – för att kunna ge ett mer allmängiltigt utlåtande kring aktivt ägande.

Slutligen kan det vara intressant att genomföra mer kvalitativa undersökningar kring aktivt ägande, för att utröna hur effekterna av ägarnas engagemang och styrning tar sig uttryck. Det kan dessutom eventuellt reda ut de motsägelsefulla effekter inom aktivt ägande som denna uppsats har identifierat.

7. Sammanfattning

I den här uppsatsen undersökte vi huruvida aktivt ägande ökar lönsamheten. Vi avgränsade oss till att se närmare på hur ägarkoncentration och ägartyp påverkar lönsamheten – mätt som avkastning på eget kapital, i svenska företag – över en 23-årsperiod mellan 1986 och 2008. Vi utgick från två hypoteser till viss del baserade på tidigare forskning:

Hypotes 1: Lönsamheten ökar med den största ägarens andel av rösterna vid låga nivåer av andelen röster, för att sedan minska vid höga nivåer av andelen röster.

Hypotes 2: Företag där den största ägaren är en familj eller en ägarsfär har en högre lönsamhet än övriga företag.

Våra resultat stödjer till viss del den första hypotesen men visar tendenser som är tvärt emot den andra hypotesen. Vi visade att under de senaste tio åren så har en högre ägarkoncentration gett högre lönsamhet, upp till ungefär en 60-procentig röstandel hos den största ägaren. Vid en högre ägarkoncentration har effekten varit negativ på lönsamheten. Dock är resultaten beroende av metodval och kan därför inte anses som särskilt robusta. Vi visade också att familjeägande har haft en negativ inverkan på lönsamheten över hela tidsperioden. Även detta resultat är dock metodberoende.

Resultaten visar på att aktivt ägande är komplicerat och kan innehålla motsägelsefulla effekter. Vissa delar av aktivt ägande tycks vara positiva för lönsamheten, medan andra delar tycks vara negativa. Vi vill därför uppmana till försiktighet gällande den positiva bild på aktivt ägande som vi anser finns i samhället. Resultaten tyder på att mer forskning behövs inom området innan det med säkerhet går att säga att aktivt ägande är positivt för svenska företag.

8. Käll- och litteraturförteckning

Andersson, M. och Nyberg, A. (2005), "Valuation of family firms - a study of the impact of family control, ownership and management on the Stockholm stock exchange". Trebetygsuppsats. Handelshögskolan i Stockholm.

Averstad, J. och Rova, G. (2007), "Performance and valuation of Swedish family firms". Trebetygsuppsats. Hanelshögskolan i Stockholm.

Barontini, R. och Caprio, L. (2006), "The effect of family control on firm value and performance – evidence from continental Europe", *European Financial Management*, vol. 12, nr 5, s. 689-723.

Berle, A. Means, C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan: New York.

Chaganti, R. och Damanpour, F. (1991), "Institutional ownership, capital structure, and firm performance", *Strategic Management Journal*, vol. 12, nr 7, s. 479-491.

Coase, R. H. (1937), "The nature of the firm", *Economica, New series*, vol. 4, nr 16, s. 386-405.

Damodaran, A. (2006), *Applied Corporate Finance: A User's Manual*. Hoboken, NJ: Wiley. 2.a. uppl.

De Miguel, A. Pindado, J. och De La Torre, C. (2004), "Ownership structure and firm value: new evidence from Spain", *Strategic Management Journal*, vol. 25, nr 12, s. 1199-1207.

Demsetz, H. (1983), "The structure of ownership and the theory of the firm", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, nr 2, s. 375-390.

Demsetz, H. och Villalonga, B. (2001), "Ownership structure and corporate performance", *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, nr 3, s. 209-233.

Fama, E. och Jensen, M. (1983), "The separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, nr 1, s. 301-325.

Fama, E. och MacBeth, J. (1973), "Risk, return, and equilibrium: empirical tests." *Journal of Political Economy*, vol. 81, nr 3, s. 607-636.

Freeman, R. Ohlson, J. och Penman, S. (1982), "Book rate-of-return and prediction of earnings changes: An empirical investigation", *Journal of Accounting Research*, vol. 20, nr 2, s. 639-653.

Fristedt, D. och Sundqvist, S. (2003-2009), *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag*. Stockholm: Dagens Nyheter.

Gedajlovic, E. och Shapiro, D. (1998), "Management and ownership effects: evidence from five countries", *Strategic Management Journal*, vol. 19, nr 6, s. 533-553.

Gedajlovic, E. och Shapiro, D. (2002), "Ownership structure and firm profitability in Japan", *The Academy of Management Journal*, Vol. 45, nr 3, s. 565-575.

Gorton, G. och Schmidt, A. (2000), "Universal banking and the performance of German firms", *Journal of Financial Economics* vol. 58, nr 1, s. 29-80.

Han, K. och Suk, D. (1998), "The effects of ownership structure on firm performance: additional evidence", *Review of Financial Economics*, vol. 7, nr 2, s. 143-155.

Hansmann, H. (1988), "Ownership of the firm", *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 4, nr 2, s. 267-305.

Hill, C. och Snell, S. (1988), "External control, corporate strategy, and firm performance in research-intensive industries", *Strategic Management Journal*, vol. 9, nr 6, s. 577-590.

Holderness, C. Kroszner, R. och Sheehan, D. (1999), "Were the good old days that good? Changes in managerial stock ownership since the Great Depression", *Journal of Finance*, vol. 54, nr 2, s. 435-469.

Jensen, M. och Meckling, W. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, nr. 4, s. 305-360.

Kaplan, S. och Minton, B. (1994), "Appointments of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers", *Journal of Financial Economics*, vol. 36, nr 2, s. 225-258.

Kollegiet för svensk bolagsstyrning. (2008), *Svensk kod för bolagsstyrning*, Stockholm: Hallvarsson & Halvarsson.

Lee, J. (2006), "Family firm performance – further evidence", *Family Business Review*, vol. 19, nr 2, s. 103-114.

Leech, D. och Leahy, J. (1991), "Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies", *Economic Journal*, vol. 101, nr 409, s. 1418-1437.

Lehman, E. och Weigand, J. (2000), "Does the governed corporation perform better? Governance structures and corporate performance in Germany", *European Finance Review*, vol. 4, s. 157-195.

Morck, R och Nakamura, M. (2000), "Banks, ownership structure, and firm value in Japan", *Journal of Business*, vol. 73, nr 4, s. 539-567.

Morck, R. Shleifer, A. och Vishny, R. (1988), "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, s. 293-315.

Mudambi, R. och Nicosia, C. (1998), "Ownership structure and firm performance: evidence from the UK financial services industry", *Applied Financial Economics*, vol. 8, nr 2, s.175-180.

Nyberg, L. (2004), *Värdepappersmarknaden idag och imorgon*. Stockholm: Sveriges Riksbank. Tillgänglig [online]: <http://www.riksbank.se/pagefolders/17112/041110.pdf>

Pedersen, T. och Thomsen, S. (2000), "Ownership structure and economic performance in the largest European companies", *Strategic Management Journal*, vol. 21, nr 6, s. 689-705.

Ross, S. (1973), "The economic theory of agency: The principal's problem", *The American Economic Review*, vol. 63, nr 2, s. 134-139.

Shleifer, A. och Vishny, R. (1997), "A Survey on corporate governance", *The Journal of Finance*, vol. 52, nr 2, s. 737-783.

Short, H. Keasey, K. (1999), "Managerial ownership and the performance of firms: evidence from the U.K", *Journal of Corporate Finance*, vol. 5, nr 1, s. 79-101.

Skogsvik, S. (2002), *Redovisningsmått, värder relevans och informationseffektivitet*. Doktorsavhandling, Handelshögskolan i Stockholm. Stockholm: EFI.

Sraer, D. och Thesmar, D. (2006), *Performance and behaviour of family firms - evidence from the French Stock Market*, Arbetsrapport 2006:130. European corporate governance institute, Bryssel.

Sundin, A. och Sundqvist, S. (1985-2002), *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag*. Stockholm: Dagens Nyheter.

Wooldridge, J. (2009), *Introductory econometrics: A modern approach*. Florence, KY: South-Western Cengage learning. 4.e. uppl.

9. Bilagor

9.1 Bilaga 1

Tabell 9.1
Årsöversikt på variablerna ROE och OC

År	ROE		OC		Observationer
	Medelvärde	Standardavvikelse	Medelvärde	Standardavvikelse	
1986	15,27 %	18,88 %	51,60 %	23,41 %	155
1987	17,97 %	23,89 %	54,35 %	23,56 %	149
1988	17,55 %	14,80 %	54,95 %	23,25 %	172
1989	0,73 %	55,41 %	55,11 %	22,78 %	159
1990	-11,17 %	50,53 %	56,18 %	22,12 %	147
1991	-13,77 %	40,59 %	54,71 %	23,23 %	136
1992	3,40 %	28,54 %	54,25 %	22,36 %	129
1993	13,05 %	18,01 %	48,93 %	24,23 %	137
1994	13,85 %	16,41 %	45,23 %	23,23 %	156
1995	10,46 %	16,63 %	43,57 %	23,61 %	159
1996	11,05 %	16,50 %	41,65 %	23,67 %	164
1997	8,33 %	22,11 %	40,82 %	22,37 %	188
1998	1,91 %	39,68 %	39,04 %	21,65 %	196
1999	-6,34 %	54,38 %	37,42 %	20,99 %	212
2000	-16,08 %	52,52 %	34,91 %	21,06 %	223
2001	-18,18 %	52,70 %	33,77 %	21,13 %	231
2002	-9,14 %	41,14 %	34,57 %	21,44 %	210
2003	3,36 %	29,00 %	33,75 %	21,05 %	211
2004	3,25 %	46,25 %	32,00 %	20,62 %	204
2005	19,62 %	22,94 %	34,44 %	22,11 %	75
2006	23,60 %	29,53 %	32,34 %	20,08 %	98
2007	17,55 %	29,75 %	31,66 %	19,97 %	98
2008	10,22 %	34,35 %	32,82 %	20,59 %	98
Totalt	3,05 %	39,01 %	42,21 %	23,73 %	3 707

9.2 Bilaga 2

Tabell 9.2
T-test av soliditet för familj- eller sfärbolag och övriga bolag

Variabel	Obs.	Medelvärde	Standardfel	Standardavvikelse	95 % konfidensintervall	
soliditet familj	2 504	0,392936	0,004094	0,204872	0,384907	0,400964
soliditet övriga	1 347	0,379603	0,005322	0,19531	0,369163	0,390042
soliditet totalt	3 851	0,388272	0,00325	0,201654	0,381901	0,394643
differens		0,013333	0,006714		0,000167	0,026498
differens = medelvärde(soliditet familj) - medelvärde(soliditet övriga)						
H0: differens = 0		Satterthwaites frihetsgrader = 2 870,2				
Ha: differens < 0		Ha: differens ≠ 0		Ha: differens > 0		
Pr(T < t) = 0,9764		Pr(T > t) = 0,0472		Pr(T > t) = 0,0236		

9.3 Bilaga 3

Regression 9.1
OLS-regression, hela dataurvalet

Variabel	ROE
OC	0,119 (1,165)
OC2	-0,00022 (-0,205)
agarid	-2,543** (-2,082)
ROElag	0,421*** (5,702)
alder	0,0518*** (4,467)
lnstorlek	1,037*** (2,902)
Råvaror	5,124 (1,572)
Industri	9,046*** (3,068)
Konsumentvaror	9,553*** (2,830)
Hälsa/sjukvård	4,512 (1,274)
Fastigheter	4,896 (1,467)
TIME	0,18

	(0,0511)
IT	X
Service	7,352*
	(1,720)
1986	-1,986
	(-0,737)
1987	-0,605
	(-0,209)
1988	0,622
	(0,242)
1989	-19,75***
	(-3,674)
1990	-26,85***
	(-5,588)
1991	-25,62***
	(-6,612)
1992	-4,018
	(-1,044)
1993	-0,929
	(-0,348)
1994	-2,494
	(-1,017)
1995	-6,775***
	(-2,773)
1996	-3,46
	(-1,435)
1997	-7,707***
	(-3,174)
1998	-6,937**
	(-2,237)
1999	-12,47***
	(-3,296)
2000	-19,19***
	(-5,552)
2001	-16,23***
	(-4,358)
2002	-8,595**
	(-2,361)
2003	0,434
	(0,156)
2004	-2,574
	(-0,809)
2005	X
2006	2,089
	(0,678)
2007	-3,707

	(-1,259)
2008	-8,433**
	(-2,559)
Konstant	-23,75***
	(-2,662)
Observationer	3 341
R²	33,10 %

Anm: T-värdena är rapporterade inom parentes och signifikansnivån är markerad enligt följande: ***(1 %), **(5 %) och *(10 %). Variabel markerad med X är borttagen ur regressionen (på grund av perfekt kollinearitet mellan dummyvariabler).

Regression 9.2

FM-regression, hela dataurvalet

Variabel	ROE
OC	0,0594 (0,555)
OC2	-3,32E-05 (-0,0309)
agarid	-1,848 (-1,163)
ROElag	0,524*** (8,433)
alder	0,0449** (2,703)
lnstorlek	0,717* (1,789)
Råvaror	-3,645 (-0,891)
Industri	-0,812 (-0,253)
Konsumentvaror	-1,038 (-0,252)
Hälsa/sjukvård	-1,027 (-0,347)
Fastigheter	-4,091 (-1,089)
TIME	-7,381** (-2,162)
IT	-5,566** (-2,179)
Service	-5,83 (-0,955)
Konstant	-14,77 (-1,472)
Observationer	3 341
Antal grupper (år)	23

Genomsnittligt R²	40,20 %
-------------------------------------	---------

Anm: T-värdena är rapporterade inom parentes och signifikansnivån är markerad enligt följande: ***(1 %), **(5 %) och *(10 %).

Regression 9.3

OLS-regression, urval: 1986-1998

Variabel	ROE
OC	-0,101 (-0,834)
OC2	0,00161 (1,205)
agarid	-2,697* (-1,669)
ROElag	0,401*** (5,190)
alder	0,0567*** (3,581)
lnstorlek	0,524 (1,203)
Råvaror	-1,879 (-0,506)
Industri	1,978 (0,563)
Konsumentvaror	-0,24 (-0,0572)
Hälsa/sjukvård	X
Fastigheter	-6,31 (-1,440)
TIME	-3,074 (-0,593)
IT	-1,256 (-0,238)
Service	-7,814 (-1,090)
1986	2,09 (0,620)
1987	3,553 (0,973)
1988	4,935 (1,457)
1989	-15,10*** (-2,849)
1990	-22,41*** (-4,147)
1991	-21,48*** (-5,660)

1992	X
1993	3,214 (1,121)
1994	1,701 (0,555)
1995	-2,565 (-0,808)
1996	0,49 (0,161)
1997	-3,76 (-1,215)
1998	-3,269 (-0,911)
Konstant	-4,144 (-0,366)
Observationer	1 811
R²	22,10 %

Anm: T-värdena är rapporterade inom parentes och signifikansnivån är markerad enligt följande: ***(1 %), **(5 %) och *(10 %). Variabel markerad med X är borttagen ur regressionen (på grund av perfekt kollinearitet mellan dummyvariabler).

Regression 9.4

FM-regression, urval: 1986-1998

Variabel	ROE
OC	-0,0922 (-0,569)
OC2	0,00155 (0,932)
agarid	-2,421 (-0,917)
ROElag	0,426*** (6,294)
alder	0,0582** (2,373)
lnstorlek	0,405 (0,852)
Råvaror	-3,998 (-0,962)
Industri	-0,929 (-0,363)
Konsumentvaror	-3,461 (-0,620)
Hälsa/sjukvård	-0,903 (-0,512)
Fastigheter	-9,194** (-2,676)

TIME	-6,494 (-1,601)
IT	-1,932 (-0,638)
Service	-11,87 (-1,226)
Constant	-3,583 (-0,274)
Observationer	1 811
Antal grupper (år)	13
Genomsnittligt R²	28,70 %

Anm: T-värdena är rapporterade inom parentes och signifikansnivån är markerad enligt följande: ***(1 %), **(5 %) och *(10 %).

Regression 9.5

OLS-regression, urval: 1999-2008

Variabel	ROE
OC	0,355** (2,111)
OC2	-0,00255 (-1,466)
agarid	-3,704* (-1,814)
ROElag	0,406*** (4,298)
alder	0,0447*** (2,809)
lnstorlek	1,404** (2,341)
Råvaror	-8,702** (-1,976)
Industri	-4,44 (-1,525)
Konsumentvaror	-0,512 (-0,140)
Hälsa/sjukvård	-9,931** (-2,347)
Fastigheter	-0,898 (-0,286)
TIME	-15,19*** (-3,751)
IT	-16,80*** (-3,321)
Service	X
1999	-13,99*** (-3,395)

2000	-20,29*** (-5,171)
2001	-17,15*** (-4,048)
2002	-9,497** (-2,240)
2003	-0,415 (-0,125)
2004	-3,19 (-0,889)
2005	-2,215 (-0,689)
2006	X
2007	-5,997* (-1,752)
2008	-10,93*** (-2,975)
Konstant	-20,78 (-1,596)
Observationer	1 530
R²	40,30 %

Anm: T-värdena är rapporterade inom parentes och signifikansnivån är markerad enligt följande: ***(1 %), **(5 %) och *(10 %). Variabel markerad med X är borttagen ur regressionen (på grund av perfekt kollinearitet mellan dummyvariabler).

Regression 9.6

FM-regression, urval: 1999-2008

Variabel	ROE
OC	0,257** (2,428)
OC2	-0,00209* (-2,178)
agarid	-1,103 (-0,779)
ROElag	0,651*** (6,330)
alder	0,0276 (1,300)
lnstorlek	1,122 (1,622)
Råvaror	-3,187 (-0,398)
Industri	-0,661 (-0,0970)
Konsumentvaror	2,113 (0,337)

Hälsa/sjukvård	-1,187 (-0,179)
Fastigheter	2,544 (0,359)
TIME	-8,533 (-1,407)
IT	-10,29** (-2,543)
Service	2,017 (0,341)
Constant	-29,30* (-1,937)
Observationer	1 530
Antal grupper (år)	10
Genomsnittligt R²	55,30 %

Anm: T-värdena är rapporterade inom parentes och signifikansnivån är markerad enligt följande: ***(1 %), **(5 %) och *(10 %).